

Orkla

En strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse



Rolf Ilseng og Thomas Rønningen

Veileder: John Martin Nilsen

Masterutredning i 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

Denne utredningen inneholder en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Orkla ASA. Oppgaven baseres i sin helhet på offentlig tilgjengelig informasjon.

Etter en presentasjon av Orkla og en utvalgt tilhørende bransje redegjør vi for valg av verdsettelsesteknikk. Deretter gjennomfører vi en strategisk analyse for å kartlegge selskapets strategiske posisjon. Videre analyseres selskapets og bransjens regnskaper fra 2001 til 2006 med hensyn til risiko, lønnsomhet og vekst. Deretter utarbeider vi historiske krav til avkastning for Orklas kapitaler.

På bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen budsjetterer vi et framtidsregnskap i perioden 2007 – 2016. Videre utarbeides framtidskrav for den samme perioden. På basis av framtidsregnskap og krav verdsetter vi egenkapitalen i Orkla etter ulike metoder hvor vi senere med en sekvensiell oppdatering av vekter i kravene mot virkelige verdier viser at metodene er ekvivalente. Vi ender opp med et verdiestimat pr 31.05.07 på 102,9 NOK pr aksje. Børskursen var på samme tidspunkt 106,50 kroner.

Til slutt sammenligner vi vårt fundamentale estimat med en komparativ verdivurdering basert på multiplikatormodeller og viser sensitiviteten i det utarbeidede verdiestimatet. På basis av dette konkluderer vi med en anbefaling om å holde på Orkla-aksjen.

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på mastergradsstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Som hovedprofil ved studiet har begge forfatterne valgt Økonomisk styring med en ytterligere fordypning innen regnskapsfagene. Kursene BUS 424 - Strategisk regnskapsanalyse og BUS 425 - Regnskapsanalyse og verdsettelse ga oss særlig inspirasjon til tema for oppgaven. Å anvende et teoretisk rammeverk på en praktisk problemstilling og se analysen ta form har vært en pådriver underveis. Ved valg av bedrift var hovedtanken at vi ønsket å analysere et modent norsk børsnotert selskap som både representerer en lang historie og som samtidig står overfor spennende og usikre framtidsutsikter. På bakgrunn av dette ble Orkla ASA et naturlig valg.

Å gjennomføre en grundig analyse av et komplekst foretak som Orkla kan sies å være en ambisiøs målsetning. Prosessen har da også vært svært arbeidskrevende og bydd på til dels store utfordringer underveis. Samtidig har den vært faglig lærerik, og ikke minst bidratt til personlig utvikling gjennom trening i å samarbeide om et stort prosjekt over et lengre tidsrom.

At analysen i sin helhet tar utgangspunkt i ekstern informasjon kan sies å være en svakhet ved oppgaven. Videre begrenses analysens kvalitet ved mangelen på spesifikk informasjon for hvert forretningsområde. At Orkla stadig endrer struktur og form gir et komplekst utgangspunkt for studien og det kan vanskelig tas høyde for fullt ut. Likevel føler vi at vi har gjort et så godt og grundig arbeid som overhodet mulig ut fra våre forutsetninger og oppgavens iboende begrensninger.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder John Martin Nilsen.

Bergen 08.06.2007

Rolf Ilseng

Thomas Rønningen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
FIGURLISTE.....	11
1 INNLEDNING	14
1.1 FORMÅL	14
1.2 STRUKTUR.....	15
2 BEDRIFTS- OG BRANSJEPRESENTASJON	16
2.1 PRESENTASJON AV ØRKLA	16
2.2 HISTORIEN.....	24
2.3 INVESTERING I ØRKLA-AKSJEN	25
2.4 PRESENTASJON AV BRANSJEN.....	26
2.4.1 <i>Rieber & Søn</i>	27
2.4.2 <i>Nestlé</i>	27
2.4.3 <i>Procter & Gamble</i>	27
2.4.4 <i>Unilever</i>	28
2.4.5 <i>Alcoa</i>	28
2.4.6 <i>MEMC</i>	29
2.4.7 <i>Natural</i>	29
2.4.8 <i>Solarworld</i>	29
3 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	31
3.1 FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	31

3.2	KOMPARATIV VERDIVURDERING	32
3.2.1	<i>Multiplikatormodeller</i>	32
3.2.2	<i>Substansverdimodellen</i>	32
3.3	OPSJONSBASERT VERDIVURDERING	33
3.4	VÅRT VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	33
4	STRATEGISK ANALYSE	35
4.1	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	36
4.1.1	<i>Forståelse av omgivelsene</i>	37
4.1.2	<i>Sentrale faktorer i bedriftens omgivelse</i>	38
4.1.3	<i>Bransjeanalyse</i>	39
4.1.4	<i>Strategisk posisjon på basis av ekstern analyse</i>	40
4.2	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	42
4.2.1	<i>SVIMA-analyse</i>	44
4.2.2	<i>Ressurser</i>	45
4.2.3	<i>Strategisk posisjon på basis av intern analyse</i>	47
4.3	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE - SWOT	48
5	REGNSKAPSANALYSE	50
5.1	VALG AV ANALYSENIVÅ	50
5.2	VALG AV ANALYSEPERIODE	51
5.3	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	51
5.4	OMGRUPPERING AV REGNSKAPSTALL	53
5.4.1	<i>Endring i egenkapitalen</i>	54
5.4.2	<i>Normalisering</i>	54
5.4.3	<i>Fordeling av skattekostnad</i>	55

5.4.4	<i>Omgruppert resultatoppstilling</i>	56
5.4.5	<i>Omgruppert balanse</i>	57
5.4.6	<i>Fri kontantstrøm</i>	59
5.5	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	60
5.5.1	<i>Hva er målefeil?</i>	60
5.5.2	<i>Justering av målefeil av type 1</i>	61
5.5.3	<i>Justering av målefeil av type 2</i>	63
5.5.4	<i>Oppsummering av justeringer</i>	64
5.5.5	<i>Omgrupperte og justerte tall</i>	66
6	ANALYSE AV RISIKO	70
6.1	LIKVIDITETSANALYSE – KORTSIKTIG RISIKO	71
6.1.1	<i>Likviditetsgrad</i>	71
6.1.2	<i>Gjeldsdekning i balansen</i>	72
6.1.3	<i>Rentedekning gjennom nettoresultatet</i>	73
6.1.4	<i>Kontantstrømsanalyse</i>	74
6.1.5	<i>Oppsummering av likviditetsanalyse</i>	76
6.2	SOLIDITETSANALYSE – LANGSIKTIG RISIKO	76
6.2.1	<i>Egenkapitalprosent</i>	76
6.2.2	<i>Statisk finansieringsanalyse</i>	77
6.2.3	<i>Oppsummering av soliditetsanalyse</i>	78
6.3	OPPSUMMERING AV RISIKO – SYNTETISK RATING	78
7	ANALYSE AV HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	80
7.1	EGENKAPITALKRAVET	80
7.2	FINANSIELLE KRAV	84

7.2.1	<i>Krav til finansiell gjeld</i>	84
7.2.2	<i>Krav til finansielle eiendeler</i>	85
7.2.3	<i>Krav til avkastning på netto finansiell gjeld</i>	85
7.3	KRAV TIL AVKASTNING PÅ NETTO DRIFTSKAPITAL.....	86
8	ANALYSE AV LØNNSOMHET	89
8.1	EGENKAPITALRENTABILITET	89
8.2	NETTO DRIFTSRENTABILITET.....	91
8.2.1	<i>Netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler</i>	92
8.2.2	<i>Common size</i>	93
8.3	NETTO FINANSIELL GEARING.....	94
8.3.1	<i>Netto finansiell gjeldsrente</i>	95
8.4	VIRKNING AV MINORITETSINTERESSER	96
9	ANALYSE AV VEKST.....	98
9.1	ANALYSE AV EGENKAPITALVEKST	98
9.2	RESULTATVEKSTANALYSE	99
9.3	OPPSUMMERING AV VEKSTANALYSE.....	101
10	BUDSJETTERING	102
10.1	VALG AV BUDSJETTHORISONT	102
10.2	FREMTIDSREGNSKAP.....	103
10.2.1	<i>Driftsinntekter</i>	104
10.2.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	105
10.2.3	<i>Netto driftsresultat</i>	105
10.2.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	106
10.2.5	<i>Netto finanskostnad</i>	106

10.2.6	<i>Minoritetsinteresser</i>	107
10.2.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	107
10.2.8	<i>Oppsummering av framtidsregnskap</i>	108
11	FREMTIDSKRAV	110
11.1	DRIVERE FOR AVKASTNINGSKRAVENE	110
11.2	KRAV TIL EGENKAPITALEN	112
11.3	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	114
11.4	KRAV TIL SYSSELSATT KAPITAL	116
11.5	KRAV TIL DRIFTSEGENKAPITALEN	117
12	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	118
12.1	EGENKAPITALMETODEN	119
12.1.1	<i>FKE/NBU-modellen</i>	119
12.1.2	<i>SPE-modellen</i>	120
12.1.3	<i>ΔSPE-modellen</i>	121
12.1.4	<i>Oppsummering av egenkapitalmetoden</i>	121
12.2	SELKAPSKAPITALMETODEN	122
12.2.1	<i>FKD-modellen</i>	122
12.2.2	<i>SPD-modellen</i>	123
12.2.3	<i>ΔSPD-modellen</i>	124
12.2.4	<i>Oppsummering av netto driftskapitalmetoden</i>	124
12.2.5	<i>FKS-modellen</i>	125
12.2.6	<i>SPS-modellen</i>	126
12.2.7	<i>ΔSPS-modellen</i>	127
12.2.8	<i>Oppsummering av sysselsatt kapitalmetoden</i>	127

12.3	DRIFTSEGENKAPITALMETODEN.....	128
12.3.1	<i>Oppsummering av driftsegenkapitalmetoden.....</i>	<i>128</i>
12.4	FØRSTE VERDIESTIMAT	129
12.5	KONVERGENS I VERDIESTIMATET.....	129
12.6	OPPSUMMERING AV VERDIESTIMATET	130
13	KOMPARATIV VERDIVURDERING	131
13.1	P/E-ESTIMAT.....	133
13.2	EV/EBIT-ESTIMAT	134
13.3	OPPSUMMERING AV KOMPARATIV VERDIVURDERING	137
14	USIKKERHET I VERDIESTIMATET	138
14.1	SENSITIVITETSANALYSE.....	138
14.1.1	<i>Driftsinntektsvekst.....</i>	<i>139</i>
14.1.2	<i>Omløp til netto driftseiendeler</i>	<i>140</i>
14.1.3	<i>Netto driftsmargin.....</i>	<i>141</i>
14.1.4	<i>Risikofri rente.....</i>	<i>141</i>
14.1.5	<i>Markedets risikopremie</i>	<i>142</i>
14.1.6	<i>Egenkapitalbeta</i>	<i>143</i>
14.1.7	<i>Effektiv utbytteskatt.....</i>	<i>143</i>
14.1.8	<i>Oppsummering av sensitivitetsanalyse</i>	<i>144</i>
14.2	SIMULERING.....	144
14.2.1	<i>Nedsiderisiko</i>	<i>147</i>
14.2.2	<i>Oppsidepotensial</i>	<i>148</i>
14.2.3	<i>Konkurssannsynlighet.....</i>	<i>148</i>
14.2.4	<i>Oppsummering av simulering.....</i>	<i>149</i>

15	KONKLUSJON OG HANDLING	150
	LITTERATURLISTE	151
	APPENDIX 1 - FORKLARING AV NOTASJON.....	155
	APPENDIX 2 – SYNTETISK RATING	159

Figurliste

Figur 2-1: Organisasjonskart Orkla.....	17
Figur 2-2: Historiske nøkkeltall for Orkla-konsernet.....	17
Figur 2-3: Driftsinntekter i 2006 fordelt på de ulike virksomhetsområdene i Orkla	18
Figur 2-4: Driftsresultat (EBIT) i 2006 fordelt på de ulike virksomhetsområdene i Orkla ...	18
Figur 2-5: Fordeling av Orkla-konsernets samlede antall ansatte i 2006.....	18
Figur 2-6: Utvikling i aksjekursen til Orkla fra 2000 til juni 2007	25
Figur 2-7: Årlige utbytteutbetalinger fra Orkla.....	26
Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse	36
Figur 4-2: PEST-analyse	38
Figur 4-3: Årsaker til variasjon i lønnsomhet	43
Figur 4-4: SWOT-analyse	49
Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse.....	50
Figur 5-2: Utvikling i normalt vs fullstendig nettoresultat til egenkapitalen før justering	57
Figur 5-3: Netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen før kontra etter justering ...	64
Figur 5-4: Netto driftskapital og egenkapital før vs etter justering.....	65
Figur 5-5: Netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet før vs etter justering.....	66
Figur 5-6: Utvikling i normalt vs fullstendig nettoresultat til egenkapitalen etter justering..	67
Figur 6-1: Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	71
Figur 6-2: Utvikling i likviditetsgrad 1 og 2 Orkla vs bransje.....	72
Figur 6-3: Utvikling i gjeldsdekningsgrad Orkla vs bransje	73

Figur 6-4: Utvikling i rentedekningsgrad Orkla vs bransje	74
Figur 6-5: Utvikling i egenkapitalprosent Orkla vs bransje.....	77
Figur 8-1: Utvikling i egenkapitalrentabiliteten i forhold til egenkapitalkrav og i forhold til bransje	90
Figur 8-2: Utvikling i rentabilitet til netto driftskapital i forhold til netto driftskrav og i forhold til bransje	91
Figur 8-3: Utvikling i netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler Orkla vs bransje	92
Figur 8-4: Utvikling i netto finansiell gearing Orkla vs bransje	94
Figur 8-5: Utvikling i finansiell gjeldsrente i forhold til finansielt gjeldskrav og i forhold til bransje	95
Figur 8-6: Utvikling i finansiell eiendelsrentabilitet i forhold til finansielt eiendelskrav og i forhold til bransje	96
Figur 8-7: Utvikling i minoritetsgearing Orkla vs bransje.....	96
Figur 9-1: Utvikling i egenkapitalvekst Orkla vs bransje	99
Figur 9-2: Utvikling i driftsinntektsvekst Orkla vs bransje	101
Figur 10-1: Rammeverk for fremtidsregnskap.....	103
Figur 11-1: Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10 Kilde: Norges Bank	111
Figur 11-2: Utvikling i superrentabilitet til egenkapitalen gjennom budsjettperioden.....	113
Figur 12-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	119
Figur 14-1: Sensitivitet i verdiestimat ved endring av driftsinntektsveksten på tidspunkt 1 og 2.....	139

Figur 14-2: Sensitivitet i verdiestimat ved endring av driftsinntektsveksten på tidspunkt M og T.....	139
Figur 14-3: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av omløp til netto driftseiendeler på tidspunkt 2	140
Figur 14-4: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av omløp til netto driftseiendeler på tidspunkt M og T	140
Figur 14-5: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av netto driftsmargin på tidspunkt 1 og 2.....	141
Figur 14-6: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av netto driftsmargin på tidspunkt M og T.....	141
Figur 14-7: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av risikofri rente på tidspunkt T	142
Figur 14-8: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av markedets risikopremie	142
Figur 14-9: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av egenkapitalbetaen	143
Figur 14-10: Sensitivitet i verdiestimat ved endring av effektiv utbytteskatt på tidspunkt T	143
Figur 14-11: Resultat av simuleringsprosess	145
Figur 14-12: Budsjett- og verdidrivernes bidrag til varians i verdiestimatet.....	146
Figur 14-13: Nedsiderisiko gjennom simulering	147
Figur 14-14: Oppsidepotensial gjennom simulering.....	148
Figur 14-15: Konkursansynlighet	148

1 Innledning

Orkla ASA er et av Norges største konsern med en børsverdi på drøyt 110 milliarder kroner¹. Konglomeratet er en av de mest omsatte aksjene på Oslo Børs. Selskapet har lang historie innen ulike forretningsområder. Dagens Orkla-konsern har en struktur der man er organisert innen merkevareområdet, spesialmaterialer og finansielle investeringer. I tillegg har man store eierposter i tilknyttede selskaper som Jotun og REC. Dermed representerer dagens Orkla både modne bransjer og yngre bransjer med mer usikre framtidsutsikter. Spesielt det siste gjør Orkla særlig analytisk interessant.

1.1 Formål

Oppgaven er skrevet som et ledd i avslutningen av vår masterutdannelse ved Norges Handelshøyskole. Hovedformålet med oppgaven er å vise de fundamentale verdier vi mener eksisterer i Orkla basert på strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av underliggende økonomiske forhold i selskapet. Deretter blir det viktig å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet. På bakgrunn av dette vil vi sammenligne resultatene av vår analyse med hvordan aksjen er priset på Oslo Børs og konkludere med en handlestrategi. Videre ønsker vi med denne utredningen å vise at vi evner å benytte et teoretisk rammeverk på en praktisk problemstilling for på den måten å presentere anvendelse av tilegnet kunnskap fra studietiden. Oppgaven blir først og fremst rettet mot medstudenter slik at et teoretisk fundament er påkrevd for å få maksimalt utbytte av våre analyser. Vi ønsker underveis å komme opp med noen gode poenger som kan være til nytte for studenter som senere skal skrive liknende utredninger. Resultatet av analysen håper vi kan være nyttig lærdom og gi god innsikt også for potensielle investorer på Oslo Børs.

¹ Pr. 31.05.2007

1.2 Struktur

Vi vil forsøke å skrive sammenhengende på den måten at hvert kapittel leder naturlig over i det neste. Derfor anbefaler vi for et helhetlig inntrykk av oppgaven at den leses kapittel for kapittel. Likevel vil det være mulig å forstå essensen gjennom å lese innledning og konklusjon. Etter dette innledningskapitlet presenteres Orkla og den tilhørende bransjen før vi redegjør for valg av verdsettelsesteknikk i kapittel 3. Kapittel 4 består av strategisk analyse som leder over i analyse av regnskapet bakover i tid i kapittel 5 – 9. Herunder inngår blant annet forholdstallsanalyse og utarbeidelse av krav. I kapittel 10 – 13 forsøker vi å spå framtiden gjennom budsjettering av framtidsregnskap, utarbeidelse av framtidskrav samt verdsettelse av egenkapitalen i selskapet. Kapittel 14 får fram usikkerheten i verdiestimatet før kapittel 15 runder av analysen med en konklusjon.

2 Bedrifts- og bransjepresentasjon

I forbindelse med regnskapsanalysen må vi danne oss et sammenligningsgrunnlag for å kunne vurdere Orklas prestasjoner. For et selskap fungerer andre virksomheter innen samme bransje som sammenlignende eller komparative virksomheter ved regnskapsanalyse. Da Orkla er et industrikonglomerat finnes det ikke noen tilsvarende selskaper som alene danner en god målestokk. Vi vil derfor i det kommende ta for oss en rekke selskaper² som opererer innen Orklas ulike virksomhetsområder. Disse vil samlet utgjøre et relevant sammenligningsgrunnlag for Orkla sin virksomhet. I dette arbeidet har vi valgt et globalt perspektiv for å finne gode komparative selskaper. Først vil vi imidlertid presentere analysens utgangspunkt – Orkla.

2.1 Presentasjon av Orkla

Orkla er et av Norges største børsnoterte konsern, med virksomhet innen kjerneområdene merkevarer, spesialmaterialer og finansielle investeringer. Konsernet har gått gjennom et betydelig hamskifte de siste årene. Fra å drive med i hovedsak mat- og drikkevarer, vaskemiddel og aviser er det nå solenergi og metaller som er i fokus. I 2004 solgte Orkla ut bryggeriet Carlsberg, og i 2006 kvittet de seg med Orkla Media. Inn kom i 2005 industri- og aluminiumsselskapene Elkem og Sapa. Videre er det foretatt betydelige investeringer i solenergi gjennom investeringene i Renewable Energy Corporation (REC) og Elkem Solar. De gamle tradisjonelle virksomhetsområdene Orkla Brands og Orkla Foods utgjør nå bare 40 prosent av verdiene i Orkla, mot tidligere 85 prosent. Aksjeposten i REC utgjør nå alene 33 prosent av Orklas børsverdi³.

På de følgende sidene presenteres et organisasjonskart og noen historiske nøkkeltall for selskapet. Deretter følger en presentasjon av Orklas ulike divisjoner og virksomhetsområder, før vi i korte trekk tar et lite tilbakeblikk på historien.

² Informasjon i det kommende kapitlet baserer seg på opplysninger fra de respektive selskapers årsrapporter og nettsider

³ Pr. 31.05.2007



*Orkla Branded
Consumer Goods*

ORKLA FOODS

ORKLA BRANDS

*Orkla Aluminium
Extrusion*

sapa:

Orkla Materials

Elkem

Borregaard

*Orkla Associates**

REC

JOTUN

HJEMMET MORTENSEN

*Orkla Financial
Investments*

Orkla Finans

Financial Investments

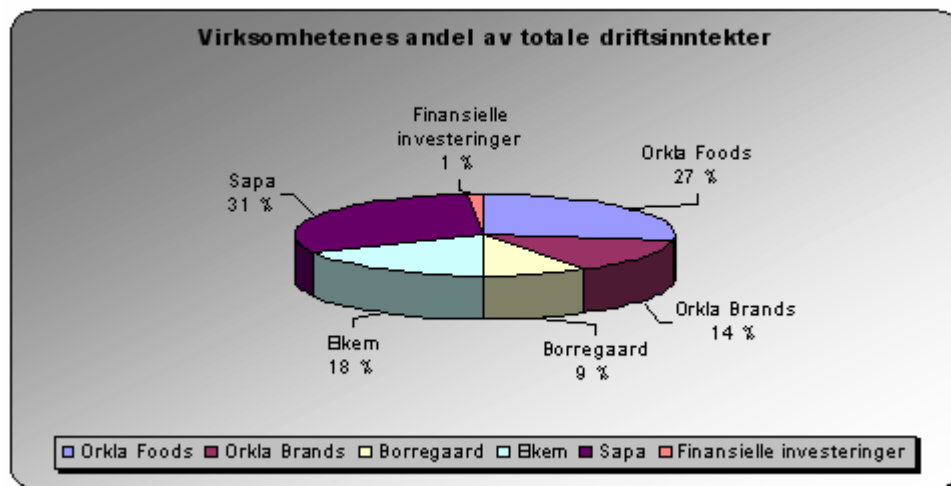
Real estate division

*Orklas eierandel er
ca. 40%.

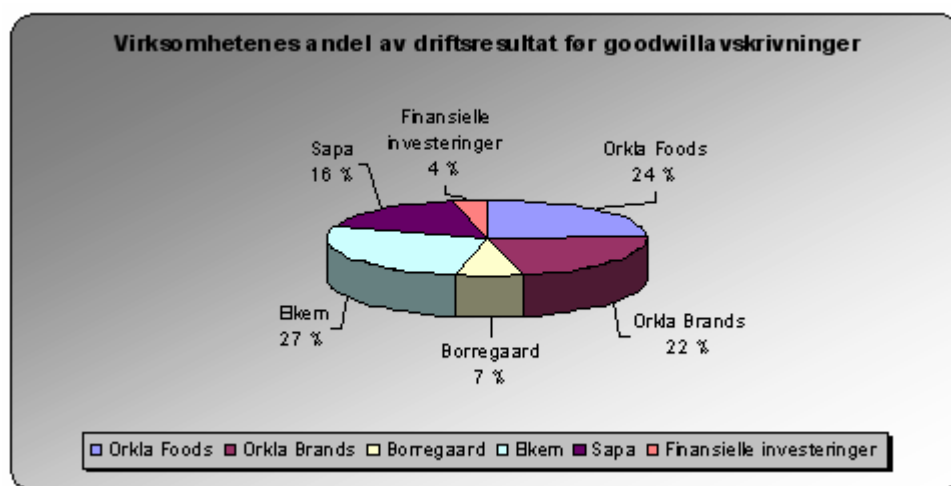
Figur 2-1: Organisasjonskart Orkla

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Driftsinntekter	34 083	44 799	42 979	45 368	32 126	55 304	52 683
Driftsresultat (EBIT)	3 050	3 686	3 663	3 827	2 738	4 805	5 084
Årsresultat	3 601	2 269	1 611	1 901	15 554	5 798	11 236
Avkastning på anvendt kapital	12,4 %	12,6 %	13,0 %	12,8 %	14,8 %	11,3 %	12,5 %
Avkastning på Aksjeporteføljen	-1,5 %	-15,3 %	-14,8 %	29,8 %	21,6 %	38,4 %	27,4 %
Aksjekurs 31.12	174,00	152,00	118,00	149,00	199,00	279,50	353,00
Gjennomsnittlig eksternt eide aksjer (Mill)	211,49	211,37	209,54	206,51	206,26	206,53	206,88
Markedsverdi pr 31.12 (Mill)	36 799	32 128	24 725	30 770	41 045	57 725	73 027
Normalt resultat pr aksje	19,50	14,55	11,25	16,79	17,53	27,48	31,63
Fullstendig resultat pr aksje	17,00	3,68	-2,51	22,45	74,77	39,92	60,45
Bokført verdi pr aksje	107,20	107,14	100,17	118,90	165,05	194,37	245,79
P/E _{t+1}	11,96	13,51	7,03	8,50	7,24	8,84	12,47
P/B	1,62	1,42	1,18	1,25	1,21	1,44	1,44
EV/EBIT _{t+1}	7,20	9,09	6,68	9,61	5,22	10,66	10,64
Ordinært utbytte	3,00	3,25	3,40	4,00	4,50	7,50	10,00
Ekstraordinært utbytte				25,00	5,00		
Antall årsverk	16 374	19 469	18 645	18 004	18 420	33 541	28 309

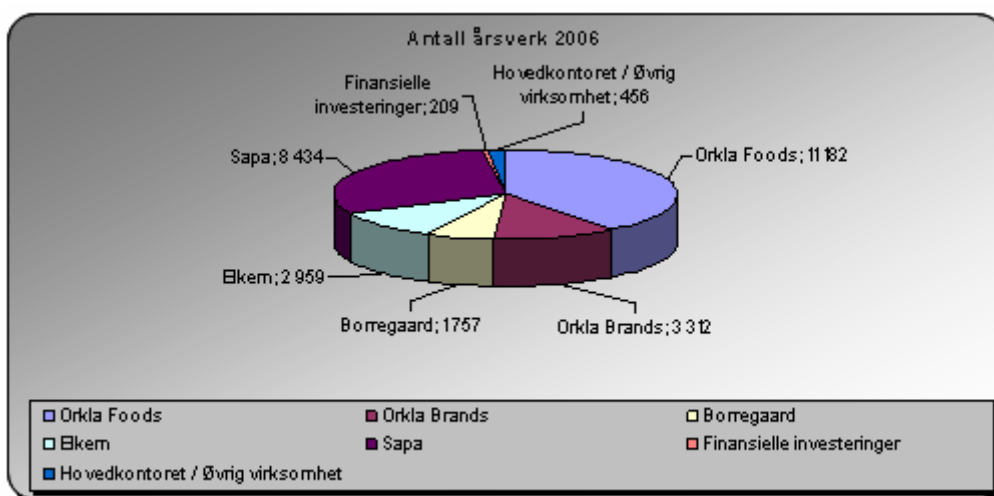
Figur 2-2: Historiske nøkkeltall for Orkla-konsernet



Figur 2-3: Driftsinntekter i 2006 fordelt på de ulike virksomhetsområdene i Orkla



Figur 2-4: Driftsresultat (EBIT) i 2006 fordelt på de ulike virksomhetsområdene i Orkla



Figur 2-5: Fordeling av Orkla-konsernets samlede antall ansatte i 2006

Orkla Branded Consumer Goods

Orklakonsernet er den ledende leverandøren av merkevarer til nordisk dagligvarehandel. Merkevareområdet består av Orkla Foods og Orkla Brands, og står for ca. 40 % av omsetningen i konsernet.

Orkla Foods

Orkla Foods er en ledende nordisk utvikler, markedsfører og produsent av næringsmidler. Virksomheten er konsentrert rundt sterke egne merkevarer og konseptløsninger, og leverer til dagligvarehandel, storhusholdning og industri. Orkla Foods driver innenfor produktkategoriene pizza, ferdigmat, grønnsaker, seafood, frukt og bær, tilbehør og sauser, bakeingredienser og poteter. Orkla Foods har spesielt sterke posisjoner innen frossenpizza, ketchup, juice, syltetøy, konserverte grønnsaker, dypfryste ferdigretter, brød og gjær i Norge samt foredlede potetprodukter og sjømat i Sverige.

Orkla Foods satser på å videreutvikle Norden som hjemmemarked, og gradvis ekspandere i utvalgte markeder i Sentral- og Øst-Europa (Polen, Tsjekkia, Ungarn, Ukraina, Østerrike, Estland, Litauen og Latvia). Ved inngangen til 2007 hadde Orkla Foods 70 produksjonsanlegg i 15 land og 11.395 ansatte.

Orkla Brands

Orkla Brands omfatter flere virksomheter med marketing-intensive produkter. Virksomhetene har lange og solide tradisjoner og utvikler, produserer og markedsfører ledende merkevarer som har sterk identitet og stilling hos forbrukerne og i handelen. Orkla Brands dekker områdene vaskemidler, produkter til personlig pleie, godterier, kjeks, snacks, dagligtekstiler, kosttilskudd og helseprodukter. I produktporteføljen til Orka Brands finnes sterke og kjente merkevarer som Omo og Define (Lilleborg Dagligvare), Stratos og Doc (Godterier), Ballerina og Café Cookies (Kjeks), Möllers Tran (Kosttilskudd), OLW og Kims (Snacks), og La Mote (Dagligtekstiler).

Lilleborg har en langsiktig samarbeidsavtale med Unilever som omfatter produktgruppene vaskemidler og produkter til personlig pleie. Avtalen ble opprinnelig inngått i 1958, siste gang reforhandlet i 1995 og løper til 2014. Totalt antall ansatte ved utgangen av 2006 i Orkla Brands var 3.364.

Orkla Aluminium Extrusion

Orkla inngikk i november 2006 en intensjonsavtale med Alcoa om å danne et nytt felles selskap basert på Sapas og Alcoas virksomheter innenfor aluminiumsprofiler. Som en følge av sammenslåingen ble Sapas samlede virksomhet, inkludert den sammenslåtte profilvirksomheten, skilt ut som et eget virksomhetsområde våren 2007.

Sapa

Sapa utvikler, produserer og markedsfører foredlede profiler og varmevekslerbånd i aluminium. Sapa er en av verdens ledende produsenter av strengpressede aluminiumsprofiler, og en av de største leverandørene i Europa av byggesystemer basert på aluminiumsprofiler. Sapa selger i hovedsak til Europa, Nord-Amerika og Asia. De største kundesegmentene er bygg-, transport- og verkstedsindustrien, samt hjem og kontor. Kjernevirksomheten i Sapa består av Profiles, Building System og Heat Transfer. Sapa sysselsatte 8.434 ansatte ved utgangen av 2006.

Orkla blir majoritetseier i det nye sammenslåtte selskapet mellom Sapa og Alcoa som forventes etablert i første halvår. Aluminiumsprofil-selskapet vil sammen med resten av Sapa få over 15.000 ansatte og en omsetning på over 30 milliarder kroner.

Orkla Materials

Dette området omfatter selskapene Elkem og Borregaard. Elkem er blant verdens ledende produsenter av metaller og materialer, mens Borregaard blant annet har sterke globale posisjoner innen utvalgte nisjer av organisk trekjemi. Orklas vannkraftressurser sorteres også inn under dette kjerneområdet.

Elkem

Elkem er et av Norges store industriselskaper og er blant verdens ledende produsenter av metaller og materialer. Selskapet forsyner bygg og anlegg, transport, verksted, emballasje, aluminium, kjemi og elektronikkindustriene. Hovedprodukter er aluminium, energi, silisiummetall, ferrosilisium, karbon, microsilica og deres nye satsningsområde solar.

Elkem har over 40 produksjonsanlegg i Europa, Nord-Amerika, Sør-Amerika og Asia. I tillegg har de flere vannbaserte kraftproduksjonssystemer og et omfattende nett av

salgskontorer og agenter. Markedene utgjør i hovedsak store industriland og i økende grad nyindustrialiserte land. Elkem sysselsatte 2.959 ansatte ved utgangen av 2006.

Orkla har de siste årene sikret seg sterke posisjoner innen solenergi gjennom Elkem Solar og eierskapet i REC. Elkem Solar har utviklet en prosess teknologi for fremstilling av høyrent silisium for solcellepaneler, som utgjør de første leddene i solcelleindustriens verdikjede. Tilgangen til slikt høyrent silisium er en flaskehals i verdikjeden, og begrenser veksten i industrien de neste årene. Orkla investerer nå 2,7 milliarder i en ny fabrikk for høyrent silisium ved Elkem Fiskaa i Kristiansand. Ordinære leveranser fra denne fabrikken planlegges å starte medio 2008.

Borregaard

Borregaard er verdens ledende aktør innen trebaserte spesialkjemikalier og har i tillegg sterke posisjoner innen ingredienser, finkjemi og energi. Selskapet har utviklet sin kompetanse gjennom mer enn hundre år, med et stadig mer foredlet og spesialisert produktspekter.

Utgangspunktet for Borregaards spesialkjemivirksomhet er utnyttelsen av ulike bestanddeler i tømmer som råstoff for høyforedledede produkter. Spesialkjemivirksomheten består av Borregaard LignoTech og Borregaard ChemCell. Borregaards virksomhet innen ingredienser og farma består av avanserte produkter med høye kvalitets- og hygienekrav som for eksempel aromaprodukter, spesialoljer (omega-3-produkter og fiskeolje) og gjærvirksomhet. Borregaard Synthesis er en ledende leverandør av finkjemikalier til røntgenkontrastprodukter og andre utvalgte nisjer innen farmasøytisk industri. Borregaard Energi omfatter virksomhet innen kraftproduksjon, kraftleveranse og handel i det nordiske kraftmarkedet.

Borregaard har produksjonsanlegg og salgskontorer i de fleste viktige industrimarkedene i Europa, Asia, Amerika og Afrika og sysselsatte 1.811 personer ved utgangen av 2006.

Orkla Associates

Under dette området ligger tre virksomheter der Orkla eier ca. 40 % i hver. De drives som tilknyttede selskaper, det vil si i egen regi med selvstendige styreverter der Orkla er representert sammen med øvrige eiere.

Renewable Energy Corporation (REC)

Orkla har en eierandel på 39,75 % i REC ASA (Elkem AS: 23,46 %, Orkla ASA: 16,29 %). REC er et av verdens ledende selskaper innen solenergi og dekker alle ledd i verdikjeden, fra produksjon av råmaterialer til ferdige solcellemoduler. Selskapet ble etablert i 1996 og sysselsetter nå ca 1.400 ansatte. RECs forretningsaktivitet er organisert i tre divisjoner. REC Silicon produserer superrent silisium, REC Wafer produserer wafere (tynne silisiumplater) som brukes i solceller og REC Solar produserer solceller og moduler. REC økte inntektene med 77% i 2006 og hadde driftsinntekter på 4.334 millioner kroner. Driftsresultatet (EBIT) i 2006 endte på 1.574 millioner kroner, mot 601 millioner i 2005.

Jotun

Orkla har en eierandel på 42,5 % i Jotun AS. Jotun ble grunnlagt i 1926 og er i dag etablert som en global aktør innen maling og pulverlaker. Konsernet har 67 selskaper og 40 produksjonsanlegg fordelt på alle verdensdeler. I tillegg har Jotun agenter, salgskontorer og distributører i over 70 land. Konsernet sysselsetter totalt 5.300 ansatte. I 2006 hadde Jotun driftsinntekter på 7.733 millioner kroner og et driftsresultat (EBIT) på 645 millioner kroner.

Hjemmet Mortensen

Orkla eier 40 % i Hjemmet Mortensen AS. Selskapet er Norges største utgiver av ukeblader og magasiner med 89 titler, hvorav 60 i Norge. Hjemmet Mortensen omsetter for omkring 1,5 milliarder kroner i året og annethvert blad som selges i Norge er produsert av selskapet.

Orkla Financial Investments

Finansielle Investeringer består av tre hovedvirksomheter: Aksjeporteføljen, Orkla Finans og Orkla Eiendom. Aksjeporteføljen er en av Norges største og hadde ved utgangen av 2006 en markedsverdi på 18,2 milliarder kroner. Investeringsuniverset er i hovedsak Norden og Øst-Europa. Orkla Finans tilbyr investeringstjenester til institusjonelle og private investorer, mens Orkla Eiendom investerer i og utvikler eiendom. I tillegg inngår Borregaard Skoger, som utvikler og forvalter Orklas skogeiendommer. Finansielle Investeringer sysselsetter 214 personer ved utgangen av 2006.

2.2 Historien

1654 – Kopperkisgruvevirksomheten på Løkken Verk startes opp.

1929 – Orkla blir et børsnotert selskap.

1941 – Orkla Industrier begynner å bygge sin investeringsportefølje.

1984 – Orkla går tungt inn i mediesektoren ved kjøp av Ernst G. Mortensens forlag.

1986 – En fusjon resulterer i Orkla Borregaard med kjerneområdene Merkevarer, Kjemi og Finansielle Investeringer.

1991 – Fusjon med Nora Industrier danner basis for nordisk merkeveragesatsing.

1995 – Orkla overtar Procordia Food og Abba Seafood i Sverige. Det svenske bryggeriet Pripps og norske Ringnes fusjoneres og blir deleiet av Orkla og Volvo.

1997 – Pripps Ringnes blir 100 % eiet av Orkla.

2000 – Orkla får en 40 % eierandel i Carlsberg Breweries og kjøper det danske mediehuset Det Berlingske Officin.

2004 – Carsberg Breweries selges. Orkla kjøper SladCo, en ledende russisk produsent av sjokolade, kjeks og godteri.

2005 – Orkla overtar Elkem / Sapa og Chips Abp.

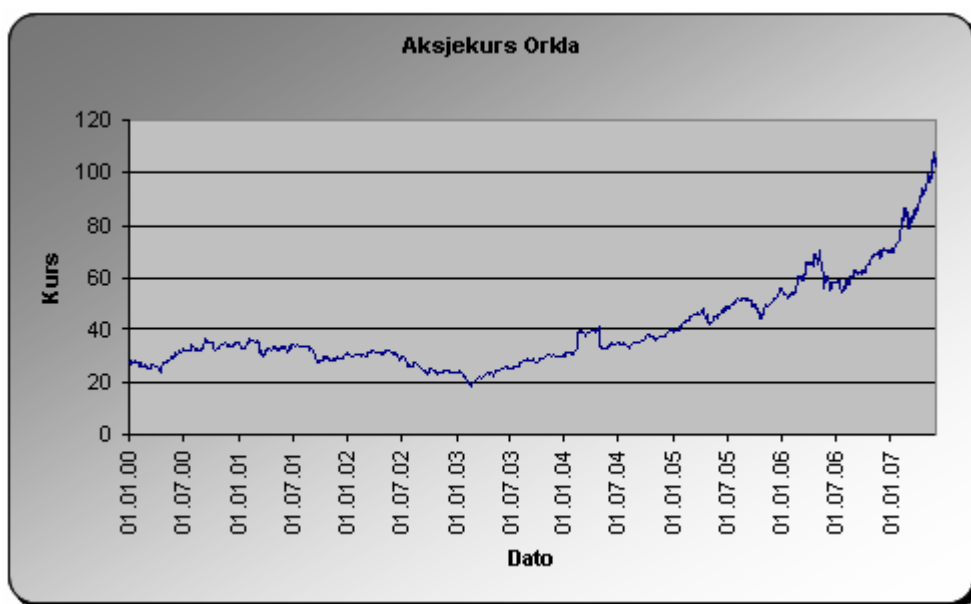
2006 – Orkla Media blir solgt. Orkla kjøper Dansk Droge og det russiske sjokoladeselskapet Krupskaya. Orkla inngår en intensjonsavtale med Alcoa om å danne et nytt felles selskap basert på Sapas og Alcoas virksomheter innen aluminiumprofiler.

2007 - Orkla investerer betydelig i Elkem Solar og kjøper seg opp til knappe 40 % i solenergiselskapet REC

2.3 Investering i Orkla-aksjen

En langsiktig aksjonærs avkastning fremkommer som den langsiktige kursutviklingen kombinert med utbetalt utbytte. Orkla-aksjonærene har de siste årene hatt god avkastning på sine aksjer. De siste ti årene (1.1.1997 – 31.12.2006) har den årlige avkastningen i gjennomsnitt vært 17,7 %, mens gjennomsnittsavkastningen på Oslo Børs var 12,8 %. I 2006 var avkastningen på Orkla-aksjen inklusive utbytte 29,2 %, mens Oslo Børs Benchmark Index økte med 32,4 % i samme periode. Markedsverdien til Orkla steg i 2006 med 15 milliarder kroner og var ved utgangen av året 72,7 milliarder. Så langt i år har aksjekursen gått opp med omkring 50 % og markedsverdien av selskapet er oppe i drøyt 110 milliarder kroner pr 31. mai. Til sammenligning har Oslo Børs Benchmark Index steget 12,7 % i samme periode.

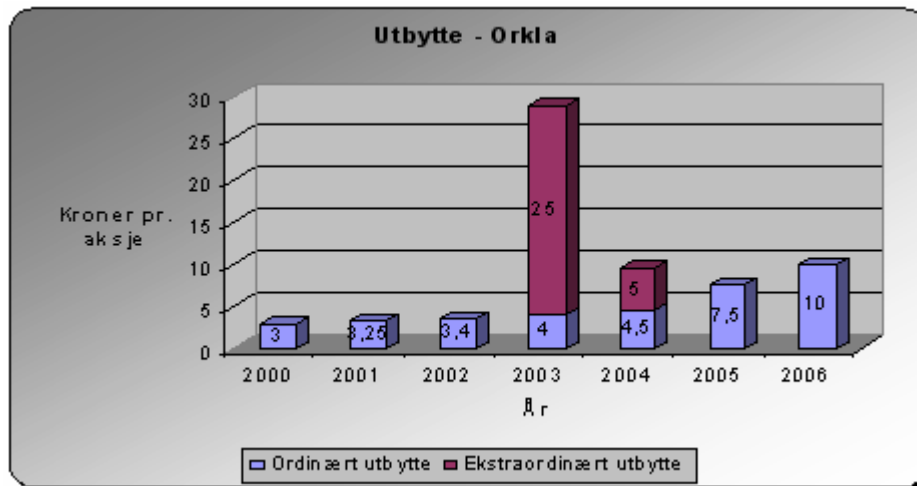
Generalforsamlingen vedtok i vår å splitte aksjen i 5 slik at aksjens pålydende endres fra kroner 6,25 til kroner 1,25 og samlet antall aksjer økes fra 208 286 194 til 1 041 430 970. Splitten ble gjennomført 20. april 2007.



Figur 2-6: Utvikling i aksjekursen til Orkla fra 2000 til juni 2007⁴

⁴ Historiske kursdata er justert for aksjesplitt gjennomført i april 2007

Såfremt den underliggende utviklingen i selskapet er tilfredsstillende er Orklas målsetning at eierne skal få en jevn og stabil økning i utbetalt utbytte, samtidig som nivået heves fra 2006. De siste tre årene har Orkla betalt ut et ordinært utbytte som i gjennomsnitt utgjør 29 % av resultat pr. aksje. Utbyttet suppleres med tilbakekjøp av egne aksjer. I gjennomsnitt har Orkla de siste fem årene kjøpt tilbake 0,7 % av utestående aksjer pr. år.



Figur 2-7: Årlige utbytteutbetalinger fra Orkla

2.4 Presentasjon av bransjen

I det kommende vil vi gi en kort presentasjon av selskapene vi har valgt ut til bransjeanalysen. Dette inkluderer to norske og seks store utenlandske selskaper. Formålet med bransjeanalysen er å etablere et sammenligningsgrunnlag for Orklas historiske prestasjoner, samt være et holdepunkt ved budsjettering av fremtidsregnskap. Som en følge av Orklas betydelige strukturelle endringer de siste årene blir det ved valg av selskaper her en avveining mellom hensynet til et fremtidsrettet prestasjonsmål og historisk sammenligningsgrunnlag. Da fremtiden åpenbart er av størst betydning ved en verdsettelse velger vi å konstruere en bransje basert på Orklas sammensetning i dag. Konsekvensen av dette er at validiteten av vår historiske analyse blir noe svekket, mens grunnlaget for fremtidsanalysen styrkes.

2.4.1 Rieber & Søn

Rieber & Søn er et av Norges ledende næringsmiddelkonsern og ble etablert i 1839. Foruten Norge og Norden har konsernet betydelige markedsandeler innen næringsmiddelprodukter i dagligvarehandelen i utvalgte land i Vest-Europa og Sentral- og Øst-Europa. Rieber og Søn var lenge et industrikonglomerat, men i 2000 ble det besluttet å konsentrere virksomheten omkring næringsmidler. Rieber & Søn er nå et fokusert næringsmiddelselskap med produksjon og salg av 30 merkevarer i 12 land. I tillegg eksporteres produktene til en rekke andre markeder. Deres viktigste produktkategorier er middagsløsninger, kakemikser, bakeprodukter, krydder, smakstilsetninger, påleggssalater og hermetisk sjømat. De innehar kjente merkevarer som Toro, Denja, King Oscar, Mr. Lee, Soppes og BlackBoy med flere. Rieber & Søn hadde i 2006 netto salgsinntekter på 4.263 mill NOK og et driftsresultat (EBIT) på 380 mill NOK. De hadde pr. 31.12.2006 en børsverdi på 4.456 Mill NOK (Oslo Børs) og sysselsetter 3.806 ansatte (hvorav 997 i Norge).

2.4.2 Nestlé

Nestlé er verdens største næringsmiddelkonsern og ble grunnlagt i 1866. De har hovedkontor i Vevey i Sveits, sysselsetter ca 265.000 ansatte og har nesten 500 fabrikker rundt om i verden. De omsatte i 2006 for 98.458 millioner sveitserfranc og hadde et driftsresultat (EBIT) på 13.302 millioner sveitserfranc. Nestlé er i dag representert i mange forskjellige markeder som barnemat, frokostblandinger, is krem, sjokolade og konfekt, suppe, frossen mat, drikkevarer og flaskevann, dyremat osv. De presenteres gjennom en rekke varemerker som man finner i de fleste land i verden. Blant annet inngår her Nestlé, Nescafé, Nestea, Nesquick, Perrier, Mövenpick, Maggi, Smarties, After Eight, Friskies og mange flere. Nestlé er listet på den sveitsiske børsen og hadde pr 31.12.06 en verdi på 166 milliarder sveitserfranc.

2.4.3 Procter & Gamble

Procter & Gamble er et av verdens ledende handelsforetak innen konsumentvarer. De ble etablert i 1837 og har sitt hovedkvarter i Ohio i USA. Selskapet opererer i Amerika, Europa og Asia og sysselsetter nesten 140.000 mennesker i over 80 land. Procter & Gamble eier 22 varemerker som hver står for en global omsetning på over en milliard dollar. Blant disse er

Always, Braun, Duracell, Gillette, Head & Shoulders, Oral-B, Pampers, Pantene, Pringles og Wella. Totalt markedsfører de over 300 varemerker i mer enn 180 land. Selskapet omsatte for 68.222 millioner dollar i skatteåret 2006 og hadde et driftsresultat (EBIT) på 13.249 millioner dollar (En økning på over 20 % fra 2005 for begge størrelser). Procter & Gamble er listet på NYSE og markedsverdien var 203 milliarder dollar pr 31.12.06.

2.4.4 Unilever

Unilever er et britisk/nederlandsk konsern som ble grunnlagt i 1930 ved en sammenslutning av den britiske såpeprodusenten Lever Brothers og den nederlandske margarinprodusenten Margarine Unie. Unilever består av to moderselskaper: nederlandske Unilever NV i Rotterdam, og britiske Unilever PLC i London. Unilever har 400 varemerker innen 14 ulike kategorier av konsumentvarer til hjemmet, personlig pleie og matprodukter. Deres portefølje av varemerker strekker seg fra kjente navn som Lipton, Knorr, Axe, Lux, Dove, Domestos, Omo og Comfort – til en rekke mer lokale varemerker. Unilever sysselsetter 179.000 mennesker fordelt på 100 land verden over. De omsatte i 2006 for 39.642 millioner Euro og hadde et driftsresultat (EBIT) på 5.408 millioner Euro. Aksjen omsettes på børsene i Amsterdam, New York og London og markedsverdien av selskapet var 82 milliarder dollar pr 31.12.2006.

2.4.5 Alcoa

Alcoa (Aluminium Company of America) er verdens nest største produsent av aluminium og ble grunnlagt i 1888. Selskapet, som har sitt hovedkvarter i New York, sysselsetter 123.000 ansatte i 44 land. Alcoas kapasitet innen aluminiumssmelting er verdensledende, og selskapet er også verdens ledende alumina produsent. Alcoa leverer til fly- og bilindustrien, emballasje, bygg- og entreprenørbransjen, transport og industrielle markeder med design, foredling, produksjon og annet. Alcoa omsatte i 2006 for 30.379 millioner dollar og hadde et driftsresultat (EBIT) på 4.198 millioner dollar. Alcoa er børsnotert på New York Stock Exchange og hadde en markedsverdi på 26 milliarder amerikanske dollar pr 31.12.06.

2.4.6 MEMC

MEMC Electronic Materials, Inc. begynte sin virksomhet i 1959 og sysselsetter nå ca 5.500 ansatte. MEMC produserer og selger wafere og relaterte produkter til halvleder- og solarindustriene. De har hovedkontor i Missouri og foruten i hjemlandet USA har de fabrikker i Europa, Japan, Malaysia, Sør Korea og Taiwan. MEMC omsatte i 2006 for 1,54 milliarder amerikanske dollar og hadde et driftsresultat (EBIT) på 560 millioner dollar. MEMC ble børsnotert i 1995 og er listet på New York Stock Exchange med en markedsverdi på 8,8 milliarder amerikanske dollar pr 31.12.06.

2.4.7 Natural

Det norske bioteknologiselskapet Natural ASA kommersialiserer naturlige helsefremmende lipider (fettstoffer) basert på rettighetsbeskyttede løsninger. Natural har en portefølje av teknologier og produktløsninger for lipider som kan benyttes som ingrediens i mat og drikke, dyrefôr, og/eller kosttilskudd. Natural omsatte i 2006 for 27,7 millioner kroner (ned fra 41,8 millioner i 2005) og hadde et driftsresultat (EBIT) på -4,5 millioner kroner (ned fra 6,6 millioner i 2005). Natural er et relativt ungt selskap, har 18 ansatte og ble børsnotert ved Oslo Børs i 1998. Selskapet hadde en børsverdi på 575 millioner kroner pr. 31.12.2006. Natural er vedtatt fusjonert med Aker BioMarine ASA i løpet av første halvår 2007.

2.4.8 Solarworld

Solarworld AG er et av de største konsernene innen solarindustrien og ble grunnlagt i 1998. Det tyske selskapet har sitt hovedkontor i Bonn, men er foruten Tyskland også lokalisert i Spania, Sverige, Sør Afrika, USA og Asia. Selskapet opererer innenfor hele verdikjeden innen solarindustrien – fra råmaterialer til wafere, solceller og større moduler. Solarworld omsatte i 2006 for 515,2 millioner euro og fikk samme år et driftsresultat (EBIT) på 180,7 millioner euro. Selskapet sysselsetter 1.348 ansatte og vokser hurtig. Solarworld er notert på Frankfurt Stock Exchange og ble pr. 31.12.2006 verdsatt til 2,7 milliarder euro etter en kursoppgang på 70 % i 2006 og 240 % i 2005.

Etter at vi nå har presentert Orkla og vårt valg av komparativ bransje vil vi i det kommende kapitlet presentere valg av verdsettelsesteknikk og gjøre rede for den metode som skal benyttes i den kommende analysen.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

Når man skal velge verdsettelsesteknikk vil det alltid være en avveining mellom kostnad og nytte. Enkelte teknikker baserer seg på analyse og behandling av mindre mengder informasjon og er derfor billigere å gjennomføre. Problemet med disse kan imidlertid være at de er mindre grundige og presise. Valg av verdsettelsesteknikk avhenger også av hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i, om selskapet skal drives videre eller avvikles og hvilken bransje en tilhører. Vi vil vurdere tre ulike verdsettelsesteknikker:

1. Fundamental verdivurdering
2. Komparativ verdivurdering
3. Opsjonsbasert verdivurdering

En bør merke seg at disse ulike teknikkene ikke alltid bør betraktes som alternativer til hverandre, men snarere som supplerende metoder.

3.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental analyse er en metode for analysering av informasjon, estimering av fremtidig inntjening basert på denne informasjonen og til slutt et verdiesimat på basis av fremtidig inntjening⁵. Modne selskaper bør først og fremst verdsettes på basis av fundamental analyse⁶. For disse har en vanligvis tilgang på historisk informasjon, både når det gjelder regnskapstall og strategiske valg. Selskaper i denne fasen representerer ofte stabil inntjening og vekst. Det er derfor mer pålitelig med budsjettering og framskriving på basis av de historiske tallene enn for et selskap i introduksjons- og vekstfasen. Også selskaper som er i tilbakegangsfasen bør i hovedsak verdsettes ved hjelp av fundamental analyse, så sant ikke selskapet skal avvikles.

⁵ Penman (2003)

⁶ Knivsflå (2006)

3.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering er verdivurdering basert på komparativ prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler⁷. Komparativ analyse er mindre kostbart enn fundamental analyse siden det kreves atskillig mindre informasjon. Problemet er at analysen kan være basert på snarveier som ikke vil gi et riktig bilde av verdier i selskapet. Det er to hovedteknikker for komparativ verdivurdering, multiplikatormodeller og substansverdimodellen.

3.2.1 Multiplikatormodeller

En multiplikator er enkelt og greit et forholdstall der du dividerer prisen på et selskap med en annen størrelse fra finansregnskapet, for eksempel fortjeneste, bokført verdi, salg eller kontantstrøm⁸. Ved å benytte multiplikatorer fra sammenlignbare selskaper i samme bransje kan en enkelt beregne den teoretiske verdien på det selskapet en ønsker å verdsette. Multiplikatormodeller egner seg best brukt på selskaper i introduksjons- og vekstfasen, særlig dersom hele bransjen er i denne fasen. Årsaken til dette er at man ofte ikke har tilgang på historisk informasjon om regnskapstall og drift og at lønnsomheten i eventuelle foregående år ofte har vært svak/negativ. Slike modeller kan også benyttes som supplerende metode til en mer grundig fundamental analyse.

3.2.2 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen går ut på at man verdsetter selskapets eiendeler for så å trekke fra verdien av gjelda. Problemet med denne modellen er å finne pålitelige markedsverdier på ulike eiendeler. Spesielt vanskelig er dette for immaterielle eiendeler. Derfor egner denne teknikken seg best i spesielle bransjer som består av eiendeler med lett observerbare andrehåndsverdier, for eksempel eiendom og shipping. Også for selskaper som skal avvikles kan det være hensiktsmessig å benytte denne teknikken siden verdien av deres immaterielle eiendeler da er lav.

⁷ Knivsflå (2006)

⁸ Penman (2003)

3.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av tradisjonell fundamentalanalyse med det mål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet⁹. Dette gjøres gjennom å bygge ut analysen ved å separat verdsette en realopsjon, for eksempel opsjon til å ekspandere, opsjon til å nedskalere eller opsjon til å utsette investeringsbeslutninger. Bruksområdet for opsjonsbasert verdivurdering er kun som en supplerende teknikk for mer grundige analyser som for eksempel fundamental verdsettelse.

Vi har nå presentert ulike verdsettelsesteknikker og vil på bakgrunn av drøftelsen argumentere for hvilken teknikk vi mener passer best i Orklas tilfelle.

3.4 Vårt valg av verdsettelsesteknikk

Som nevnt i innledningen vil valg av analyseteknikk avhenge av fase i livssyklusen, fortsatt drift eller avvikling og hva slags bransje en befinner seg i. I tillegg kan man ta et kostnad/nytte- hensyn i betraktning, samt vurdere tilgangen på relevant informasjon.

Selv om det skjer stadige strukturelle endringer i Orkla med kjøp og salg av forretningsområder kan det hevdes at Orkla er et modent selskap. Selskapet har lang historie og man har regnskapsinformasjon for en lang periode å ta utgangspunkt i. Noen av Orklas virksomhetsområder befinner seg riktignok i relativt unge bransjer med høyere vekst, men Orkla-konsernet som helhet mener vi er et modent selskap.

Substansverdimodellen er ikke hensiktsmessig for Orkla da det ikke eksisterer pålitelige markedsverdier på mange av deres eiendeler. Spesielt gjelder dette immaterielle eiendeler, men også produksjonsmaterieell tilpasset Orklas bruk. Vi har heller ingen grunn til å basere vår analyse på noe annet enn forutsetningen om fortsatt drift.

Multiplikatormodeller er mye brukt i praksis og er relativt enkle å utarbeide. På den annen side har metoden sine klare svakheter. Blant annet forutsetter den at de komparative selskapene er "rett priset" og estimatet vil kunne preges av stemningen på børsen.

⁹ Knivsflå, (2006)

Multiplikatormodeller kan imidlertid være et godt alternativ som en supplerende verdsettelsesteknikk for Orkla.

Opsjonsbasert verdivurdering vil aldri være et alternativ som enkeltstående verdsettelsesteknikk, men kunne blitt brukt som et supplement dersom vi mener at Orkla har særlige realopsjoner knyttet til seg. En ulempe ved bruk av opsjonsbasert verdivurdering er faren for dobbeltregning da en opsjon til å ekspandere gjerne blir bakt inn i budsjettet gjennom høyere driftsinntektsvekst. Et selskap av Orklas art kan antas å ha visse realopsjoner knyttet til for eksempel særskilt vekst innen flere av sine områder. På den annen side vil Orklas struktur som et konglomerat tale for at veksten kanskje bedre tas høyde for gjennom at den inkluderes i budsjettet gjennom en høyere driftsinntektsvekst.

På bakgrunn av denne drøftelsen velger vi å benytte oss av fundamental verdivurdering i vår analyse. Tilgangen på regnskapsinformasjon, forutsettelsen om fortsatt drift og hensynet til at Orkla er et modent selskap er avgjørende for dette. Fundamental verdsettelse er også den mest grundige metoden. Kostnad/nytte-problemstillingen er ikke vesentlig i vårt tilfelle da målsetningen er å finne den beste fremgangsmåten.

Første steg på veien mot fundamental verdsettelse er en strategisk analyse av selskapet.

4 Strategisk analyse

Gjennom strategisk analyse ønsker vi å analysere selskapets strategiske posisjon. Vår strategiske analyse vil ta utgangspunkt i ekstern og offentlig tilgjengelig informasjon. En strategisk analyse omfatter ofte en analyse av de omgivelsene en organisasjon må forholde seg til, og en analyse av organisasjonenes interne ressurser. Det er disse to faktorene som vil være avgjørende for selskapets posisjon i forhold til konkurrerende selskaper¹⁰.

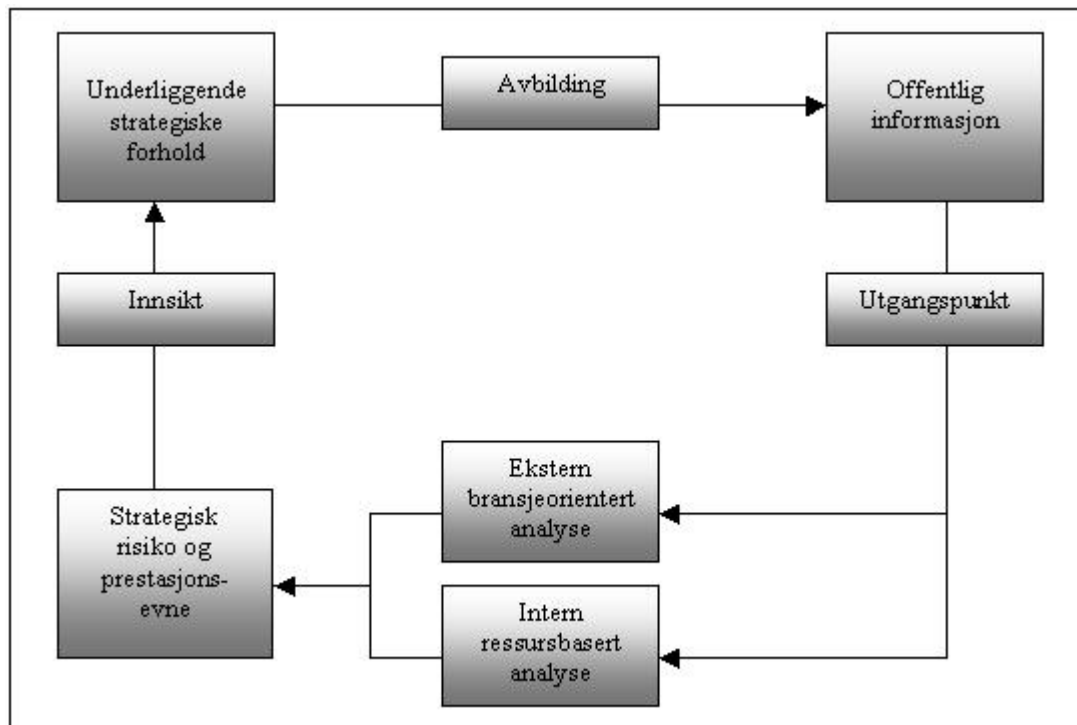
En bedrifts strategiske posisjon vil til en viss grad reflekteres gjennom regnskapstall. Bedrifter som genererer en egenkapitalrentabilitet som overstiger kravet til avkastning kan sies å ha en strategisk fordel¹¹. En eventuell strategisk fordel kan splittes i to. For det første kan fordelene skyldes at selskapet opererer innenfor en bransje der bransjen som helhet har grunnlag for å tjene en rentabilitet høyere enn kravet. Dette ønsker vi å finne ut gjennom ekstern bransjeorientert analyse. For det andre kan en strategisk fordel skyldes at selskapet gjennom sine interne ressurser evner å tjene en egenkapitalrentabilitet høyere enn bransjens egenkapitalrentabilitet. Dette vil vi undersøke gjennom intern ressursorientert analyse.

Problemet med å forklare strategisk posisjon gjennom regnskapsdata ligger i at regnskapstall vil inneholde målefeil, slik at man vanskelig kan si om superrentabiliteten faktisk skyldes en strategisk fordel. Likevel vil den strategiske analysen gi innsikt slik at vi kan anta om en eventuell superrentabilitet skyldes strategisk posisjonering. Videre vil vi forsøke å konkludere med om denne eventuelle fordelene er midlertidig eller varig. Denne innsikten vil være spesielt viktig ved budsjettering og framskriving av regnskapstall for verdsettelse.

Som nevnt ovenfor vil vi ha to ulike fokus for vår strategiske analyse. Først vil vi forsøke å avdekke potensielle muligheter og trusler ved å ta utgangspunkt i bransjen og omgivelsene rundt. Deretter fokuserer vi på Orklas interne ressurser for å kartlegge styrker og svakheter ved disse. Nedenfor presenterer vi et rammeverk for kvalitativ strategisk analyse.

¹⁰ Roos, von Krogh, Roos (2002)

¹¹ Knivsfå (2005)



Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse¹²

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

De fleste organisasjoner må forholde seg til komplekse omgivelser. Dette gjør det vanskelig å forstå hvilke elementer som danner grunnlaget for strategiske beslutninger. For Orkla kompliseres dette bildet ytterligere siden de som konglomerat opererer innenfor flere ulike forretningsområder og tilhørende omgivelser. Strukturen på vår analyse vil derfor i noe grad dreies mot at vi analyserer forretningsområde for forretningsområde der dette synes hensiktsmessig.

Hovedmålet med analysen av bedriftens omgivelser vil være å kartlegge potensielle muligheter og trusler i bransjen og makroforhold for øvrig, og gjennom dette forsøke å forklare Orklas strategiske posisjon på mellomlang og lang sikt. Dette vil vi gjøre i fire faser:

¹² Knivsflå (2005)

1. Forståelse av omgivelsene
2. Sentrale faktorer i bedriftens omgivelse
3. Bransjeanalyse
4. Strategisk posisjon

4.1.1 Forståelse av omgivelsene

Det er viktig å danne seg en oppfatning av hva som karakteriserer selskapets omgivelser, da spesielt usikkerhet¹³. Sentrale spørsmål er hvorvidt omgivelsene er stabile eller om de kjennetegnes ved raske og uventede endringer. Den kunnskapen vi utvikler i denne fasen er i stor grad retningsgivende for hvilke faktorer vi vil fokusere på videre i prosessen.

Merkevareområdet i Orkla kan hevdes å være i en moden bransje med stabil vekst. Bransjen er lite preget av store teknologiendringer og heller ikke særlig utsatt for reguleringer fra myndighetene. Etterspørselen varierer noe med generelt inntektsnivå og preferanseendringer hos konsumentene, men er i forhold til i andre markeder relativt stabil¹⁴. Også prisen på innsatsfaktorer varierer i liten grad. Vekst og inntjening i bransjen vil være mest avhengig av de generelle konjunktorene som rente-, inflasjons- og valutainivå.

Området for spesialmaterialer befinner seg i en høyteknologisk, forskningsbasert og energiintensiv bransje. Etterspørselen vil være mye mer følsom for konjunktorendringer enn hva som er tilfellet for merkevareområdet. Nivået på inntjeningen og veksten i bransjen vil i stor grad avhenge av prisnivået på varen som leveres, samt pris på innsatsfaktorer da spesielt olje-, metall- og energikostnader. Teknologiutvikling og effektivisering i bransjen vil kunne bidra til høy vekst og inntjening, spesielt på kort og mellomlang sikt.

Den økte satsingen på solenergi representerer en usikker og spennende del av Orkla-konsernet. Globale klimaendringer fører til økt fokus på fornybare energikilder og her ligger en mulighet til høy vekst både på kort, mellomlang og lang sikt. På den andre siden er

¹³ Roos, von Krogh, Roos (2002)

¹⁴ Dedekam (2002)

usikkerheten knyttet til bransjen betydelig. Globalisering og økende forurensing, samt potensielle politiske vedtak og reguleringer i fremtiden er viktige faktorer i den videre utviklingen av denne bransjen.

Etter nå å ha fått et overblikk over de omgivelsene Orkla står overfor vil vi gå nærmere inn på de faktorene i bedriftens omgivelse som vi mener vil ha størst påvirkning på inntjening og vekst.

4.1.2 Sentrale faktorer i bedriftens omgivelse

For å strukturere denne delen av analysen vil vi presentere en strategisk analysemodell. Denne analysemodellen vil bli brukt som en sjekkliste når vi skal vurdere de ulike faktorene som påvirker bransjene Orkla opererer innenfor.

<u>Politiske/Juridiske</u> Miljøvernlovgivning Skattepolitikk Handelsreguleringer Arbeidsreguleringer	<u>Økonomiske</u> Sykluser Rentenivå Inflasjon Energitilgang/kostnad
<u>Sosiokulturelle</u> Demografi Inntektsfordeling Konsum Utdanningsnivå	<u>Teknologiske</u> Forskning Utvikling Fokus på teknologi Mislykkede prosjekter

Figur 4-2: PEST-analyse¹⁵

Merkevareområdet i Orkla vil i noe grad påvirkes av sosiokulturelle forhold, for eksempel ved endring i generelt konsum blant folk som følge av inntektsendringer. Likevel representerer området relativt uelastisk etterspørsel slik at man ikke vil være særlig utsatt for slike endringer. Derimot er det de generelle økonomiske faktorene som i størst grad vil ha påvirkning på inntjening og vekst. Historisk svinger konjunktorene og det vil de også gjøre i fremtiden. Renta i Norge har vært på et historisk lavt nivå, men rentenivået er nå stigende.

¹⁵ Denne modellen er laget med utgangspunkt i Hill & Jones (2004)

Renten vil økes gradvis mot et mer nøytralt nivå¹⁶. Inflasjonen har også vært lav de siste årene, men vil trolig komme til å nærme seg Norges Banks mål på 2,5 %¹⁷. Med økende rente- og inflasjonsnivå vil den norske krona kunne styrkes og på den måten svekke rammevilkårene for de selskapene som eksporterer varer til utlandet.

Teknologiske faktorer vil være avgjørende for utviklingen i bransjen som representerer Orklas spesialmaterialområde. I en såpass høyteknologisk bransje vil det være store muligheter for å øke lønnsomheten gjennom fokus på forskning og utvikling. Det forventes gode markedsforhold og økende etterspørsel i bransjen det kommende året, men dette vil motvirkes av økte olje- og energikostnader¹⁸. Etterspørselsforhold og priser på innsatsfaktorer vil naturligvis variere på lengre sikt siden bransjen er svært konjunkturavhengig.

Etterspørselen etter fornybar energi, for eksempel solenergi, er økende¹⁹. Mye av spenningen rundt utviklingen i fremtiden knytter seg til politiske/juridiske faktorer. Kyoto-avtalen innebærer at de globale utslipp av CO₂ skal reduseres med 5,5 prosent fra 1990-nivå frem til perioden 2008-2012. Økt globalisering fører til vekst i nye fremadstormende økonomier som igjen gir økt velstand og økende forurensing. Dermed blir det nødvendig med nye og renere energikilder. En utfordring er at solenergi må bli konkurransedyktig på pris. Til nå har produsentene vært til dels avhengig av subsidiering for å drive lønnsomt, men i en så fersk bransje er det gode muligheter for effektivisering og utvikling av billigere framstillingsmetoder.

4.1.3 Bransjeanalyse

I bransjeanalysen ønsker vi å kartlegge konkurranseforholdene i bransjen. Viktige faktorer som bør sees på er inngangs-/utgangsbarrierer, markedskonsentrasjon, trussel fra substitutter/nyetableringer og kunders og leverandørers forhandlingsmakt. Resultatet av

¹⁶ <http://www.norgesbank.no/front/pressemelding/no/2007/2007-05-30T12-51-23.fgen.html>

¹⁷ <http://www.norgesbank.no/inflasjonsrapport/>

¹⁸ Orklas årsrapport 2006

¹⁹ Dagens Næringsliv 21.02.07

analysen vil bidra med ytterligere innsikt til spørsmålet om Orkla kan ventes å tjene en merrentabilitet i fremtiden.

Bransjen for merkevarer består av mange små aktører samt noen store konsern. Det kan hevdes at konkurranseforholdene ligger et sted mellom oligopol og frikonkurranse. Produktene er i stor grad homogene og inngangs-/utgangsbarrierene relativt lave gjennom at man lett kan kjøpe produksjon fra allerede etablerte aktører. Verdien ligger imidlertid i de etablerte merkenavnene med sin innarbeidete posisjon, og det er her merverdier skapes.

Organiseringen av detaljister i store kjeder har ført til at makten i bransjen i all hovedsak ligger hos detaljistene, noe som har skapt større priskonkurranse mellom produsentene og lavere profitt til grossist/produsent²⁰. I tillegg utgjør den økte tilstedeværelsen av tunge internasjonale aktører en trussel²¹.

Virksomhetsområdet for spesialmaterialer tilhører en bransje av en helt annen struktur. Etableringshindringer eksisterer, særlig på grunn av stort kapitalbehov og høye irreversible kostnader ved nyetablering. Det bør også være muligheter for stordriftsfordeler hos de store etablerte selskapene, selv om de ikke helt klarer å nyttiggjøre seg av potensialet på det nåværende tidspunkt. Produktene som leveres er differensierte og man har ofte etablert langsiktige kundeforhold som representerer store byttekostnader for kundene.

Innen solenergi vil en kunne stå ovenfor betydelige endringer i konkurranseforholdene i fremtiden. Pr. i dag eksisterer visse etableringshindringer. Blant annet er tilgangen på råvarer begrenset gjennom kapasitetsbeskrankninger på fremstilling av superrent silisium. På sikt vil kapasiteten ganske sikkert bygges opp og konkurransen tilspisses.

4.1.4 Strategisk posisjon på basis av ekstern analyse

Vi vil nå oppsummere resultatene av den eksterne analysen. Konklusjonen vil være et svar på om vi mener at Orkla opererer innenfor en bransje som på bakgrunn av omgivelser og konkurranseforhold kan synes å ha potensial for merrentabilitet i fremtiden. Ulike faktorer

²⁰ Sørgard (2003)

²¹ Orklas årsrapport 2006

vil ha betydning for de ulike forretningsområde. De generelle makroøkonomiske konjunkturer vil selvfølgelig ha påvirkning på hele selskapet, men i størst grad på spesialmaterialområdet som er svært konjunkturavhengig. Konjunkturer i økonomien er vanskelig å predikere, det eneste som er sikkert er at det vil svinge. Spesielle hendelser i verdensøkonomien kan raskt endre det kortsiktige bildet. Det er derfor naturlig å anta at faktorer som rente og inflasjon på sikt vil konvergere mot et historisk gjennomsnittlig nivå.

Det mest stabile forretningsområdet i Orkla med tanke på marked og inntjening er området for merkevarer. Det er også her dagens Orkla har lengst historie. Profitten i framtiden kan bli noe presset på grunn av nyetableringer, økt tilstedeværelse av tunge internasjonale aktører og enda større forhandlingsmakt i detaljistleddet. Bransjen leverer i stor grad varer som er med på å dekke primærbehov i samfunnet og derfor er ikke bransjen som sådan i noen grad truet. En rimelig antakelse er at området, på bakgrunn av den bransje det befinner seg i, kan skape en relativt stabil, men på sikt noe avtakende merrentabilitet.

Konjunkturerne i økonomien generelt vil som nevnt være av stor betydning for prestasjonene i den bransjen som Orkla representerer gjennom sitt spesialmaterialområde. I gode år vil man som følge av høy etterspørsel og økt investeringstakt kunne tjene gode penger. Andre år vil marginene presses og man kan risikere å tape penger. Utfordringen ligger i økt effektivisering, gode langsiktige kundeforhold, teknologiutvikling og produktinnovasjon. Den økte usikkerheten rundt bransjen fører også til at avkastningskravet til bransjen eksplisitt vil være høyere enn for Orkla som helhet. På sikt vil man kanskje ikke ha grunnlag for å hevde at bransjen vil tjene en merrentabilitet på sine investeringer.

Orklas investeringsportefølje består i all hovedsak av likvide verdipapirer. Selv om man har hatt svært god avkastning på aksjer de siste årene er ikke dette en bærekraftig utvikling på lang sikt. Siden verdipapirene må antas å representere effisiente markeder er en rimelig forutsetning at rentabiliteten på sikt vil være lik kravet.

Gjennom sin økte satsing på solenergi representerer Orkla en spennende og usikker bransje. Dersom klimaendringene fortsetter i den retning som de siste årene har forespeilet vil man kunne stå overfor betydelige endringer i miljøpolitikken både globalt og nasjonalt. Hvis man i tillegg finner billigere framstillingsmetoder og kan levere energi til en konkurransedyktig pris kan bransjen vise seg å ha et potensial for merrentabilitet på mellomlang sikt. Usikkerheten er derimot en vesentlig faktor. Dersom bransjen blir lønnsom vil man trolig få

nyetableringer som vil sette press på en eventuell superrentabilitet. Pr. dags dato gjenstår betydelige utfordringer innenfor denne bransjen, men på noe sikt vil vi anta at det kan være grunnlag for å tjene en merrentabilitet.

4.2 Intern ressursorientert analyse

Hvorfor gjør noen bedrifter det bedre enn andre når de konkurrerer i de samme omgivelsene?

Mye av den tidlige forskningen på de konkurransemessige implikasjonene av en organisasjons styrker og svakheter fokuserte først og fremst på en dyktig leders påvirkning på bedriftens resultater.²² Et eksklusivt fokus på ledere som kilde til konkurransefortrinn ekskluderer imidlertid den store variasjonen i potensielle variabler som kan være viktige for å forstå en bedrifts resultater. For å forstå variasjonen i bedrifters lønnsomhet vil vi se på deres evner til å generere og beholde konkurransefortrinn. Et selskap kan ses på, ikke bare som en portefølje av produkter og tjenester, men også en portefølje av ressurser²³. Gode bedrifter har gjerne noen spesielt verdifulle ressurser som ikke lett lar seg kopiere av konkurrentene.

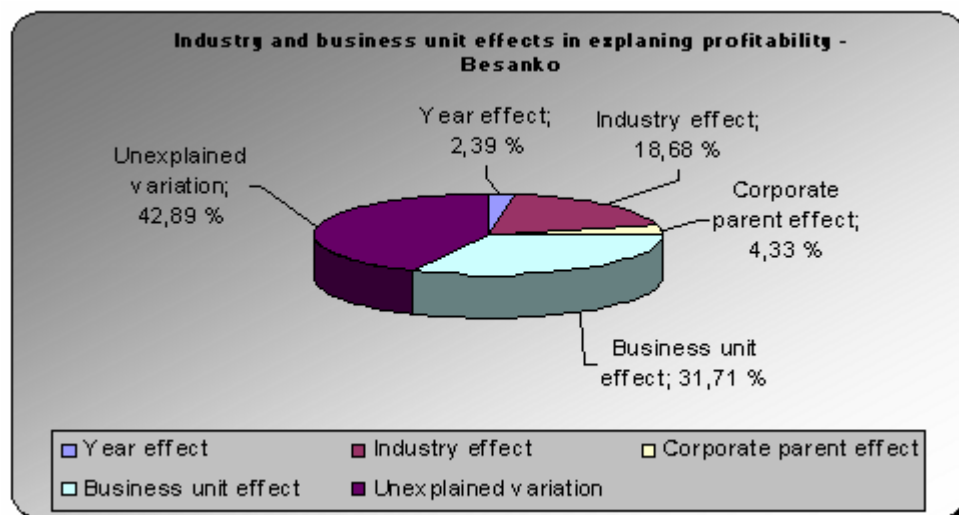
Et selskap har en ressursorientert strategisk fordel dersom selskapet har en rentabilitet større enn bransjen, eller et kapitalkrav lavere enn bransjen. Den ressursorienterte strategiske fordelene kan økes dersom bedriften har interne sterke sider, eller minkes dersom den har svake sider internt.

En rekke studier²⁴ har funnet at bedriftsspesifikke forhold er viktigst for å forstå lønnsomhetsforskjeller og at disse kan stå for opp til 70 – 80 % av den forklarte variansen.

²² Barney (1997)

²³ Hamal and Prahalad (1994)

²⁴ McGahan & Porter (2002)



Figur 4-3: Årsaker til variasjon i lønnsomhet

Besanko (2004)²⁵ viser til en undersøkelse fra McGahan & Porter (2002)²⁶ som viser at bedriftsspesifikke forhold²⁷ står for 36 % av den totale variansen, eller 63 % av den forklarte variansen i lønnsomheten. Den uforklarte variansen representerer variasjonen i lønnsomhet over tid som ikke kan forklares av noen av de andre nevnte komponentene. I artikkelen til McGahan og Porter (2002) refereres det videre til ytterligere undersøkelser som underbygger synet om at bedriftsspesifikke forhold har en signifikant påvirkning på lønnsomheten til det enkelte foretak. Det er altså interne ressurser som er grunnlaget for denne ressursorienterte strategiske analysen.

Hva er så en ressurs? I denne sammenheng tenker vi på en ressurs som noe en bedrift har, i motsetning til aktiviteter som er hva den gjør.

”Ressurser er beholdningen av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier.”²⁸

Når en bedrift genererer høyere avkastning enn gjennomsnittet i de samme omgivelsene (bransjen) sier vi at bedriften har et konkurransefortrinn. Et varig konkurransefortrinn har du

²⁵ Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer (2004)

²⁶ http://www.isc.hbs.edu/Management_Science_July2002.htm

²⁷ Bedriftsspesifikke forhold = Business unit effect + Corporate parent effect

²⁸ Jakobsen og Lien (2001)

imidlertid først når konkurrentene ikke vil eller kan utligne konkurransefortrinnet. Når et konsern ikke kan tjene mer ved å selge en virksomhet, enn ved å fortsette å eie den selv har det et eierskapsfortrinn. I motsatt tilfelle vil man ha en potensiell salgs-/restrukturingsgevinst ved å selge ut forretningsområdet. Lønnsomhetsforskjeller skyldes forskjeller i evnen til å skape og kapre verdi²⁹.

4.2.1 SVIMA-analyse

En bedrifts ressurser er av ulik viktighet og SVIMA-analyse³⁰ er et analyseverktøy for å finne ut om ressurser er egnet til å skape varige konkurransefortrinn. For å gi opphav til varige konkurransefortrinn må en ressurs ifølge SVIMA-analysen oppfylle 5 krav:

- Sjelden (S) – Ressurser som alle i markedet har i lik mengde og kvalitet kan ikke forklare forskjeller i lønnsomhet. Varige konkurransefortrinn må derfor baseres på ressurser som er sjeldne.
- Viktig (V) – En ressurs er viktig dersom den har stor effekt på enten kunders betalingsvilje eller kostnaden ved å betjene kundene.
- Ikke-imiterbar (I) – For at sjeldne og viktige ressurser skal bestå som sjeldne må det være vanskelig for konkurrentene å skaffe seg de samme eller tilsvarende ressurser. Ressurser kan imiteres eller substitueres av andre ressurser.
- Mobilisert (M) – Bedrifter kan være i besittelse av verdifulle ressurser uten at dette slår ut i høyere verdiskapning dersom bedriften ikke utnytter ressursene effektivt eller de utlignes av ulemper på andre.
- Appropriert (A) – Selv om en bedrift har unormalt høy verdiskapning er det ikke gitt at bedriften klarer å beholde (appropriere) dette som overskudd. Ansatte, kunder, leverandører, samarbeidspartnere og lignende kan lykkes med å kapre vesentlige deler av verdiskapningen. Slakk i produksjonen kan også spise av overskuddet.

²⁹ Lynch (2006)

³⁰ Jakobsen og Lien (2001)

Disse egenskapene henspeiler ikke bare på ressursenes strategiske verdi for en gitt bedrift, men også på ressursenes potensielle verdi for konkurrerende selskaper.³¹

En organisasjons ressurser inkluderer kategorier som finansiell kapital, fysisk kapital, menneskelig kapital, organisatorisk kapital og relasjonskapital som benyttes for å utvikle, produsere og levere varer eller tjenester til deres kunder. Man må også være klar over at bedriftens ressurser i seg selv ikke bidrar til verdiskapningen. Verdiskapningen kommer først når disse ressursene settes i et system som bidrar til en tilvirkning av varer eller tjenester som verdsettes av kundene. En ressursanalyse må derfor omfatte mer enn en gjennomgang av ressursene som sådan og i denne sammenheng også fokusere på hvordan disse ressursene er anvendt.

4.2.2 Ressurser

I det kommende kapitlet skal vi forsøke å identifisere noen av Orklas ressurser som kan bidra til å gi selskapet et konkurransefortrinn. Imidlertid må man i denne sammenheng ha i bakhodet at vår komparative bransje er sammensatt av noen av de største og mest vellykkede foretakene innen sine områder i verden. Orkla konkurrerer også på mange områder i et globalt marked. Det stilles derfor strenge krav til hva som i denne sammenheng kan regnes som en sjelden ressurs.

Finansiell styrke

Finansiell styrke kan sees på som en viktig ressurs i den forstand at det gir deg mulighet til å utnytte andre ressursers potensial. Orklas nåværende kapitalstruktur og solide kontantstrøm gir finansiell fleksibilitet og en potensiell lånekapasitet. Solid kapitalstruktur er også en kilde til gunstige lånevilkår som bidrar til lave finanskostnader. Imidlertid kan finansiell styrke neppe vurderes som et varig konkurransefortrinn da det ikke er en enestående ressurs som ikke kan oppnås av andre innenfor Orklas bransje.

³¹ Roos, von Krogh, Roos (2002)

Merkevarer

Orkla Foods og Brands har et stort antall sterke merkevarer og har en rekke nummer én- og to-posisjoner innenfor mange av sine satsingsområder. Selv om man har opplevd en tiltagende makt hos detaljistene med prispress og høyere andel av handelens egne merkevarer, ligger det fortsatt en betydelig verdi i de etablerte merkevarene. Dette er sterke posisjoner som vanskelig kan utkonkurreres på kort sikt. En merkevare er en sjelden ressurs i den grad at det etablerte navnet ikke kan kopieres av konkurrentene. Imidlertid er det vanskelig å hindre at lignende produkter tilbys. Orklas evner til regelmessige produktinnovasjoner bidrar til å vedlikeholde selskapets posisjoner, og kan være nøkkelen for å kunne beholde fortrinnet også på lengre sikt. Orkla har lang erfaring i å bygge opp lokale merkevarer og har et godt rykte blant både kunder og samarbeidspartnere.

Kompetanse

Orkla besitter en kompetent organisasjon med betydelig ressurser innen ledelse. Som et stort og diversifisert industrikonsern kan kapital og ledelseskapasitet fra sentrale ressurser tilordnes til de virksomhetsområder som bedømmes å ha de beste mulighetene. Orkla har over tid vist gode evner som industribygger, og dette kommer som en følge av kombinasjonen av finansiell styrke og rett kompetanse. Kulturen for kunnskapsdeling på tvers av virksomhetsområder kan tilføre en verdi og være en ressurs som ikke alle konkurrentene lett kan kopiere. Kompetanse som er bygget opp som støtte til deltagelsen i ett marked kan benyttes for inntreden også i andre markeder. For eksempel drar Aksjeporteføljen, som en del av et industrikonsern, nytte av den langsiktighet og industrielle kompetanse som finnes i organisasjonen. Videre har Aksjeporteføljen, gjennom sitt fokus på å etablere industrielle opsjoner for konsernet, flere ganger vært utgangspunktet for mer omfattende og langsiktige industrielle satsninger.

Råvarer og teknologi

Det tilknyttede selskapet REC er etablert med en sterk posisjon i solenergiindustrien. Superrent silisium er i dag en viktig bestanddel i solarindustrien. I dagens marked er det stor mangel på slikt superrent silisium³², og REC har her en unik posisjon etter tidligere

³² <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article1060524.ece?WT.svl=sistlest>

strategiske riktige investeringer som sikrer de tilgang til nok silisium. De har derfor kunnet foreta en rekke utvidelser på sine waferfabrikker. Elkem har også en lang historikk som en av verdens ledende produsenter av silisium. For å lage superrent silisium lager man først silangass. REC bruker over 90 prosent av silangassen som de produserer til å lage superrent silisium, men resten selges med gigantiske marginer. Selskapet har dermed en svært viktig tilgang på råvarer og teknologi som ikke umiddelbart kan kopieres av konkurrentene og gir selskapet ekstraordinært høye driftsmarginer. I dagens marked er det liten tvil om at REC har utnyttet sine ressurser godt gjennom rask vekst kombinert med kraftig reduserte produksjonskostnader. Det vil imidlertid trolig forekomme en betydelig kollektiv læring på tvers av selskaper i bransjen. Dette vil gjerne spesielt skje i sammenheng med introduksjon av eventuelt ny teknologi, men REC kan allikevel ha en fordel med sin posisjon.

4.2.3 Strategisk posisjon på basis av intern analyse

Vi har nå foretatt en analyse av Orklas interne ressurser. Kombinasjonen av sterke etablerte merkevarer, erfaring og innovasjonsevne kan være et varig konkurransefortrinn for Orkla. Det er også en mulighet for at REC sin posisjon i markedet kan være grunnlag for en merrentabilitet for selskapet, i hvert fall på mellomlang sikt. Imidlertid må man her skille mellom rentabiliteten som rapporteres fra REC, og Orklas avkastning på investeringen. Orklas eierandel er dels kjøpt på aksjekurser³³ som allerede priser inn en ganske formidabel vekst, og REC handles nå med P/E_{t+1} over 40.

Orklas finansielle styrke er også en viktig ressurs for selskapet. I denne sammenheng måles de imidlertid opp mot gigantiske internasjonale selskaper og målt mot disse er det vanskelig å argumentere for at Orkla her skal ha et varig konkurransefortrinn som kan være grunnlag for en superrentabilitet på sikt.

Utover oppsummeringen av Orklas ressurser vil vi nå også påpeke noen svakheter i organisasjonen.

Vi har tidligere kommentert den fordelen Orkla kan ha av kompetanseutveksling som en følge av deres diversifiserte struktur. Denne strukturen bidrar i tillegg til å redusere den

³³ Aksjekurs REC 31.05.07: 189,- Orklas beholdning: Siste kjøpskurs: 105,- Anslått gjennomsnittlig kjøpskurs: ca 50,-

generelle finansielle risikoen i selskapet. Man må imidlertid også være oppmerksom på den økte faren for å miste fokus på kjernevirksomheten som følger med en diversifisering. Dette kan føre med seg slakk og underprioritering av enkelte virksomhetsområder.

Den internasjonale ekspansjonen som finner sted fører med seg en økt risiko. Dette gjelder kanskje spesielt innen Foods/Brands. Risikobildet kan her endres ved at man beveger seg inn i fremmede markeder hvor kjennskapen til kultur, markedsmekanismer og eksterne rammebetingelser ikke er like god som i Norden.

Det generelle konjunkturbildet er i dag svært sterkt. Det er imidlertid for tiden svak lønnsomhet innen Aluminium Extrusion og det forventes å ta lang tid før den nye sammenslåtte virksomheten mellom Sapa og Alcoa leverer tilfredsstillende marginer³⁴.

4.3 Oppsummering av strategisk analyse - SWOT

Oppsummeringen av den strategiske analysen struktureres med utgangspunkt i SWOT-analyse³⁵. Denne sammenligner interne styrker og svakheter samt eksterne muligheter og trusler. Disse har vi forsøkt å oppsummere underveis, men med hensyn til struktur og oversiktighet er det hensiktsmessig å liste de opp her. Gjennom de ulike punktene får vi innblikk i hvorvidt det kan tenkes at Orkla har, eller har potensial til å skaffe seg, et konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. På bakgrunn av denne analysen avgjøres det om det er grunnlag for å anta en merrentabilitet for selskapet på mellomlang og lang sikt.

³⁴ Orkla Kapitalmarkedsdag 31.05.07 – Presentasjon av Sapa/Alcoa

³⁵ Hill & Jones (2004)

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Sterke og etablerte merkevarer - Kompetanse - Tilgang på råvarer og teknologi innen solenergi - Finansiell styrke - Diversifisert 	<ul style="list-style-type: none"> - Økt risiko som følge av internasjonal ekspansjon - For tiden svak lønnsomhet innen Aluminium Extrusion - Forventes å ta lang tid før den nye sammenslåtte virksomheten mellom <ul style="list-style-type: none"> Sapa og Alcoa leverer tilfredsstillende lønnsomhet - Diversifiserte selskaper kan underprioritere deler av virksomheten
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Teknologitvilling innen spesialmaterialer - Produktinnovasjon innen spesialmaterialer - Langsiktige kontrakter / kundeforhold innen spesialmaterialer - Økt globalisering - Økt etterspørsel etter fornybar energi - Billigere framstilling av fornybar energi - Stabil etterspørsel innen merkevarer 	<ul style="list-style-type: none"> - Nyetablering innen merkevarer - Økt tilstedeværelse av tunge utenlandske aktører innen merkevarer - Større forhandlingsmakt hos merkevaredetaljist - Høye olje og energikostnader - Motgang innen solenergi - Lavkonjunktur - Generelt fall i aksjemarkedet

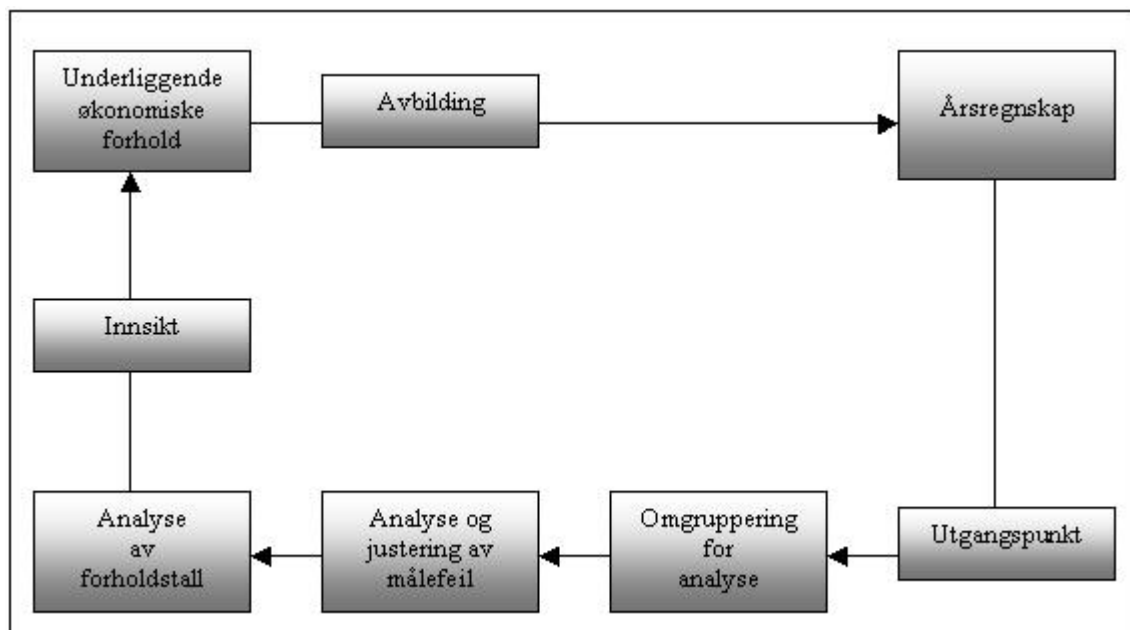
Figur 4-4: SWOT-analyse

Oppsummert vil vi si at Orkla kan tenkes å tjene en merrentabilitet på 1-3 % på lang sikt. Dette baseres hovedsakelig på bransjemessige forhold.

Etter å ha skaffet oss et innblikk i Orklas prestasjonsevne på basis av kvalitativ strategisk analyse skal fokus nå rettes mot kvantitativ analyse.

5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Innfallsvinkelen vil for oss i denne sammenheng være investororientert analyse. Formålet med analysen er å avdekke underliggende økonomiske forhold slik at vi på best mulig måte kan utarbeide fremtidsregnskap og krav for å verdsette Orkla-aksjen. Vår analyse vil basere seg på følgende rammeverk:



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse³⁶

5.1 Valg av analysenivå

For virksomheter som opererer innenfor flere forretningsområder bør analysen foretas forretningsområde for forretningsområde. Problemet er at tilgangen på regnskapsinformasjon ikke vil være detaljert nok på forretningsnivå³⁷ slik at selv for ett konglomerat som Orkla må analysen foregå samlet for hele konsernet.

³⁶ Knivsflå (2005)

³⁷ Norsk regnskapsstandard nr. 10

5.2 Valg av analyseperiode

Hensikten med analysen er som nevnt å avdekke underliggende økonomiske forhold for å skape et godt grunnlag for budsjettering og fremskriving. Valg av analyseperiode avhenger derfor av om virksomheten har vært stabil over tid. Orkla har de siste årene gjennomgått betydelige strukturelle endringer og kan på bakgrunn av dette ikke sies å ha vært særlig stabilt. Derfor vil gamle regnskapstall ikke være like representative for dagens virksomhet og det som skal skje framover. På bakgrunn av dette velger vi en relativt kort analyseperiode. Denne setter vi skjønnsmessig til 6 år, altså perioden 2001-2006.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall

I det kommende følger en presentasjon av resultat- og balansetallene slik de er rapportert i Orkla-konsernets årsrapporter³⁸. For balansetallene er år 2000 tatt med for å representere inngående balanse i 2001.

³⁸ Årsrapporter Orkla, 2000 – 2006

Resultatregnskap

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salgsinntekter	44 309	42 313	44 579	31 489	53 833	51 535
+	Annen driftsinntekt	490	666	789	637	1 471	1 148
=	Driftsinntekter	44 799	42 979	45 368	32 126	55 304	52 683
	Varekostnad	17 701	14 036	15 044	12 329	25 482	26 150
+	Lønnskostnad	9 867	9 636	10 201	7 694	12 051	9 727
+	Annen driftskostnad	11 397	13 412	13 910	8 183	10 817	9 923
+	Av- og nedskrivninger varige driftsmidler	2 148	2 232	2 386	1 182	2 149	1 799
+	Amortisering immaterielle eiendeler	454	499	538	7	236	216
+	Andre inntekter og kostnader	(28)	143	967	690	312	388
=	Driftskostnader	41 539	39 958	43 046	30 085	51 047	48 203
=	Driftsresultat	3 260	3 021	2 322	2 041	4 257	4 480
	Resultat fra tilknyttede selskaper	1 510	305	730	592	196	289
+	Utbytter	545	369	437	551	1 019	769
+	Gevinster og tap/nedskrivninger porteføljainvesteringer	(760)	(95)	259	750	2 186	3 271
+	Finansposter, netto	(1 302)	(1 193)	(881)	(143)	(452)	(284)
=	Finansresultat	(7)	(614)	545	1 750	2 949	4 045
=	Ordinært resultat før skattekostnad	3 253	2 407	2 867	3 791	7 206	8 525
-	Skattekostnad	773	630	815	695	1 162	1 346
=	Ordinært resultat etter skattekostnad	2 480	1 777	2 052	3 096	6 044	7 179
+	Gevinster/resultat avhendet virksomhet				12 529		4 109
=	Årsresultat	2 480	1 777	2 052	15 625	6 044	11 288
-	Minoritetens andel av årsresultat	211	166	151	71	246	52
=	Majoritetens andel av årsresultat	2 269	1 611	1 901	15 554	5 798	11 236

Eiendeler

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Immaterielle Eiendeler	6 402	5 978	5 944	5 887	3 817	17 560	17 370
+	Varige driftsmidler	14 889	17 477	17 131	17 942	9 334	16 912	16 568
+	Utsatt skattefordel					188	517	201
+	Investeringer i tilknyttede selskaper	2 551	1 975	2 187	2 165	4 369	2 499	5 363
+	Andre finansielle anleggsmidler	854	3 004	1 524	1 795	4 725	1 130	2 551
=	Sum anleggsmidler - Langsiktige eiendeler	24 696	28 434	26 786	27 789	22 433	38 618	42 053
	Varer	3 942	4 528	4 069	4 207	2 875	6 055	6 623
+	Driftsrelaterte kortsiktige fordringer	5 638	7 964	7 916	8 419	4 483	10 431	9 924
+	Finansielle kortsiktige fordringer			175	208	286	917	1 000
+	Porteføljainvesteringer m.v.	12 758	11 599	11 998	11 867	13 170	16 177	18 224
+	Betalingsmidler	1 613	2 120	2 178	2 468	2 308	2 411	1 788
=	Sum omløpsmidler - Kortsiktige eiendeler	23 951	26 211	26 336	27 169	23 122	35 991	37 559
=	Sum eiendeler	48 647	54 645	53 122	54 958	45 555	74 609	79 612

Egenkapital og gjeld

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Innskutt egenkapital	2 037	2 038	2 023	2 010	2 007	2 010	2 008
+	Opptjent egenkapital	14 410	15 931	15 777	11 569	29 239	35 167	45 765
+	Minoritetsinteresser	854	988	891	983	448	746	336
=	Egenkapital	17 301	18 957	18 691	14 562	31 694	37 923	48 109
	Utsatt skatt	725	796	649	1 033	493	2 848	2 884
+	Avsetninger	1 368	1 351	1 248	1 514	1 564	2 951	2 424
+	Langsiktig rentebærende gjeld	15 793	18 483	17 980	17 963	4 246	13 045	10 849
=	Langsiktig gjeld	17 886	20 630	19 877	20 510	6 303	18 844	16 157
	Kortsiktig rentebærende gjeld	3 953	4 229	4 463	3 463	1 326	5 703	3 552
+	Betalbar skatt	1 218	765	549	647	574	1 215	675
+	Leverandørgjeld	2 402	3 025	2909	3 422	1 745	4 663	5 059
+	Skyldig offentlige avgifter, skattetrekk	1 957	1 718	1 400	1 497	1 052	1 563	1 022
+	Avsatt utbytte	646	722	738	6 014			
+	Annen kortsiktig gjeld	3 284	4 599	4 495	4 843	2 794	3 967	3 798
+	Derivater virkelig verdi					67	731	1 240
=	Kortsiktig gjeld	13 460	15 058	14 554	19 886	7 558	17 842	15 346
=	Sum gjeld	31 346	35 688	34 431	40 396	13 861	36 686	31 503
=	Sum egenkapital og gjeld	48 647	54 645	53 122	54 958	45 555	74 609	79 612

5.4 Omgruppering av regnskapstall

Hensikten med omgruppering av regnskapstall er å skreddersy oppstillingen etter hva regnskapet skal brukes til³⁹. Etter finansregnskapets oppstillingsplan er eiendelene gruppert etter likviditet mens passivasiden fokuserer på tid til forfall⁴⁰. Resultatoppstillingen har fokus på om verdiskapningen er større enn kostnaden ved å bruke gjeld. Dette kan hevdes å være en oppstillingsplan som passer godt for kreditororientert analyse. For investororientert analyse derimot er det hensiktsmessig å omgruppere tallene. Her bør man skille mellom drift og driftinvestering på den ene siden og finansiering og finansiell investering på den andre siden for å kartlegge de ulike kildene til verdiskapning⁴¹. Før vi omgrupperer tallene må vi kartlegge endring i egenkapitalen, normalisere resultatet og fordele skattekostnaden.

³⁹ Penman (2003)

⁴⁰ Regnskapslovens kapittel 6

⁴¹ Knivsflå (2005)

5.4.1 Endring i egenkapitalen

Oppstillingen av endring i egenkapital viser hvilke transaksjoner som påvirker aksjeeiernes egenkapital. Således er denne oppstillingen viktig for potensielle og nåværende investorer. For investororientert analyse omgrupperes først det avsatte utbyttet fra gjeld til egenkapital siden utbytte som skal betales ikke kan sees på som gjeld for investor.

I følge kongruensprinsippet skal alle inntekter og kostnader resultatføres⁴². Likevel er det adgang til å føre enkelte transaksjoner direkte mot egenkapitalen, såkalt ”dirty surplus”. Sammen med det rapporterte årsresultatet vil dette utgjøre det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. I tillegg vil egenkapitalen endres med det betalte utbyttet samt kjøp og salg av egne aksjer (netto kapitalinnskudd). Betalt utbytte og netto kapitalinnskudd utgjør til sammen netto betalt utbytte.

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Egenkapital 01.01	17 093	18 691	18 538	19 593	31 246	37 177
+	Årsresultat	2 269	1 611	1 901	15 554	5 798	11 236
+	Dirty surplus	132	(632)	224	2 032	2 277	1 161
-	Betalt utbytte	739	781	817	6 015	2 081	1 643
+	Netto kapitalinnskudd	(64)	(351)	(253)	82	(63)	(158)
=	Egenkapital 31.12	18 691	18 538	19 593	31 246	37 177	47 773

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Egenkapital 01.01	17 093	18 691	18 538	19 593	31 246	37 177
+	Fullstendig nettoresultat	2 401	979	2 125	17 586	8 075	12 397
-	Netto betalt utbytte	803	1 132	1 070	5 933	2 144	1 801
=	Egenkapital 31.12	18 691	18 538	19 593	31 246	37 177	47 773

5.4.2 Normalisering

For at resultatet av analysen skal være bedre egnet til budsjettering og framskriving er det viktig å skille ut de postene som er unormale. Unormale poster er ekstraordinære poster som

⁴² Regnskapsloven § 4-3

bare har innvirkning på en eller et fåtalls perioder⁴³. De unormale postene skilles i drifts- og finansposter. Fratrullet skatt⁴⁴ får vi følgende unormale nettoresultater.

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Unormale driftsinntekter	68	154	53	188	0	0
-	Nedskrivning immaterielle eiendeler	0	0	712	0	159	0
-	Nedskrivninger varige driftsmidler	23	85	185	374	18	255
-	Andre engangsposter	17	212	231	691	153	133
=	Unormalt driftsresultat før skatt	28	-143	-1 075	-877	-330	-388
-	Skatt på unormalt driftsresultat	12	-47	-458	-226	-52	-44
+	Nettoresultat avhendet virksomhet	0	0	0	12 529	0	4 109
+	Dirty surplus	132	-632	224	2 032	2 277	1 161
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	424	142	486	-75	-569	-824
=	Unormalt netto driftsresultat	-276	-870	-879	13 985	2 569	5 750

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Unormalt finansresultat	-98	-196	-97	-23	0	295
-	28 % skatt på unormalt finansresultat	-27	-55	-27	-6	0	83
=	Unormalt netto finansresultat	-71	-141	-70	-17	0	212

5.4.3 Fordeling av skattekostnad

Skattekostnaden i resultatregnskapet oppstår som en konsekvens av både drifts- og finansresultatet. Derfor er det viktig å fordele denne ut på de respektive resultatene slik at nettoresultatene kommer korrekt fram. Skattekostnaden fordeles med 28 % på finansposter, driftsskattesatsen⁴⁵ i det respektive år på driftsposter samt unormal driftsskattesats på normalt driftsresultat. Unormal driftsskattesats framkommer som årets driftsskattesats fratrukket den normaliserte driftsskattesatsen som er gjennomsnittlig driftsskattesats i perioden.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsskattesats	0,414	0,328	0,426	0,257	0,159	0,114
-	Normalisert driftsskattesats	0,283	0,283	0,283	0,283	0,283	0,283
=	Unormal driftsskattesats	0,131	0,045	0,143	-0,026	-0,124	-0,169

⁴³ Penman (2003)

⁴⁴ Skattekostnaden beregnes i kapittel 5.4.3

⁴⁵
$$\text{driftsskattesats} = \frac{\text{skattekostnad} - (0,28 \cdot \text{finansresultat})}{\text{driftsresultat}}$$

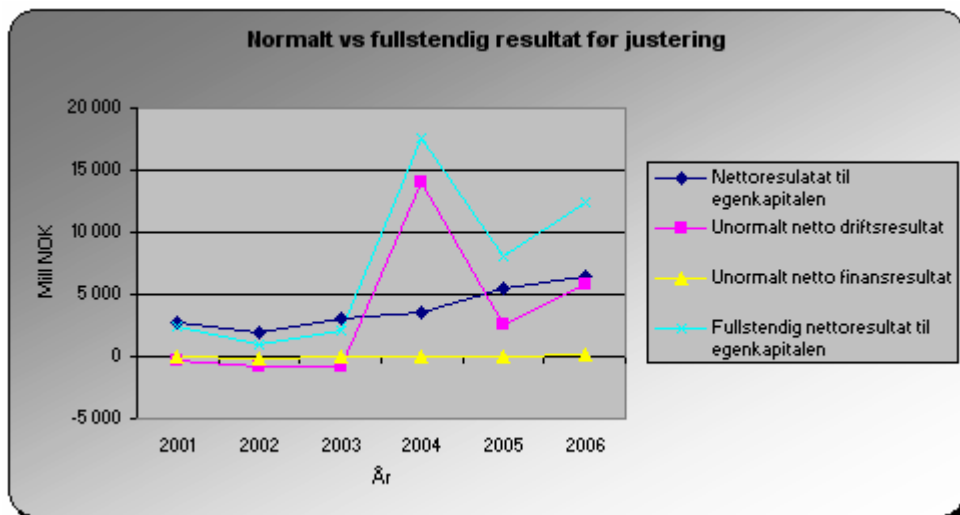
Driftsskattesatsen for Orkla varierer mellom 11,4 % og 42,6 %. Årsaken til at denne er forskjellig fra selskapsskattesatsen på 28 % er i hovedsak at reglene om periodisering er ulike i skatteloven og regnskapsloven. Normalisert driftsskattesats i perioden er 28,3 %. Vi ender opp med denne fordelingen av skattekostnaden:

Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Rapportert skattekost	773	630	815	695	1 162	1 346
- Skatt på finansinntekt	152	148	178	294	673	972
+ Skatt på finanskostnad	702	454	325	117	187	218
- Skatt på unormalt finansresultat	-27	-55	-27	-6	0	83
= Skatt på driftresultat	1 350	991	989	525	676	510
- Skatt på unormalt driftsresultat	12	-47	-458	-226	-52	-44
= Skatt på normalt driftsresultat	1 339	1 038	1 447	751	729	554
- Unormal skatt på normalt driftsresultat	424	142	486	-75	-569	-824
= Normal driftsskattekostnad	915	895	961	826	1 298	1 378

5.4.4 Omgruppert resultatoppstilling

Etter at unormale poster er skilt ut og skattekostnaden fordelt kan vi presentere det ferdige omgrupperte resultatregnskapet.

Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Salgsinntekter	44 309	42 313	44 579	31 489	53 833	51 535
+ Annen driftsinntekt	490	666	789	637	1 471	1 148
= Driftsinntekter	44 799	42 979	45 368	32 126	55 304	52 683
- Varekostnad	17 701	14 036	15 044	12 329	25 482	26 150
- Lønnskostnad	9 867	9 636	10 201	7 694	12 051	9 727
- Annen driftskostnad	11 397	13 412	13 910	8 183	10 817	9 923
- Avskrivninger varige driftsmidler	2 148	2 232	2 278	995	2 131	1 799
- Amortisering immaterielle eiendeler	454	499	538	7	236	216
= Driftsresultat i egen virksomhet	3 232	3 164	3 397	2 918	4 587	4 868
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	915	895	961	826	1 298	1 378
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	2 317	2 269	2 436	2 092	3 289	3 490
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	1 510	305	730	592	196	289
= Netto driftsresultat	3 827	2 574	3 166	2 684	3 485	3 779
+ Netto finansinntekt	936	751	893	1 306	2 748	3 268
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	4 763	3 324	4 059	3 990	6 233	7 047
- Netto finanskostnad	1 805	1 168	834	302	481	561
- Netto minoritetsresultat	211	166	151	71	246	52
= Nettoresultat til egenkapitalen	2 747	1 990	3 074	3 618	5 506	6 435
+ Unormalt netto driftsresultat	-276	-870	-879	13 985	2 569	5 750
+ Unormalt netto finansresultat	-71	-141	-70	-17	0	212
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	2 401	979	2 125	17 586	8 075	12 397
- Netto betalt utbytte	803	1 132	1 070	5 933	2 144	1 801
= Endring i egenkapitalen	1 598	-153	1 055	11 653	5 931	10 596



Figur 5-2: Utvikling i normalt vs fullstendig nettoresultat til egenkapitalen før justering

Ved å skille ut unormalt netto drifts- og finansresultat fra det fullstendige nettoresultatet har vi fått et normalisert nettoresultat til egenkapitalen. Som vi ser av figuren er dette en stabil størrelse med jevn positiv utvikling i perioden og således er den bedre egnet for å predikere det som skal skje framover i tid.

5.4.5 Omgruppert balanse

Som tidligere nevnt er det for investororientert analyse hensiktsmessig å skille mellom drift og finansiering for å kartlegge kildene til verdiskapning. Når det kommer til gjeld vil vi bruke uttrykkene driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld er gjeld som er ikke-rentebærende, det vil si gjeld som oppstår gjennom driftssyklusen⁴⁶. Da kostnaden ved denne er gjenspeilet gjennom driftsresultatet bør den heller behandles som reduksjon av driftseiendelene enn som gjeld, slik at vi opererer med netto driftseiendeler. Finansiell gjeld er rentebærende gjeld. Finansielle eiendeler er likvider som kan benyttes til å betale ned på gjelda umiddelbart om ønskelig. De finansielle eiendelene vil derfor kunne behandles som reduksjon av finansiell gjeld. Da vi senere vil verdsette både etter sysselsatt kapital- og netto driftskapital-metoden presenteres en sysselsatt balanse der finansielle eiendeler blir håndtert separat, og en netto driftsbalanse der de blir behandlet som negativ gjeld.

⁴⁶ Penman (2003)

Totalbalanse

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsrelaterte anleggsmidler	23 842	25 430	25 262	25 994	17 708	37 488	39 502
+	Driftsrelaterte omløpsmidler	9 580	12 492	11 985	12 626	7 358	16 486	16 547
=	Driftsrelaterte eiendeler	33 422	37 922	37 247	38 620	25 066	53 974	56 049
	Finansielle anleggsmidler	854	3 004	1 524	1 795	4 725	1 130	2 551
+	Finansielle omløpsmidler	14 371	13 719	14 351	14 543	15 764	19 505	21 012
=	Finansielle eiendeler	15 225	16 723	15 875	16 338	20 489	20 635	23 563
=	Totale eiendeler	48 647	54 645	53 122	54 958	45 555	74 609	79 612
	Egenkapital	17 093	18 691	18 538	19 593	31 246	37 177	47 773
	Minoritetsinteresser	854	988	891	983	448	746	336
	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 093	2 147	1 897	2 547	2 057	5 799	5 308
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 861	10 107	9 353	10 409	6 165	11 408	10 554
=	Driftsrelatert gjeld	10 954	12 254	11 250	12 956	8 222	17 207	15 862
	Langsiktig finansiell gjeld	15 793	18 483	17 980	17 963	4 246	13 045	10 849
+	Kortsiktig finansiell gjeld	3 953	4 229	4 463	3 463	1 393	6 434	4 792
=	Finansiell gjeld	19 746	22 712	22 443	21 426	5 639	19 479	15 641
=	Totalkapital	48 647	54 645	53 122	54 958	45 555	74 609	79 612

Netto driftsbalanse

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsrelaterte anleggsmidler	23 842	25 430	25 262	25 994	17 708	37 488	39 502
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 093	2 147	1 897	2 547	2 057	5 799	5 308
=	Netto anleggsmidler	21 749	23 283	23 365	23 447	15 651	31 689	34 194
	Driftsrelaterte omløpsmidler	9 580	12 492	11 985	12 626	7 358	16 486	16 547
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 861	10 107	9 353	10 409	6 165	11 408	10 554
=	Driftsrelatert arbeidskapital	719	2 385	2 632	2 217	1 193	5 078	5 993
=	Netto driftseiendeler	22 468	25 668	25 997	25 664	16 844	36 767	40 187
	Egenkapital	17 093	18 691	18 538	19 593	31 246	37 177	47 773
	Minoritetsinteresser	854	988	891	983	448	746	336
	Langsiktig finansiell gjeld	15 793	18 483	17 980	17 963	4 246	13 045	10 849
-	Finansielle anleggsmidler	854	3 004	1 524	1 795	4 725	1 130	2 551
=	Langsiktig netto finansiell gjeld	14 939	15 479	16 456	16 168	-479	11 915	8 298
	Kortsiktig finansiell gjeld	3 953	4 229	4 463	3 463	1 393	6 434	4 792
-	Finansielle omløpsmidler	14 371	13 719	14 351	14 543	15 764	19 505	21 012
=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	-10 418	-9 490	-9 888	-11 080	-14 371	-13 071	-16 220
=	Netto finansiell gjeld	4 521	5 989	6 568	5 088	-14 850	-1 156	-7 922
=	Netto driftskapital	22 468	25 668	25 997	25 664	16 844	36 767	40 187

Sysselsatt balanse

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsrelaterte anleggsmidler	23 842	25 430	25 262	25 994	17 708	37 488	39 502
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 093	2 147	1 897	2 547	2 057	5 799	5 308
=	Netto anleggsmidler	21 749	23 283	23 365	23 447	15 651	31 689	34 194
	Driftsrelaterte omløpsmidler	9 580	12 492	11 985	12 626	7 358	16 486	16 547
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 861	10 107	9 353	10 409	6 165	11 408	10 554
=	Driftsrelatert arbeidskapital	719	2 385	2 632	2 217	1 193	5 078	5 993
=	Netto driftseiendeler	22 468	25 668	25 997	25 664	16 844	36 767	40 187
	Finansielle anleggsmidler	854	3 004	1 524	1 795	4 725	1 130	2 551
+	Finansielle omløpsmidler	14 371	13 719	14 351	14 543	15 764	19 505	21 012
=	Finansielle eiendeler	15 225	16 723	15 875	16 338	20 489	20 635	23 563
=	Sysselsatte eiendeler	37 693	42 391	41 872	42 002	37 333	57 402	63 750
	Egenkapital	17 093	18 691	18 538	19 593	31 246	37 177	47 773
	Minoritetsinteresser	854	988	891	983	448	746	336
	Langsiktig finansiell gjeld	15 793	18 483	17 980	17 963	4 246	13 045	10 849
+	Kortsiktig finansiell gjeld	3 953	4 229	4 463	3 463	1 393	6 434	4 792
=	Finansiell gjeld	19 746	22 712	22 443	21 426	5 639	19 479	15 641
=	Sysselsatt kapital	37 693	42 391	41 872	42 002	37 333	57 402	63 750

5.4.6 Fri kontantstrøm

På bakgrunn av omgruppert resultat og omgruppert balanse presenteres nå fri kontantstrøm. Fri kontantstrøm til en kapital viser hvor mye som er generert av kapitalen etter at det har blitt tatt hensyn til investeringer i kapitalen⁴⁷.

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Netto driftsresultat	3 827	2 574	3 166	2 684	3 485	3 779
+	Unormalt netto driftsresultat	-276	-870	-879	13 985	2 569	5 750
-	Økning i netto driftseiendeler	3 200	329	-333	-8 820	19 923	3 420
=	Fri kontantstrøm fra drift	352	1 374	2 620	25 489	-13 869	6 109
+	Netto finansinntekter	936	751	893	1 306	2 748	3 268
+	Unormale netto finansinntekter	-71	-141	-70	-17	0	212
-	Økning i finansielle eiendeler	1 498	-848	463	4 151	146	2 928
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-281	2 832	2 980	22 628	-11 267	6 662
-	Netto finanskostnader	1 805	1 168	834	302	481	561
+	Økning i finansiell gjeld	2 966	-269	-1 017	-15 787	13 840	-3 838
-	Netto minoritetsresultat	211	166	151	71	246	52
+	Økning i minoritetsinteresser	134	-97	92	-535	298	-410
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen	803	1 132	1 070	5 933	2 144	1 801

⁴⁷ Knivsflå (2005)

5.5 Analyse og justering av målefeil

Formålet med årsregnskapet er at det skal gi et godt bilde av virksomheten slik at det kan være en informasjonskilde til ulike interessenter. For at regnskapet skal gi et så godt bilde som mulig er det ønskelig at tallene presenterer underliggende økonomiske forhold ved at størrelser rapporteres til virkelige verdier. Dette er derimot for de fleste eiendeler en lite pålitelig metode siden verdimåling der det ikke finnes likvide markeder baserer seg på subjektive vurderinger. Norsk regnskapslov og god regnskapsskikk bygger på et historisk-kost prinsipp⁴⁸. Dette er positivt på den måten at verdier blir objektivt målt, men kan føre til at verdier blir presentert til en svært forskjellig verdi fra den virkelige. Slike målefeil kan reduseres gjennom justeringer.

5.5.1 Hva er målefeil?

Målefeil i regnskapet oppstår som følge av at rapportert resultat og rapporterte verdier i balansen er forskjellig fra virkelige verdier. Dette skyldes både aksepterte målefeil gjennom at god regnskapsskikk baserer seg på føring etter historisk-kost prinsippet og målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring⁴⁹.

Aksepterte målefeil

Aksepterte målefeil kan splittes i to typer. Målefeil av type 1 kommer som en effekt av at resultat- og balansestørrelser rapportert etter korrekt historisk kost er forskjellig fra virkelige verdier. En justering av denne type målefeil er i de fleste tilfeller svært ambisiøs. Likevel vil det for noen typer eiendeler og gjeld finnes objektive verdier på virkelig verdi. Dette gjelder spesielt enkelte typer finansielle eiendeler og finansiell gjeld som omsettes i likvide markeder. Det kan derfor være hensiktsmessig å justere disse mot virkelig verdi for å redusere målefeil av type 1.

Målefeil av type 2 oppstår som følge av at resultat- og balansestørrelser rapportert etter god regnskapsskikk er forskjellig fra tall rapportert etter korrekt historisk kost. Korrekt historisk

⁴⁸ Kristoffersen (2005)

⁴⁹ Knivsflå (2005)

kost betyr at det blir periodisert på en slik måte at rentabiliteten reflekterer internrenten. Etter god regnskapsskikk har en adgang til blant annet lineære avskrivninger og direkte kostnadsføring av utgifter til forskning og utvikling, noe som i praksis fører til feilperiodisering. Derfor bør man for visse eiendeler og gjeld justere mot korrekt historisk kost. Dette gjelder eiendeler og gjeld der en ikke har tilgang på objektive virkelige verdier, i hovedsak driftseiendeler og driftsrelatert gjeld.

Kreativ regnskapsføring

Kreativ regnskapsføring betyr at man benytter seg av metoder som ikke er i samsvar med rammeverket for god regnskapsskikk. I analyseperioden ser vi ingen incentiver for Orkla til å benytte seg av kreativ regnskapsføring og vi velger å ikke gå dette nærmere etter i sømmene.

5.5.2 Justering av målefeil av type 1

Etter regnskapsloven skal man føre finansielle instrumenter til virkelig verdi dersom gitte kriterier oppfylles, blant annet hvis de inngår i en handelsportefølje med henblikk på videresalg⁵⁰. Imidlertid velger Orkla å føre sin verdipapirportefølje etter regnskapslovens bestemmelse for omløpsmidler.⁵¹ ”Orkla ASAs investeringsstrategi innebærer at verdipapirporteføljen ikke tilfredsstillter kriteriene for bruk av markedsverdiprinsippet etter regnskapsloven § 5-8”⁵². Siden denne porteføljen i hovedsak består av børsnoterte aksjer finnes det en pålitelig observerbar markedsverdi. Denne er oppgitt i de samme årsrapportene slik at det er en enkel sak å justere porteføljen til virkelig verdi. For årene fra og med 2004 benyttes bestemmelsesreglene etter IAS 39⁵³ (International Accounting Standards): ”Aksjeporteføljen presenteres til virkelig verdi”⁵⁴. Derfor foretas ingen justering i disse årene.

⁵⁰ Regnskapsloven § 5-8

⁵¹ Regnskapsloven § 5-2

⁵² Årsrapporter Orkla, 2000-2003

⁵³ Pettersen (2005)

⁵⁴ Årsrapporter Orkla, 2004-2006

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Markedsverdi finansielle porteføljeinvesteringer	18 053	14 140	12 060	14 682	13 170	16 177	18 224
-	Finansielle porteføljeinvesteringer til balanseført verdi	12 758	11 599	11 998	11 867	13 170	16 177	18 224
=	Merverdi porteføljeinvesteringer	5 295	2 541	62	2 815	0	0	0

Orkla ASA har en del andre aksjer og andeler enn de som inngår i porteføljen. Disse er også for årene 2000-2003 vurdert etter regnskapsloven § 5-2. En måte å justere disse mot virkelig verdi er å multiplisere den bokførte verdien med gjennomsnittlig pris/bok på Oslo Børs i de respektive årene. Ett argument mot dette er at anskaffelseskost og dermed bokført verdig for nylig kjøpte aksjer ligger tett opp mot virkelig verdi. Likevel kan det tenkes at dette vil jevnes ut av aksjer som har vært i eie en lengre periode slik at den justerte verdien er et bedre estimat på virkelig verdi enn den bokførte. For årene 2004-2006 er også disse aksjene ført til virkelig verdi. Oppsummert vil virkningen av justeringene bli som følger:

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Median pris/bok på Oslo Børs	1,291	1,15	0,935	1,526			
	Andre aksjer og andeler til balanseført verdi	262	796	290	356	174	409	1 444
+	Estimert merverdi andre aksjer og andeler	76	119	0	187	0	0	0
=	Estimert virkelig verdi andre aksjer og andeler	338	915	290	543	174	409	1 444

Som vi ser av den foregående tabellen er medianen for pris/bok på Oslo Børs under 1 i 2002. Dette betyr at markedsverdiene i snitt har ligget under bokførte verdier. Som det fremgår av regnskapslovens § 5-2 skal omløpsmidler føres i regnskapet til laveste verdi av anskaffelseskost og virkelig verdi. Dersom virkelig verdi da faller under anskaffelseskost skal dette allerede være justert i årsregnskapet og vi kan derfor ikke justere verdien ytterligere ned.

Oppsummert får vi følgende merverdier på finansielle eiendeler:

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Fiansielle eiendeler til balanseført verdi	15 225	16 723	15 875	16 338	20 489	20 635	23 563
+	Estimert merverdi investeringer	5 371	2 660	62	3 002	0	0	0
=	Finansielle eiendeler til virkelig verdi	20 596	19 383	15 937	19 340	20 489	20 635	23 563

5.5.3 Justering av målefeil av type 2

Etter regnskapsloven har en adgang til å kostnadsføre utgifter til forskning og utvikling direkte⁵⁵. Dette er også den gjeldende regelen etter IAS 38⁵⁶. I praksis blir ervervede eiendeler avskrevet når utgifter til forskning og utvikling kostnadsføres direkte. Ved suksessfulle FoU prosjekter vil en slik praksis føre til overvurdert rentabilitet siden kapitalbasen er for lav. Derfor bør investeringer i FoU behandles som en portefølje av aktiva der noen prosjekter lykkes og andre mislykkes, og dermed balanseføres og avskrives. ”Ingen av utgiftene til forskning og utvikling tilfredsstiller kravet til balanseføring” (Orklas årsrapporter 2000-2006). Dermed er det hensiktsmessig med en balanseføring av Orklas kostnader til FoU i disse årene. Videre velger vi å avskrive med 20% på saldo. Dette er ikke nødvendigvis en korrekt sats, men et bedre estimat enn 100 % som er dagens praksis i Orkla. For enkelhetsskyld antar vi at Orkla i 2000 er i ”steady state” og setter avskrivningsgrunnlaget til årets kostnad til FoU dividert med avskrivningssatsen⁵⁷.

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Inngående FoU-kapital	844	844	849	861	872	868	1 104
+	Balanseføring av utgifter til FoU	211	217	228	229	213	512	465
=	Avskrivningsgrunnlag	1 055	1 061	1 077	1 090	1 085	1 380	1 569
-	Avskrivning	211	212	215	218	217	276	314
=	Utgående FoU – kapital	844	849	861	872	868	1 104	1 255

Kjøpt goodwill skal etter regnskapsloven balanseføres og avskrives over levetiden⁵⁸. Det er derimot ikke anledning til å balanseføre egengenerert goodwill. Derfor kan det argumenteres for at kjøpt goodwill ikke bør avskrives. En tilbakeføring av avskrivningene vil kunne veie opp for den manglende balanseføringen av egengenerert goodwill. Etter IAS 38 skal ikke goodwill avskrives⁵⁹. Derfor gjør vi ingen justeringer i årene 2004-2006.

⁵⁵ Regnskapsloven § 5-6

⁵⁶ Pettersen (2005)

⁵⁷ Avskrivningsgrunnlag: $211 / 0,20 = 1055$

⁵⁸ Regnskapsloven § 5-7, jmf § 5-3

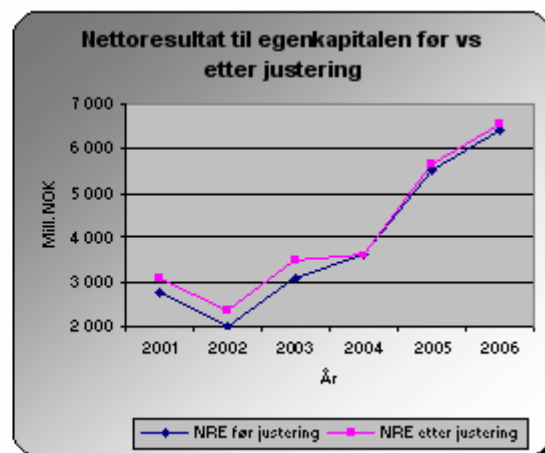
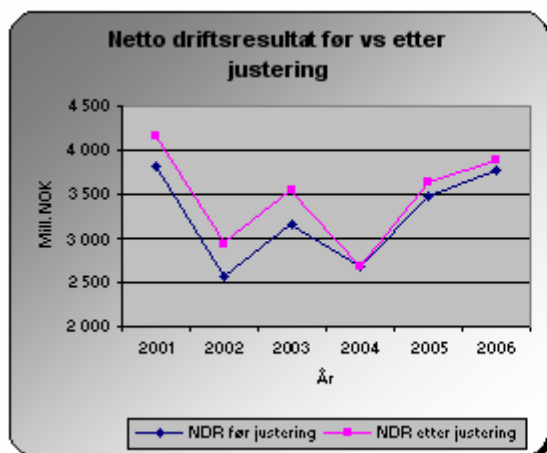
⁵⁹ Pettersen (2005)

Mill. NOK		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Akkumulerte avskrivninger pr 01.01	1 063	1 542	1 996	2 495	3 033	3 033	3 033
+	Årets avskrivning	479	454	499	538	0	0	0
=	Akkumulerte avskrivninger pr 31.12	1 542	1 996	2 495	3 033	3 033	3 033	3 033
	Bokført goodwill	6 216	5 825	5 652	4 877	3 506	11 112	11 512
+	Tilbakeføring av akkumulert avskrivning	1 542	1 996	2 495	3 033	3 033	3 033	3 033
=	Justert goodwill	7 758	7 821	8 147	7 910	6 539	14 145	14 545

5.5.4 Oppsummering av justeringer

Vi har nå forsøkt å justere Orklas rapporterte tall for å få et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold i selskapet. Effekten av justeringene er at netto driftseiendeler forhåpentligvis har nærmet seg korrekt historisk kost mens finansielle eiendeler er justert mot virkelig verdi. Tabellen under oppsummerer virkningen av justeringene på de respektive resultatene.

Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tilbakeføring av FoU – utgifter	217	228	229	213	512	465
- Avskrivning på FoU – kapital	212	215	218	217	276	314
+ Tilbakeføring av avskrivning på goodwill	454	499	538	0	0	0
= Virkning på driftsresultat fra egen virksomhet	459	512	549	-4	236	151
- Endring i utsatt skatt som følge av FoU-justering	1	4	3	-1	67	43
- Endring i utsatt skatt som følge av goodwill-justering	128	141	152	0	0	0
= Virkning på netto driftsresultat	329	367	394	-3	169	108
Endring i unormalt finansresultat pga justering finansielle eiendeler	-2 711	-2 598	2 940	-3 002	0	0
- Endring i utsatt skatt pga justering finansielle eiendeler	-759	-728	823	-841	0	0
= Virkning på unormalt netto finansresultat	-1 952	-1 871	2 117	-2 162	0	0
= Virkning på fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-1 623	-1 504	2 511	-2 165	169	108

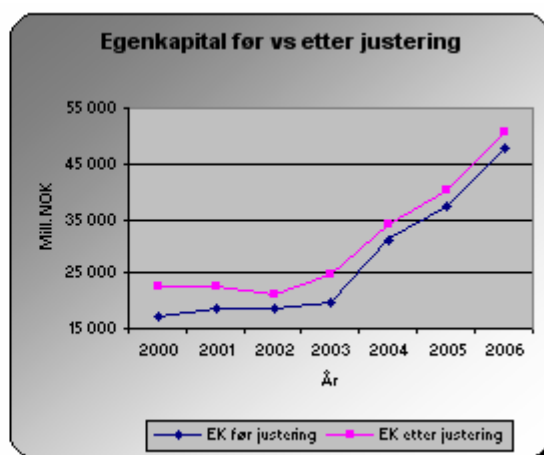
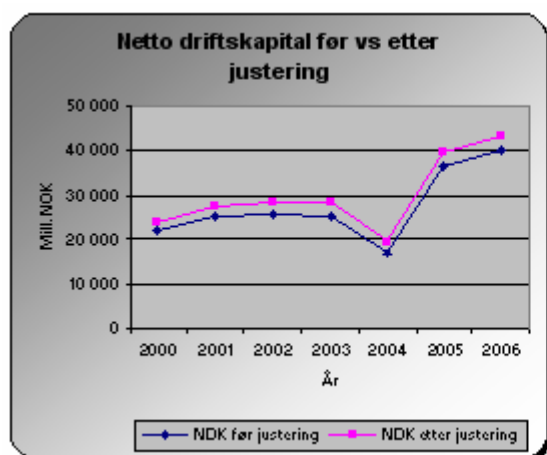


Figur 5-3: Netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen før kontra etter justering

Justeringene fører til en økning av netto driftsresultatet i alle år bortsett fra 2004 da vi finner liten effekt. Økningen tilsvarer også virkningen på nettoresultat til egenkapitalen siden justeringen av finansielle poster inngår i unormalt netto finansresultat.

Videre følger justeringenes virkning på ulike kapitalbaser.

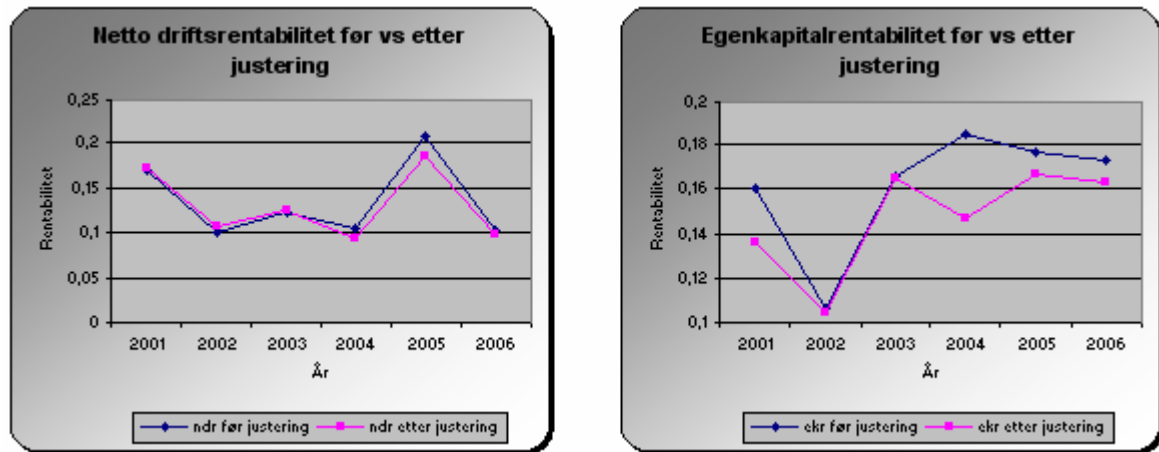
Mill. NOK		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Balansføring av FoU-kapital	844	849	861	872	868	1 104	1 255
+	Tilbakeføring av avskrivning på goodwill	1 542	1 996	2 495	3 033	3 033	3 033	3 033
-	Virkning på utsatt skatt som følge av FoU-justering	239	240	244	247	246	313	355
-	Virkning på utsatt skatt som følge av goodwill-justering	436	565	706	858	858	858	858
=	Virkning på netto driftseiendeler	1 711	2 040	2 407	2 800	2 797	2 966	3 075
	Balansføring av merverdi på finansielle eiendeler	5 371	2 660	62	3 002	0	0	0
-	Virkning på utsatt skatt som følge av justerte finansielle eiendeler	1 504	745	17	841	0	0	0
=	Virkning på finansielle eiendeler	3 867	1 915	45	2 162	0	0	0
=	Virkning på egenkapitalen	5 578	3 955	2 451	4 962	2 797	2 966	3 075



Figur 5-4: Netto driftskapital og egenkapital før vs etter justering

Justeringene har økt netto driftseiendeler med 1,7 milliarder i 2000 og over 3 milliarder i 2006. Finansielle eiendeler har økt i de årene vi har justert de, det vil si fra 2000 til 2003. Totalt har egenkapitalen som et resultat av våre justeringer økt med mellom 2,4 milliarder og 5,5 milliarder fra de balansestørrelsene som var rapportert i Orklas årsrapporter.

Når vi nå har justert resultat- og balansetall slik at de bedre reflekterer underliggende økonomiske forhold er det interessant å se hvilken effekt dette har på netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. På denne måten ser vi om de lønnsomhetstallene Orkla presenterer er ”overvurdert” eller ”undervurdert” i forhold til underliggende lønnsomhet.



Figur 5-5: Netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet før vs etter justering

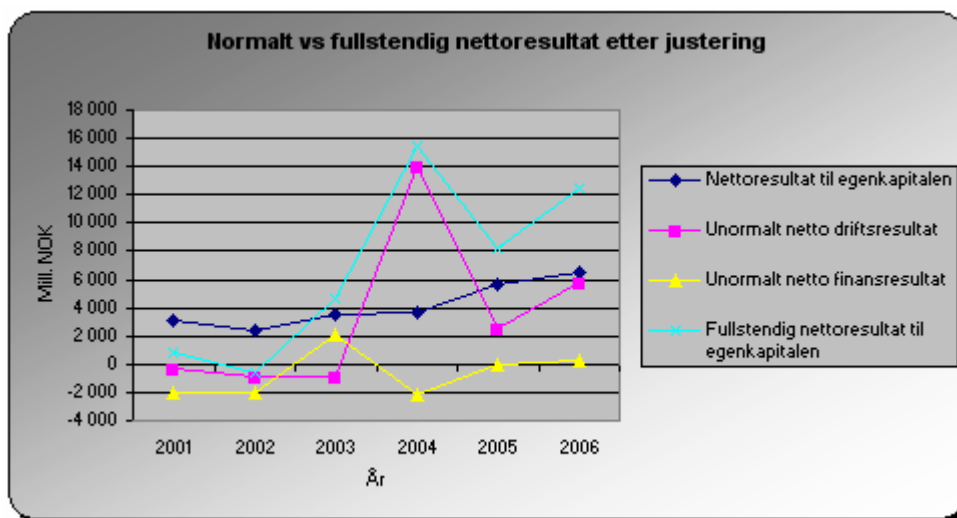
Netto driftsrentabilitet kan synes å være litt undervurdert i starten av perioden og overvurdert i slutten av perioden. Likevel har ikke justeringene særlig effekt på dette lønnsomhetsmålet. Egenkapitalrentabiliteten kan synes overvurdert i hele analyseperioden.

5.5.5 Omgrupperte og justerte tall

Til slutt kan vi presentere de ferdig justerte og omgrupperte resultat-, balanse- og kontantstrømstallene. Disse vil være utgangspunkt for den videre analysen samt for budsjettering, framskriving og verdsettelse.

Resultatregnskap

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salgsinntekter	44 309	42 313	44 579	31 489	53 833	51 535
+	Annen driftsinntekt	490	666	789	637	1 471	1 148
=	Driftsinntekter	44 799	42 979	45 368	32 126	55 304	52 683
-	Varekostnad	17 701	14 036	15 044	12 329	25 482	26 150
-	Lønnskostnad	9 867	9 636	10 201	7 694	12 051	9 727
-	Annen driftskostnad	11 180	13 184	13 681	7 970	10 305	9 458
-	Avskrivninger varige driftsmidler	2 148	2 232	2 278	995	2 131	1 799
-	Amortisering immaterielle eiendeler	212	215	218	224	512	530
=	Driftsresultat i egen virksomhet	3 691	3 676	3 946	2 914	4 823	5 019
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	1 045	1 040	1 117	825	1 365	1 420
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	2 646	2 635	2 829	2 089	3 458	3 599
+	Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	1 510	305	730	592	196	289
=	Netto driftsresultat	4 156	2 940	3 559	2 681	3 654	3 888
+	Netto finansinntekt	936	751	893	1 306	2 748	3 268
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	5 092	3 691	4 453	3 988	6 402	7 156
-	Netto finanskostnad	1 805	1 168	834	302	481	561
-	Netto minoritetsresultat	211	166	151	71	246	52
=	Nettoresultat til egenkapitalen	3 076	2 357	3 467	3 615	5 675	6 543
+	Unormalt netto driftsresultat	-276	-870	-879	13 985	2 569	5 750
+	Unormalt netto finansresultat	-2 022	-2 012	2 047	-2 178	0	212
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	778	-525	4 636	15 421	8 244	12 505
-	Netto betalt utbytte	803	1 132	1 070	5 933	2 144	1 801
=	Endring i egenkapitalen	-25	-1 657	3 566	9 488	6 100	10 704



Figur 5-6: Utvikling i normalt vs fullstendig nettoresultat til egenkapitalen etter justering

Sammenligner vi utviklingen i det normale og unormale resultatet etter justering, med den tilsvarende utviklingen før justering i figur 5-2 ser vi at det nå i hovedsak er det unormale

netto finansresultatet som har endret bane noe. Det mest interessante er imidlertid at nettoresultatet til egenkapitalen fortsatt viser en relativt jevn utvikling.

Totalbalanse

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsrelaterte anleggsmidler	26 228	28 275	28 618	29 899	21 609	41 625	43 790
+	Driftsrelaterte omløpsmidler	9 580	12 492	11 985	12 626	7 358	16 486	16 547
=	Driftsrelaterte eiendeler	35 808	40 767	40 603	42 525	28 967	58 111	60 337
	Finansielle anleggsmidler	854	3 004	1 524	1 795	4 725	1 130	2 551
+	Finansielle omløpsmidler	18 238	15 634	14 396	16 705	15 764	19 505	21 012
=	Finansielle eiendeler	19 092	18 638	15 920	18 500	20 489	20 635	23 563
=	Totale eiendeler	54 900	59 405	56 523	61 025	49 456	78 746	83 900
	Egenkapital	22 671	22 646	20 989	24 555	34 043	40 143	50 848
	Minoritetsinteresser	854	988	891	983	448	746	336
	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 768	2 952	2 847	3 652	3 161	6 970	6 522
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 861	10 107	9 353	10 409	6 165	11 408	10 554
=	Driftsrelatert gjeld	11 629	13 059	12 200	14 061	9 326	18 378	17 076
	Langsiktig finansiell gjeld	15 793	18 483	17 980	17 963	4 246	13 045	10 849
+	Kortsiktig finansiell gjeld	3 953	4 229	4 463	3 463	1 393	6 434	4 792
=	Finansell gjeld	19 746	22 712	22 443	21 426	5 639	19 479	15 641
=	Totalkapital	54 900	59 405	56 523	61 025	49 456	78 746	83 900

Netto driftsbalanse

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsrelaterte anleggsmidler	26 228	28 275	28 618	29 899	21 609	41 625	43 790
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 768	2 952	2 847	3 652	3 161	6 970	6 522
=	Netto anleggsmidler	23 460	25 323	25 772	26 247	18 448	34 655	37 269
	Driftsrelaterte omløpsmidler	9 580	12 492	11 985	12 626	7 358	16 486	16 547
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 861	10 107	9 353	10 409	6 165	11 408	10 554
=	Driftsrelatert arbeidskapital	719	2 385	2 632	2 217	1 193	5 078	5 993
=	Netto driftseiendeler	24 179	27 708	28 404	28 464	19 641	39 733	43 262
	Egenkapital	22 671	22 646	20 989	24 555	34 043	40 143	50 848
	Minoritetsinteresser	854	988	891	983	448	746	336
	Langsiktig finansiell gjeld	15 793	18 483	17 980	17 963	4 246	13 045	10 849
-	Finansielle anleggsmidler	854	3 004	1 524	1 795	4 725	1 130	2 551
=	Langsiktig netto finansiell gjeld	14 939	15 479	16 456	16 168	-479	11 915	8 298
	Kortsiktig finansiell gjeld	3 953	4 229	4 463	3 463	1 393	6 434	4 792
-	Finansielle omløpsmidler	18 238	15 634	14 396	16 705	15 764	19 505	21 012
=	Kortsiktig netto finansiell gjeld	-14 285	-11 405	-9 933	-13 242	-14 371	-13 071	-16 220
=	Netto finansiell gjeld	654	4 074	6 523	2 926	-14 850	-1 156	-7 922
=	Netto driftskapital	24 179	27 708	28 404	28 464	19 641	39 733	43 262

Sysselsatt balanse

	Mill. NOK	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Driftsrelaterte anleggsmidler	26 228	28 275	28 618	29 899	21 609	41 625	43 790
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 768	2 952	2 847	3 652	3 161	6 970	6 522
=	Netto anleggsmidler	23 460	25 323	25 772	26 247	18 448	34 655	37 269
	Driftsrelaterte omløpsmidler	9 580	12 492	11 985	12 626	7 358	16 486	16 547
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	8 861	10 107	9 353	10 409	6 165	11 408	10 554
=	Driftsrelatert arbeidskapital	719	2 385	2 632	2 217	1 193	5 078	5 993
=	Netto driftseiendeler	24 179	27 708	28 404	28 464	19 641	39 733	43 262
	Finansielle anleggsmidler	854	3 004	1 524	1 795	4 725	1 130	2 551
+	Finansielle omløpsmidler	18 238	15 634	14 396	16 705	15 764	19 505	21 012
=	Finansielle eiendeler	19 092	18 638	15 920	18 500	20 489	20 635	23 563
=	Sysselsatte eiendeler	43 271	46 346	44 323	46 964	40 130	60 368	66 825
	Egenkapital	22 671	22 646	20 989	24 555	34 043	40 143	50 848
	Minoritetsinteresser	854	988	891	983	448	746	336
	Langsiktig finansiell gjeld	15 793	18 483	17 980	17 963	4 246	13 045	10 849
+	Kortsiktig finansiell gjeld	3 953	4 229	4 463	3 463	1 393	6 434	4 792
=	Finansiell gjeld	19 746	22 712	22 443	21 426	5 639	19 479	15 641
=	Sysselsatt capital	43 271	46 346	44 323	46 964	40 130	60 368	66 825

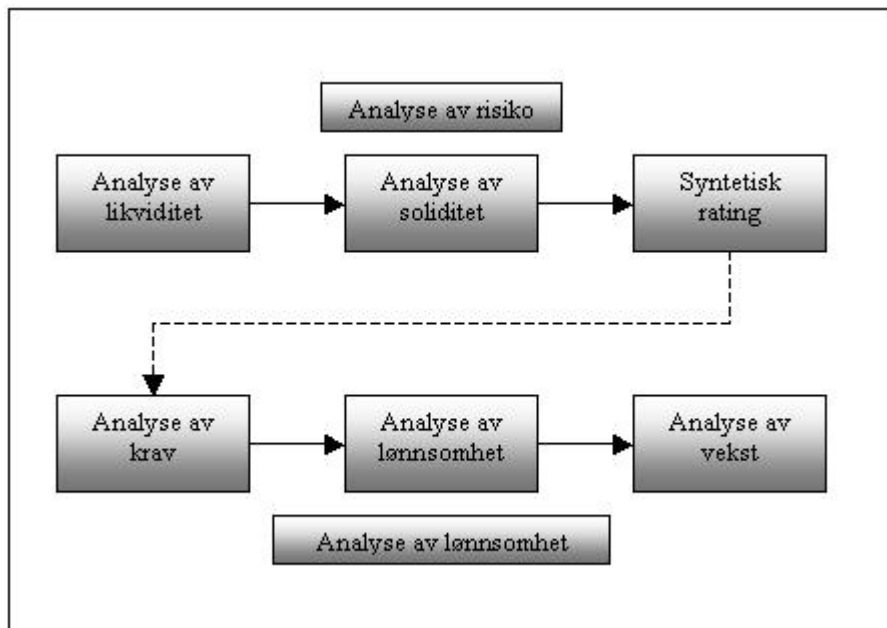
Fri kontantstrøm til egenkapitalen

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Netto driftsresultat	4 156	2 940	3 559	2 681	3 654	3 888
+	Unormalt netto driftsresultat	-276	-870	-879	13 985	2 569	5 750
-	Økning i netto driftseiendeler	3 529	696	61	-8 823	20 092	3 528
=	Fri kontantstrøm fra drift	352	1 374	2 620	25 489	-13 869	6 109
+	Netto finansinntekter	936	751	893	1 306	2 748	3 268
+	Unormale netto finansinntekter	-2 022	-2 012	2 047	-2 178	0	212
-	Økning i finansielle eiendeler	-454	-2 719	2 580	1 989	146	2 928
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-281	2 832	2 980	22 628	-11 267	6 662
-	Netto finanskostnader	1 805	1 168	834	302	481	561
+	Økning i finansiell gjeld	2 966	-269	-1 017	-15 787	13 840	-3 838
-	Netto minoritetsresultat	211	166	151	71	246	52
+	Økning i minoritetsinteresser	134	-97	92	-535	298	-410
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen	803	1 132	1 070	5 933	2 144	1 801

6 Analyse av risiko

Analyse av risiko i selskapet vil skaffe oss enda bedre innsikt i underliggende økonomiske forhold. Kunnskap om risiko vil være vesentlig for en senere analyse av krav som er den teoretiske målestokken for lønnsomhet. For å kunne presentere risikomål og prestasjonsmål gjennom rentabilitet og krav som er sammenlignbare over tid og mot bransjen er forholdstallsanalyse det vi i hovedsak vil konsentrere oss om i de kommende kapitlene. Forholdstallene vil i tillegg til å bli presentert år for år i analyseperioden også vises som et tidsvektet gjennomsnitt over perioden og for bransjen. Tallene vi benytter er på normalisert basis siden disse egner seg best for budsjettering og framskriving. Siden Orkla er relativt lite stabilt ved at de aktivt har kjøpt og solgt forretningsområder vil de siste årene være mest representative for fremtiden. De vil derfor også bli tillagt mest vekt. Vi har valgt følgende vekter for hvert respektive år fra 2001 – 2006: 10%, 10%, 15%, 20%, 20% og 25%. Bransjen vektet tilsvarende de sammenlignbare divisjonenes andel av driftsinntekter i Orkla, justert for verdien av solenergiselskapet REC⁶⁰. Vi får da følgende vekter: Rieber & Søn 15 %, Nestlé 7 %, Procter & Gamble 5 %, Unilever 6 %, Alcoa 30 %, MEMC 10 %, Natural 7 % og Solarworld 20 %. Følgende rammeverk vil bli tatt utgangspunkt i for forholdstallsanalyse:

⁶⁰ REC rapporteres som tilknyttet selskap og inngår dermed ikke i driftsinntektene. Vi vektet de derfor inn tilsvarende aksjepostens andel av Orklas totale børsverdi.



Figur 6-1: Rammeverk for forholdstallsanalyse⁶¹

6.1 Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko

Likviditetsanalyse fokuserer på om selskapet har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller.

6.1.1 Likviditetsgrad

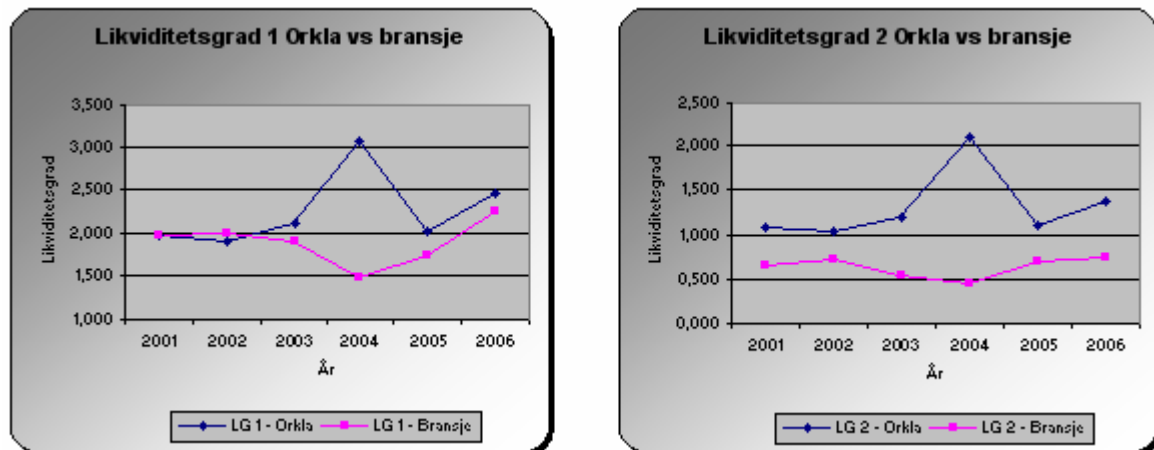
Likviditetsgrad 1 ser på omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. I likviditetsgrad 2 fokuseres det kun på de mest likvide omløpsmidlene⁶², i vårt tilfelle finansielle omløpsmidler.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Driftsrelatert likviditetsgrad	1,236	1,281	1,213	1,194	1,445	1,568	1,353	1,679
*	Vekt KDG i forhold til KG ⁶³	0,705	0,677	0,750	0,816	0,639	0,688	0,714	0,752
+	Likviditetsgrad 2	1,091	1,042	1,204	2,086	1,093	1,369	1,372	0,633
=	Likviditetsgrad 1	1,962	1,909	2,114	3,059	2,017	2,447	2,331	1,896

⁶¹ Knivsflå (2006)

⁶² Kinserdal (2005)

⁶³ Forkortelser er forklart i appendix 1



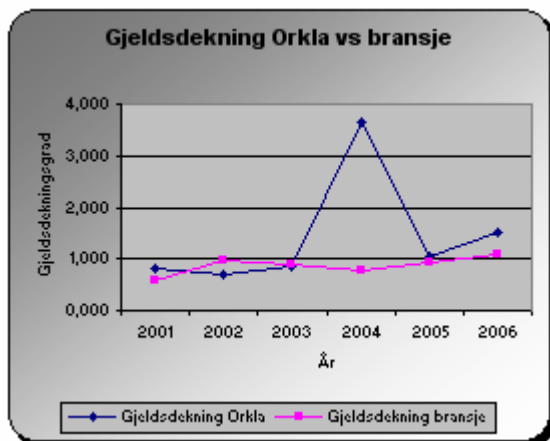
Figur 6-2: Utvikling i likviditetsgrad 1 og 2 Orkla vs bransje

Orkla har generelt en høyere likviditetsgrad enn bransjen i analyseperioden både når en ser på gjennomsnittet i perioden og år for år. Orkla har en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 2,33 i analyseperiodens mot bransjens 1,90. Tilsvarende tall for likviditetsgrad 2 er 1,37 for Orkla og 0,63 for bransjen. Selv om en ser bort fra toppen i 2004 som skyldes salget av Orkla Drikkevarer kan det synes som om Orkla er mer likvid enn bransjen de opererer innenfor. Likviditetsgrad 2 ligger over 1 i hele perioden hvilket betyr at Orklas har nok likvide omløpsmidler til å dekke all kortsiktig gjeld. Sett bort fra toppen i 2004 synes Orkla å ha relativt stabil likviditetsgrad og fra 2005 til 2006 har den også økt noe.

6.1.2 Gjeldsdekning i balansen

Finansiell gjeldsdekningsgrad forteller oss hvor mye finansielle eiendeler som er i selskapet i forhold til total finansiell gjeld. I prinsippet kan finansielle eiendeler sees på som negativ gjeld siden disse i realiteten kan benyttes til å betale ned gjelda. Det vil si at en gjeldsdekningsgrad på over 1 betyr at selskapet har negativ netto finansiell gjeld.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
Finansiell gjeldsdekningsgrad	0,821	0,709	0,863	3,633	1,059	1,506	1,598	0,901



Figur 6-3: Utvikling i gjeldsdekningsgrad Orkla vs bransje

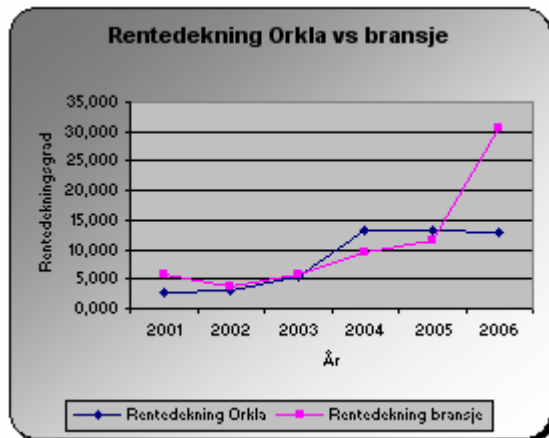
Orkla har en gjennomsnittlig gjeldsdekningsgrad i balansen på 1,60 i perioden mot bransjens 0,90. Etter salget av drikkevarer i 2004 har Orkla hatt en gjeldsdekningsgrad på over 1 hvilket betyr at man har negativ netto finansiell gjeld eller netto finansielle eiendeler. Bransjen har hatt en økende trend i sin gjeldsdekningsgrad de siste årene og for 2006 var denne også på over 1. Det betyr at bransjen som helhet har god gjeldsdekning i balansen.

6.1.3 Rentedecking gjennom nettoresultatet

Rentedeckningsgraden⁶⁴ fokuserer på total inntjening gjennom nettoresultat til sysselsatt kapital i forhold til rentekostnaden. Ut fra dette forholdstallet kan vi tolke hvor mye Orkla skaper gjennom sine aktiviteter i forhold til de årlige renteforpliktelsene.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
Normalisert rentedeckningsgrad	2,821	3,161	5,336	13,218	13,312	12,758	9,894	13,727

⁶⁴ Kinserdal (2005)



Figur 6-4: Utvikling i rentedeckningsgrad Orkla vs bransje

Orkla har en gjennomsnittlig rentedeckningsgrad i perioden på 9,89 mot bransjens 13,73. Rentedeckningsgraden har etter en økning frem mot salget av Orkla Drikkevarer vært relativt stabil. Bransjen har det siste året økt sin rentedeckningsgrad betraktelig. Dette utgjør også hovedgrunnen til at bransjesnittet ligger over Orklas i analyseperioden.

6.1.4 Kontantstrømsanalyse

Kontantstrømsanalysene som er presentert til nå fokuserer på den totale kontantstrømmen til egenkapitalen. I forhold til kortsiktig risikoanalyse er det derimot mer informativt med kontantstrømsoppstillinger som fokuserer på endring i likviditet⁶⁵ og behov for opptak av finansiell gjeld.

⁶⁵ Dette er også standarden etter regnskapsloven § 6-4

Fokus på endring i likviditet

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Netto driftsresultat	4 156	2 940	3 559	2 681	3 654	3 888
+	Unormalt netto driftsresultat	-276	-870	-879	13 985	2 569	5 750
-	Økning i netto driftseiendeler	3 529	696	61	-8 823	20 092	3 528
=	Fri kontantstrøm fra drift	352	1 374	2 620	25 489	-13 869	6 109
-	Netto finanskostnader	1 805	1 168	834	302	481	561
+	Økning i finansiell gjeld	2 966	-269	-1 017	-15 787	13 840	-3 838
-	Netto minoritetsresultat	211	166	151	71	246	52
+	Økning i minoritetsinteresser	134	-97	92	-535	298	-410
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen fra drift	1 436	-325	709	8 794	-458	1 248
-	Netto betalt utbytte	803	1 132	1 070	5 933	2 144	1 801
=	Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift	633	-1 457	-361	2 861	-2 602	-553
+	Netto finansinntekter	936	751	893	1 306	2 748	3 268
+	Unormale netto finansinntekter	-2 022	-2 012	2 047	-2 178	0	212
=	Endring i finansielle eiendeler	-454	-2 719	2 580	1 989	146	2 928
+	Inngående finansielle eiendeler (01.01)	19 092	18 638	15 920	18 500	20 489	20 635
=	Utgående finansielle eiendeler (31.12)	18 638	15 920	18 500	20 489	20 635	23 563

Ved å holde fokus på endring i finansielle eiendeler gjennom kontantstrømmen ser vi om Orkla evner å øke sin likviditet gjennom drift, finansiering og investeringer. Etter to negative år i 2001 og 2002 har selskapet hatt en årlig økning i sin beholdning av finansielle eiendeler.

Fokus på evne til å betale tilbake finansiell gjeld

	Mill. NOK	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Netto driftsresultat	4 156	2 940	3 559	2 681	3 654	3 888
+	Unormalt netto driftsresultat	-276	-870	-879	13 985	2 569	5 750
-	Økning i netto driftseiendeler	3 529	696	61	-8 823	20 092	3 528
=	Fri kontantstrøm fra drift	352	1 374	2 620	25 489	-13 869	6 109
+	Netto finansinntekter	936	751	893	1 306	2 748	3 268
+	Unormale netto finansinntekter	-2 022	-2 012	2 047	-2 178	0	212
-	Økning i finansielle eiendeler	-454	-2 719	2 580	1 989	146	2 928
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-281	2 832	2 980	22 628	-11 267	6 662
-	Netto betalt utbytte	803	1 132	1 070	5 933	2 144	1 801
-	Netto minoritetsresultat	211	166	151	71	246	52
+	Økning i minoritetsinteresser	134	-97	92	-535	298	-410
=	Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-1 161	1 437	1 851	16 089	-13 359	4 399
-	Netto finanskostnader	1 805	1 168	834	302	481	561
=	Evne til å betale tilbake finansiell gjeld – avdrag	-2 966	269	1 017	15 787	-13 840	3 838

Gjennom denne kontantstrømsoppstillingen ser vi Orklas behov for å ta opp ny gjeld, eventuelt evne til å betale ned på den gjelda en har. Vi ser at selskapet generelt skaper likviditet slik at man evner å netto betale ned på gjelda. I 2004 betalte man ned mye gjeld

etter salget av drikkevaredivisjonen mens man i 2005 tok opp ny gjeld ved kjøp av Elkem og Sapa.

6.1.5 Oppsummering av likviditetsanalyse

Gjennom likviditetsanalyse har vi fått innsikt i Orkla-konsernets evne til å betale krav etter hvert som de forfaller. Både bransjen generelt og Orkla spesielt kan synes å ha god likviditet. Både når det gjelder likviditetsgrad og gjeldsdekning i balansen har Orkla en positiv trend i sine tall og ligger også over bransjetallene. Gjennom kontantstrømsanalyse har vi sett at selskapet genererer ”cash” og evner å betale ned på gjelda når den forfaller. Det er ingenting som tyder på at Orkla i nær framtid skal havne i en situasjon med likviditetsproblemer. Orkla har god evne til å betale krav etter hvert som de forfaller.

6.2 Soliditetsanalyse – langsiktig risiko

Analyse av langsiktig risiko har som mål å kartlegge om bedriften har evne til å stå i mot fremtidige tap⁶⁶. Tap vil tære på egenkapitalen og derfor står kapitalstruktur sentralt i soliditetsanalyse.

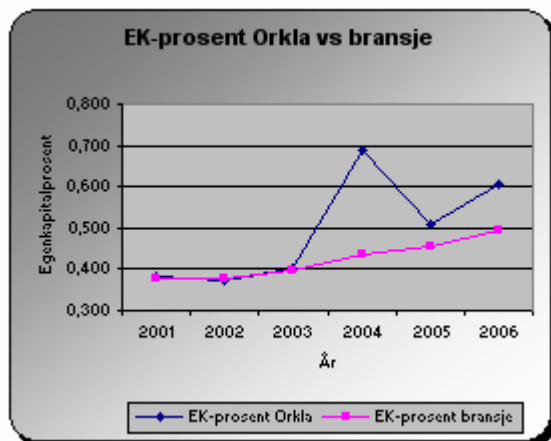
6.2.1 Egenkapitalprosent

For at bedriften skal ha økonomiske ressurser til å stå imot tap på lengre sikt er det viktig med en solid egenkapital. Egenkapital i prosent av totalkapitalen er således et godt mål på soliditet. Den viser hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer kommer i fare⁶⁷.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
Egenkapitalprosent	0,381	0,371	0,402	0,688	0,510	0,606	0,527	0,437

⁶⁶ Kinserdal (2005)

⁶⁷ Banken og Busch (1999)



Figur 6-5: Utvikling i egenkapitalprosent Orkla vs bransje

Gjennomsnittet for analyseperioden ligger på 52,7 % mot bransjens 43,7 %. Bortsett fra en nedgang fra 2004 til 2005 har Orkla økt sin egenkapitalprosent årlig. Fra 2005 til 2006 er økningen på 10 prosentpoeng hvilket er en god trend. Egenkapitalprosenten er imidlertid sterk influert av kjøp og salg av virksomheter.

6.2.2 Statisk finansieringsanalyse

Gjennom en finansieringsmatrise får en innsikt i hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt. Jo raskere en kommer til nederste linje i matrisen jo mindre risikabel er finansieringen. For 2006 får vi følgende finansieringsmatrise⁶⁸ for Orkla.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1,000						0,522
FAM	1,000						0,030
DOM	0,272	0,020	0,394	0,313			0,197
FOM				0,270	0,504	0,228	0,250
TK	0,606	0,004	0,078	0,129	0,126	0,057	1

Orklas anleggsmidler, både driftsanleggsmidler og finansielle anleggsmidler, er fullt finansiert med egenkapitalen i selskapet. Det betyr at alle langsiktige aktiva er finansiert med den minst risikable kapitalen. Dette er særdeles bra. Videre ser vi at også driftsomløpsmidlene er fullt ut finansiert med langsiktig kapital gjennom egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig gjeld. Dermed er de finansielle omløpsmidlene finansiert

⁶⁸ Forkortelser er forklart i appendix 1

med kortsiktig gjeld og noe langsiktig finansiell gjeld. Finansieringsmatrisen underbygger våre tidligere funn om at Orkla er et svært solid selskap.

6.2.3 Oppsummering av soliditetsanalyse

Gjennom analyse av egenkapitalprosent og statistisk finansieringsanalyse har vi fått innsikt i Orklas evne til å tåle eventuelle framtidige tap. Egenkapitalprosenten i selskapet viser en positiv trend og ligger i analyseperioden høyere enn bransjetallene. Gjennom statistisk finansieringsanalyse fant vi at anleggsmidlene i Orkla er fullt ut finansiert med egenkapital hvilket må sies å være svært positivt. Orklas evne til å tåle fremtidige tap er svært god.

6.3 Oppsummering av risiko – syntetisk rating

For en veldiversifisert investor er det kun den systematiske risikoen som er av interesse og således er ikke risikoanalyse i form av likviditet og soliditet like interessant. For kreditor derimot vil det alltid være av interesse å få innsikt i bedriftsspesifikk risiko. En oppsummering av kredittrisikoen gjennom syntetisk rating vil gi kreditor et estimat på konkurssannsynlighet og tapsprosent. Dette gir grunnlag for den kredittrisikopremien som må legges på lånerenta for å få akseptabel avkastning etter forventet tap. Som mål på kredittrisikoen rater vi etter den skalaen som Standard & Poor's benytter⁶⁹. Ratingen baseres på fire forholdstall: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet⁷⁰.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
Likviditetsgrad 1	BBB	BBB	BBB	A	BBB	A	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	BBB	A	AA	AAA	AAA	AAA	AA	AA
Egenkapitalprosent	BB	BB	BBB	A	BBB	A	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	A	A	A	A	A	A

⁶⁹ Appendix 2

⁷⁰ Denne størrelsen blir beregnet i kapittel 8.2

Orkla har en rating på A i 2006. Dette er også gjennomsnittlig rating i perioden både for selskapet og for bransjen. Selskapet viser en positiv utvikling og med denne ratingen inngår Orkla i ratingklasse ”investment grade”. En A-rating representerer en konkurssannsynlighet på 0,24 %, det vil si at ca 1 av 400 selskap som er ratet til A i gjennomsnitt går konkurs i løpet av 1 år. Dermed kan vi si at Orkla har lav konkurrisiko.

Etter en analyse av selskapets risiko med oppsummering gjennom syntetisk rating ledes oppgaven over i utarbeidelse av historiske krav til avkastning.

7 Analyse av historiske avkastningskrav

I dette kapitlet vil vi ta for oss analyse av avkastningskrav som er en teoretisk målestokk for rentabilitetsmål. Vi må beregne kravet bakover i tid for å kunne sammenligne med historisk rentabilitet.

For at en investor skal være villig til å investere i et objekt kreves en avkastning som, etter at man har tatt høyde for relevant risiko, er minst like stor som avkastningen fra tilsvarende investeringer. For en veldiversifisert investor er den relevante risiko den systematiske risikoen investeringen bidrar med og dette reflekteres i avkastningskravet. For egenkapitalinvestorer som ikke har spredd sine investeringer på flere objekter, og således ikke er veldiversifiserte, er også den selskapsspesifikke risikoen relevant. For kreditorer vil selskapsspesifikk risiko alltid være relevant. Dersom denne selskapsspesifikke risikoen er relevant vil den reflekteres i avkastningskravet gjennom en separat ”illikviditetspremie” eller kredittrisikopremie. En virksomhet er bare lønnsom dersom den genererer avkastning på kapitalen som er større enn kravet.

For at kapitalvektene skal være konsistente med vår utregning av rentabilitetene er all vekting i det kommende basert på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i året⁷¹.

7.1 Egenkapitalkravet

Kravet til avkastning på egenkapitalen kan beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen⁷² og består av følgende elementer⁷³:

$$ekk = r_f + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f)$$

⁷¹ (inngående kapital + utgående kapital – nettoresultatet til kapitalen)/2

⁷² Bodie, Kane, Marcus (2005)

⁷³ Notasjon er forklart i appendix 1

Risikofri rente

Mål på risikofri rente er 3 måneders effektiv NIBOR-rente, justert for en risikopremie på 10 %. Denne renten er noe mer likvid enn risikofri statsobligasjonsrente som alternativt kunne vært benyttet. Siden egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, må også det sammenlignbare kravet være en nominell rente etter skatt. På dette grunnlag beregnes risikofri rente etter skatt i analyseperioden.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
	Nibor-rente, 3 mnd	0,072	0,069	0,041	0,020	0,022	0,031	0,043
-	Risikotillegg, 10% av nibor	0,007	0,007	0,004	0,002	0,002	0,003	0,004
=	Risikofri rente før skatt	0,065	0,062	0,037	0,018	0,020	0,028	0,038
-	28% skatt	0,018	0,017	0,010	0,005	0,006	0,008	0,011
=	Risikofri rente etter skatt	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	0,020	0,028

Gjennomsnittlig nominell risikofri etterskuddsrente etter skatt er 2,8 % i analyseperioden. Trenden er nå stigende etter at vi har vært gjennom en periode med svært lave renter.

Risikopremien

Markedets risikopremie er markedsavkastningen minus risikofri rente. Av samme grunn som for den risikofrie renten må også risikopremien til markedet være et nominelt tillegg etter skatt. For å finne et anslag på risikopremien har vi analysert den realiserte risikopremien over analyseperioden for egenkapitalrentabiliteten.

Ser man isolert på vår analyseperiode starter den med et kraftig børsfall, for så å avløses av en mer eller mindre sammenhengende oppgang fra 2003. Estimater vil øke når børsen går godt, og falle når børsen går dårlig. Vår analyseperiode for egenkapitalrentabiliteten vil derfor bli et noe kort perspektiv for å si noe om en normal risikopremie. Vårt normaliserte estimat på risikopremien er derfor beregnet som et vektet snitt med utgangspunkt i den realiserte risikopremien på Oslo Børs på kort og lang sikt⁷⁴. Det langsiktige perspektivet bygger på gjennomsnittlig realisert risikopremie fra 1958 og frem til i dag, mens det kortsiktige perspektivet starter i 1995. Disse vektet med henholdsvis 2/3 og 1/3.

⁷⁴ Knivsflå (2006) / Oslo Børs, trimmet gjennomsnittlig realisert risikopremie i årene 1958-2006, der de 10% høyeste og 10 % laveste premiene over perioden er fjernet – geometrisk gjennomsnitt.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
2/3	Årlig risikopremie 58-t	0,045	0,036	0,047	0,055	0,065	0,070	0,053
1/3	Årlig risikopremie 95-t	0,037	0	0,005	0,052	0,062	0,082	0,040
=	Risikopremie	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,074	0,049

Vektet finner vi en gjennomsnittlig risikopremie over analyseperioden på 4,9 %. Til sammenligning operer professor Thore Johnsen ved NHH med en gjennomsnittlig risikopremie etter skatt på 5,0 % i perioden 1900-2005⁷⁵.

Egenkapitalbeta

For børsnoterte selskaper kan egenkapitalbetaen estimeres på basis av historiske kursdata. Ved hjelp av data fra Datastream⁷⁶ finner vi en ujustert betaverdi på 0,883 med månedlige observasjoner over analyseperioden⁷⁷. Sammenligner vi med Dagens Næringsliv opererer de med en betaverdi på 0,77⁷⁸, da estimert basert på ukentlig avkastning de siste 12 månedene. Da analyseperioden for beregningen i Dagens Næringsliv er såpass kort velger vi imidlertid i denne sammenheng å benytte betaestimatet fra Datastream i våre videre beregninger.

Markedsporteføljens betaverdi er 1, og dette er beste estimat på beta til Orkla før den estimeres basert på kursdata. Investeringsbanken Merrill Lynch⁷⁹ benytter seg derfor av en justert betaverdi der disse to estimatene vektet slik at den beregnede betaverdien justeres mot 1. Den justerte egenkapitalbetaen til Orkla blir da som følger:

Merrill Lynch Beta-justering		
2/3	Beta fra Datastream	0,883
1/3	Gjennomsnittsbeta	1
=	Justert beta	0,922

⁷⁵ Knivsflå (2005)

⁷⁶ www.datastream.com – Program tilgjengelig på biblioteket ved NHH

⁷⁷ 01.01.2001 – 31.12.2006

⁷⁸ Dagens Næringsliv 24.05.07

⁷⁹ <http://www.merrilllynch.com>

Beta under 1 betyr at aksjekursen svinger mindre enn totalindeksen på Oslo Børs og at Orkla dermed har relativt lav systematisk risiko.

Illikviditetspremie

En forutsetning for kapitalverdimodellen er at kapitalmarkedene er ”perfekte” og at investorene altså bare får betalt for å bære systematisk risiko. Kapitalmarkedene kan imidlertid være preget av et visst innslag av markedssvikt. Dette kan for eksempel være at investorene og virksomheten har ulik informasjon, eller at investorene av andre årsaker ønsker å være lite diversifiserte. Illikviditetspremien er da den premien som investorene vil kreve for å bære bedriftsspesifikk eller usystematisk risiko. Summert finner vi da egenkapitalkravet som:

$$ekk = \text{risikofri rente} + \text{risikopremie} + \text{illikviditetspremie}$$

Orkla er et av de mest omsatte selskapene på Oslo Børs og således en relativt likvid aksje. Illikviditetspremien er derfor satt til 0 %. Minoritetsinteressene består imidlertid av egenkapitalinvesteringer i Orklas datterselskaper og er dermed mer ”innelåst” og ikke like likvide på kort sikt. Illikviditetspremien til minoriteten er derfor satt til 2 %.

		01-06
	Nibor-rente, 3 mnd	0,043
-	Risikotillegg, 10% av nibor	0,004
=	Risikofri rente før skatt	0,038
-	28% skatt	0,011
=	Risikofri rente etter skatt	0,028
+	Justert beta	0,922
*	Risikopremie etter skatt	0,049
+	Illikviditetspremie	0
=	Egenkapitalkrav	0,072

		01-06
	Egenkapitalkrav	0,072
+	Ekstra illikviditetspremie	0,02
=	Minoritetskrav	0,092

Vi finner at det gjennomsnittlige egenkapitalkravet til Orkla er 7,2 % over analyseperioden. Minoritetskravet er 2 % høyere og er følgelig 9,2 %.

7.2 Finansielle krav

Etter at vi nå har analysert eiernes krav til egenkapitalen investert i selskapet vil vi videre foreta en analyse av kreditorenes krav til gjeld, krav til finansielle eiendeler og krav til avkastning på netto finansiell gjeld.

7.2.1 Krav til finansiell gjeld

En finansiell kreditor vil kreve en avkastning på finansiell gjeld som utgjør risikofri rente pluss et tillegg for den risiko kreditor utsetter seg for ved å låne ut penger til selskapet. Kredittrisikopremien⁸⁰ kan vi beregne basert på ratingen av selskapet.

Normalt forutsettes ofte netto finansiell gjeldsbeta lik 0. Deretter finnes finansiell gjeldsbeta ved vektning med finansiell eiendelsbeta. Grunnlaget for å forutsette netto finansiell gjeldsbeta lik 0 bygger på en implisitt antagelse om at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Orklas høye andel av finansielle investeringer og tilhørende relativt lave gjeldsvekt gjør dette til en urimelig forutsetning i vårt tilfelle. Denne forutsetningen vil derfor for Orkla gi en urimelig finansiell gjeldsbeta⁸¹, og det kan da være bedre å forutsette beta til finansiell gjeld lik 0. Vi har i dette tilfellet forutsatt finansiell gjeldsbeta lik 0 og opererer med en netto finansiell gjeldsbeta forskjellig fra 0.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
Syntetisk rating	BBB	BBB	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	0,020	0,028
+ Finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Risikopremie til markedet	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,074	0,049
+ Kredittrisikopremie	0,019	0,018	0,007	0,003	0,004	0,005	0,007
= Finansielt gjeldskrav	0,065	0,063	0,033	0,016	0,018	0,025	0,034

⁸⁰ Kredittrisikopremie = Kredittrisikofaktor * Risikofri rente

⁸¹ $B_{FG} = B_{FE} \cdot (FE/FG) \rightarrow$ Dersom man har netto finansielle eiendeler ($FE > FG$) vil $B_{FG} > B_{FE} \rightarrow$ Unaturlig med høy aksjeandel i FE, da B_{FE} i et solid selskap som Orkla bør være relativt nær 0.

Gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav over analyseperioden er 3,4 %. Det lave rentenivået i perioden, samt forbedret ratingklasse, har ført til at kreditorenes krav har sunket fra 6,5 % i 2001 til 2,5 % i 2006. Trenden er imidlertid nå stigende.

7.2.2 Krav til finansielle eiendeler

Kravet til avkastning på finansielle eiendeler avhenger av hva de finansielle eiendelene er plassert i. Kontantkravet er lik risikofri rente. Finansielle fordringer forutsettes å ha en risiko tilsvarende BBB-rata⁸² gjeld og får således et krav lik risikofri rente pluss kredittrisikopremie for et selskap med BBB-rating. Investeringer forutsettes å ha et krav tilsvarende risikofri rente pluss markedets risikopremie.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
	Kontantkrav	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	0,020	0,028
*	Kontantvekt	0,101	0,127	0,139	0,127	0,123	0,103	0,120
+	Finansielt fordringskrav	0,065	0,063	0,037	0,018	0,020	0,028	0,039
*	Finansiell fordringsvekt	0,076	0,107	0,091	0,172	0,169	0,091	0,118
+	Investeringskrav	0,089	0,069	0,060	0,067	0,078	0,094	0,076
*	Investeringsvekt	0,822	0,766	0,770	0,701	0,708	0,806	0,762
=	Finansielt eiendelskrav	0,083	0,065	0,053	0,052	0,061	0,080	0,066

Kravet til finansielle eiendeler er i gjennomsnitt over analyseperioden 6,6 %. Kravets utvikling følger samme bane som utviklingen i den risikofrie renten.

7.2.3 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld fremstår som differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Kravet til avkastning på netto finansiell gjeld fastsettes derfor ved vekting av kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
	Krav til finansiell gjeld	0,065	0,063	0,033	0,016	0,018	0,025	0,037
*	Finansiell gjeldsvekt	10,537	4,321	4,526	-2,451	-1,793	-5,425	1,619
-	Krav til finansielle eiendeler	0,083	0,065	0,053	0,052	0,061	0,080	0,066
*	Finansiell eiendelsvekt	9,537	3,321	3,526	-3,451	-2,793	-6,425	0,619
=	Krav til netto finansiell gjeld	-0,102	0,055	-0,036	0,139	0,137	0,381	0,095

⁸² Gjennomsnittlig ratingklasse

Det gjennomsnittlige kravet til netto finansiell gjeld er over analyseperioden 9,5 %. Som vi ser av tabellen er imidlertid kravet noe ustabil gjennom perioden. Som en følge av høye finansielle eiendeler, og tidvis negativ netto finansiell gjeld, blir dette kravet preget av regnetekniske forhold og gir nødvendigvis ikke så mye mening isolert sett. Kravet skal imidlertid benyttes videre i beregningen av netto driftskravet.

7.3 Krav til avkastning på netto driftskapital

Kravet til avkastning på netto driftskapital er det vektete avkastningskravet, WACC, der vi årlig vekter kravene til henholdsvis egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld. For å finne det årlige kravet til egenkapitalen trenger vi årlig egenkapitalbeta tilbake i analyseperioden.

Egenkapitalbetaen kan vi finne ved å beregne beta til sysselsatt kapital for perioden med utgangspunkt i egenkapitalbetaen for perioden som helhet. Vi forutsetter da Miller og Modiglianis⁸³ første teorem om at verdien av selskapet er uavhengig av hvordan det finansieres⁸⁴. Når da verdien av sysselsatt kapital er uavhengig av finansieringa vil også betaen til sysselsatt kapital være uavhengig av finansieringa. Vi kan derfor holde denne konstant gjennom analyseperioden.

Beta til sysselsatt kapital fremkommer som den vekta summen av egenkapitalbetaen, minoritetsbetaen og beta til finansiell gjeld. Vi kan da finne egenkapitalbetaen år for år som en residual. Vi forutsetter videre en beta til minoriteten lik beta til majoriteten og beta til finansiell gjeld lik 0.

⁸³ Brealy, Myers, Allen (2006)

⁸⁴ Denne forutsetningen kan trekkes noe i tvil som en følge av for eksempel skattesubsidier ved bruk av gjeld og konkurskostnader.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
	Egenkapitalbeta	1,079	1,134	1,111	0,826	0,759	0,787	0,922
*	EK/SSK	0,500	0,475	0,485	0,662	0,728	0,704	0,592
+	Minoritetsbeta	1,079	1,134	1,111	0,826	0,759	0,787	0,922
*	MI/SSK	0,019	0,020	0,020	0,016	0,010	0,009	0,016
+	Finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*	FG/SSK	0,481	0,506	0,496	0,322	0,262	0,288	0,392
=	Sysselsatt beta	0,560	0,560	0,560	0,560	0,560	0,560	0,560

Med utgangspunkt i egenkapitalbetaen for perioden som helhet finner vi beta til sysselsatt kapital lik 0,56 for perioden. Med konstant sysselsatt beta finner vi at egenkapitalbetaen har falt noe gjennom analyseperioden. Beta for 2006 estimeres til 0,79. Dette sammenfaller også i stor grad med estimatet fra Dagens Næringsliv på 0,77 som er basert på ukentlige observasjoner siste 12 måneder.

Ved å sette inn den beregnede egenkapitalbetaen år for år kan vi nå finne det årlige egenkapitalkravet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Videre finner vi også det årlige kravet til minoriteten.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
	Nibor-rente, 3 mnd	0,072	0,069	0,041	0,020	0,022	0,031	0,043
-	Risikotillegg, 10% av nibor	0,007	0,007	0,004	0,002	0,002	0,003	0,004
=	Risikofri rente før skatt	0,065	0,062	0,037	0,018	0,020	0,028	0,038
-	28% skatt	0,018	0,017	0,010	0,005	0,006	0,008	0,011
=	Risikofri rente etter skatt	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	0,020	0,028
+	Justert beta	1,079	1,134	1,111	0,826	0,759	0,787	0,922
*	Risikopremie etter skatt	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,074	0,049
+	Illikviditetspremie	0	0	0	0	0	0	0
=	Egenkapitalkrav	0,092	0,072	0,063	0,058	0,063	0,078	0,072

Egenkapitalkravet er i gjennomsnitt for analyseperioden 7,2 %. Vi ser av tabellen at kravet har falt noe i perioden, før det nå igjen er stigende.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
	Egenkapitalkrav	0,092	0,072	0,063	0,058	0,063	0,078	0,072
+	Ekstra illikviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
=	Minoritetskrav	0,112	0,092	0,083	0,078	0,083	0,098	0,092

Minoritetskravet er i gjennomsnitt 2 prosentpoeng høyere enn egenkapitalkravet og er for perioden som helhet 9,2 % i snitt.

Ved vekting av kravet til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld finner vi nå netto driftskravet.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06
	Egenkapitalkrav	0,092	0,072	0,063	0,058	0,063	0,078	0,071
*	EK/NDK	0,885	0,776	0,789	1,210	1,230	1,068	0,993
+	Minoritetsinteressekrav	0,112	0,092	0,083	0,078	0,083	0,098	0,091
*	MI/NDK	0,034	0,032	0,032	0,030	0,017	0,013	0,026
+	Netto finansielt gjeldskrav	-0,102	0,055	-0,036	0,139	0,137	0,381	0,095
*	NFG/NDK	0,081	0,191	0,178	-0,240	-0,247	-0,081	-0,019
=	Netto driftskrav	0,077	0,069	0,046	0,039	0,045	0,054	0,055

Netto driftskravet er i gjennomsnitt 5,5 % i perioden.

8 Analyse av lønnsomhet

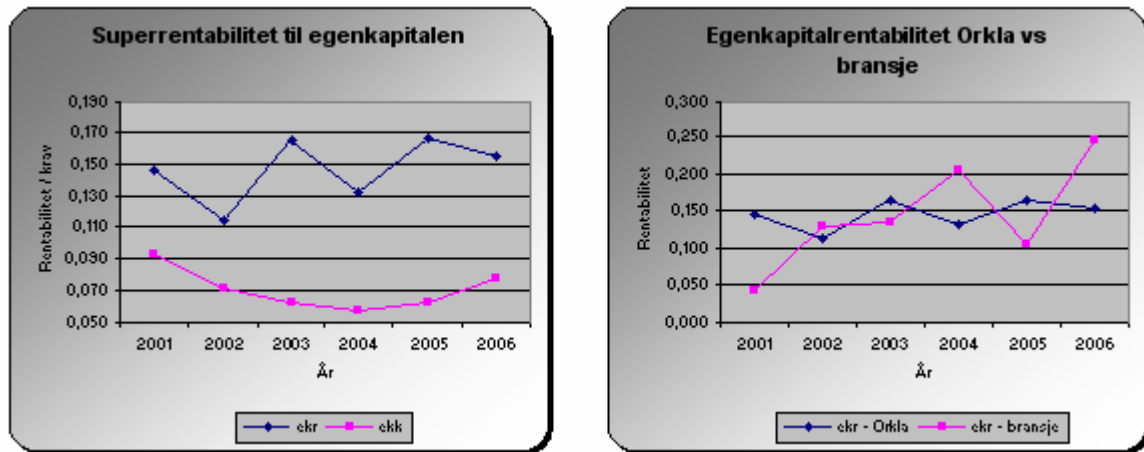
Analyse av lønnsomhet gir innsikt i hvor godt selskapet presterer. Rentabilitetsanalyse vil stå i fokus. Gjennom rentabilitetsanalyse kan en se hvor mye ulike kapitaler kaster av seg i prosent i en periode. På denne måten blir det mulig å sammenligne prestasjoner med bransjen eller mot kravet til avkastning. En rentabilitet fratrukket kravet til kapitalen gir oss superrentabilitet, et mål på om selskapet klarer å skape merverdier. Ettersom vi ønsker å benytte resultater fra analysen for budsjettering og framskriving vil vi regne med normaliserte resultattall. For at rentabiliteten skal være sammenlignbart med det respektive kravet må vi regne på etterskuddsbasis. Dette gjøres ved at vi regner gjennomsnittlig kapital, fratrukket resultatet til kapitalen i året⁸⁵.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Ethvert selskap vil ha som målsetning å skape merverdi for sine eiere. Merverdier skapes gjennom at selskapet leverer en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn kravet til avkastning på egenkapitalen.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Egenkapitalrentabilitet	0,146	0,114	0,165	0,131	0,166	0,155	0,149	0,157
-	Egenkapitalkrav	0,092	0,072	0,063	0,058	0,063	0,078	0,072	0,088
=	Superrentabilitet til egenkapitalen	0,053	0,042	0,102	0,074	0,103	0,077	0,077	0,069

⁸⁵ eks: $NRE / ((IB\ EK + UB\ EK - NRE) / 2)$ (se appendix 1 for forklaring av notasjon)



Figur 8-1: Utvikling i egenkapitalrentabiliteten i forhold til egenkapitalkrav og i forhold til bransje

Bransjen genererer en høyere gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet enn Orkla i analyseperioden. Tallene er henholdsvis 15,7 % og 14,9 %. For Orkla viser kurven oppgang og nedgang annen hvert år slik at det er vanskelig å si noe om trenden i dette lønnsomhetsmålet. Gjennomsnittlig superrentabilitet til egenkapitalen i perioden er 7,7 % for Orkla og 6,9 % for bransjen. Dette forteller oss at Orkla kan synes noe bedre enn bransjen til å skape merverdi for sine eiere, selv om rentabiliteten er lavere.

Gjennom dekomponering av egenkapitalrentabiliteten⁸⁶ vil en få innsikt i hvor verdiene for eierne blir skapt og hva som er hovedårsaken til at bransjen har en høyere rentabilitet enn Orkla. Egenkapitalen kan splittes opp i netto driftsrentabilitet, virkning av netto finansiell gearing og virkning av minoritetsinteresser⁸⁷.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Netto driftsrentabilitet	0,174	0,111	0,134	0,118	0,131	0,098	0,123	0,149
+	Virkning av netto finansiell gearing	-0,025	0,007	0,033	0,013	0,040	0,057	0,028	0,009
+	Virkning av minoritetsinteresser	-0,003	-0,003	-0,002	0,000	-0,005	0,000	-0,002	0,000
=	Egenkapitalrentabilitet	0,146	0,114	0,165	0,131	0,166	0,155	0,149	0,157

Ut fra tabellen kan vi se at bransjen skaper høyere avkastning på sine driftseiendeler enn Orkla og at dette er årsaken til den høyere egenkapitalrentabiliteten i perioden. Derimot er Orkla "flinkere" til å bruke netto finansiell gjeld ved at man har en større gearingeffekt.

⁸⁶ Penman (2003)

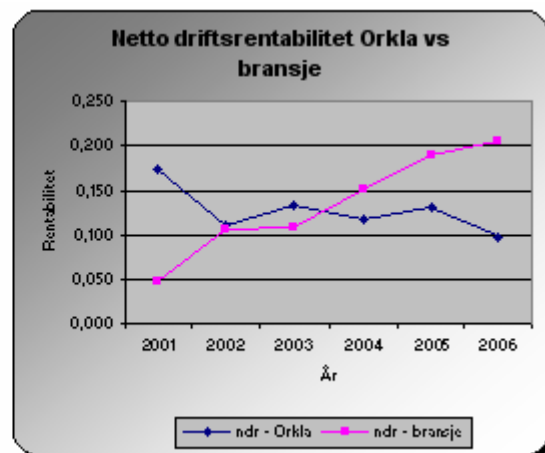
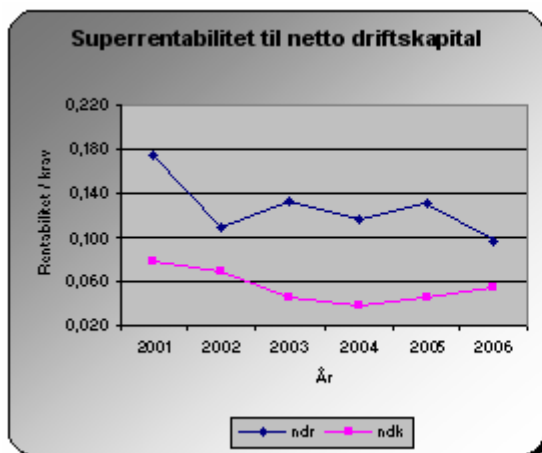
⁸⁷ $ekr = ndr + (n dr - n fgr) * ngff + (n dr - mir) * mig$ (se appendix 1 for forklaring av notasjon)

Gearingeffekten oppstår fordi kostnaden ved å benytte netto finansiell gjeld er lavere enn det netto driftseiendeler kaster av seg. Dette bidrar dermed til økt egenkapitalrentabilitet. Virkningen av minoritetsinteresser er tilnærmet null både for Orkla og for bransjen. Videre vil vi nå analysere hver av de nevnte komponentene for å få ytterligere innsikt i kildene til verdiskapning.

8.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabiliteten viser hvor mye netto driftseiendeler kaster av seg. Ved å sammenligne denne med netto driftskravet får en innblikk i om drifta er så lønnsom som den bør være i følge den teoretiske målestokken.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Netto driftsrentabilitet	0,174	0,111	0,134	0,118	0,131	0,098	0,123	0,149
-	Netto driftskrav	0,077	0,069	0,046	0,039	0,045	0,054	0,055	0,069
=	Superrentabilitet til netto driftskapital	0,097	0,041	0,087	0,079	0,086	0,044	0,068	0,080



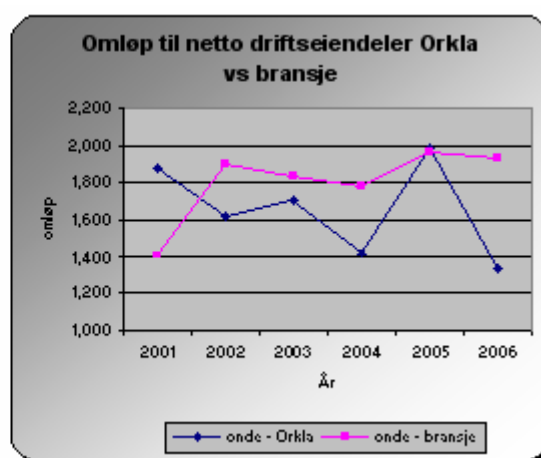
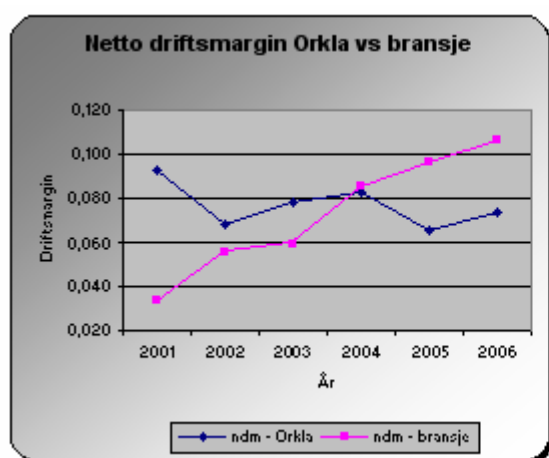
Figur 8-2: Utvikling i rentabilitet til netto driftskapital i forhold til netto driftskrav og i forhold til bransje

Som vi har sett er netto driftsrentabiliteten i bransjen høyere enn den er for Orkla. Dette gjelder også for den gjennomsnittlige superrentabiliteten i perioden. Likevel leverer Orkla årlig en rentabilitet høyere enn kravet til avkastning på netto driftskapital. Bransjen har en positiv trend i sin netto driftsrentabilitet. For Orkla er trenden negativ og dette er et svakhetstegn. Vi vil nå analysere dette ytterligere gjennom en dekomponering av netto driftsrentabiliteten.

8.2.1 Netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler

En oppsplitting av netto driftsrentabiliteten i netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler forteller henholdsvis evne til å skape resultat gjennom drift pr krone i inntekt og effektiviteten i bruk av kapitalen.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Netto driftsmargin	0,093	0,068	0,078	0,083	0,066	0,074	0,076	0,081
*	Omløpet til netto driftseiendeler	1,877	1,617	1,702	1,414	1,985	1,332	1,618	1,838
=	Netto driftsrentabilitet	0,174	0,111	0,134	0,118	0,131	0,098	0,123	0,149



Figur 8-3: Utvikling i netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler Orkla vs bransje

Bransjen har et høyere gjennomsnitt enn Orkla i analyseperioden både når det gjelder netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler. Det vil si at bransjen både er mer kostnadseffektiv gjennom at man sitter igjen med mer i netto driftsresultat pr krone i driftsinntekter og at man er mer effektiv i bruk av netto driftskapital. Bransjen har en stigende trend i sin driftsmargin mens Orkla her kan sies å ha en noe fallende trend. Også når det gjelder omløp har bransjen en bedre trend.

8.2.2 Common size

Gjennom et ”common size” regnskap uttrykkes alle størrelser i resultatet i forhold til driftsinntekter i de respektive år.

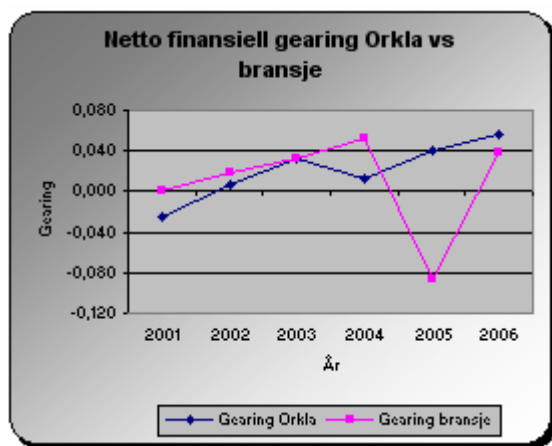
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snit
Salgsinntekter	0,989	0,985	0,983	0,980	0,973	0,978	0,980
+ Annen driftsinntekt	0,011	0,015	0,017	0,020	0,027	0,022	0,020
= Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnad	0,395	0,327	0,332	0,384	0,461	0,496	0,415
- Lønnskostnad	0,220	0,224	0,225	0,239	0,218	0,185	0,216
- Annen driftskostnad	0,250	0,307	0,302	0,248	0,186	0,180	0,233
- Avskrivninger varige driftsmidler	0,048	0,052	0,050	0,031	0,039	0,034	0,040
- Amortisering immaterielle eiendeler	0,005	0,005	0,005	0,007	0,009	0,010	0,007
= Driftsresultat i egen virksomhet	0,082	0,086	0,087	0,091	0,087	0,095	0,089
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,023	0,024	0,025	0,026	0,025	0,027	0,025
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,059	0,061	0,062	0,065	0,063	0,068	0,064
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	0,034	0,007	0,016	0,018	0,004	0,005	0,012
= Netto driftsresultat	0,093	0,068	0,078	0,083	0,066	0,074	0,076
+ Netto finansinntekt	0,021	0,017	0,020	0,041	0,050	0,062	0,040
= Nettoresultat til sysselsatt capital	0,114	0,086	0,098	0,124	0,116	0,136	0,117
- Netto finanskostnad	0,040	0,027	0,018	0,009	0,009	0,011	0,016
- Netto minoritetsresultat	0,005	0,004	0,003	0,002	0,004	0,001	0,003
= Nettoresultat til egenkapitalen	0,069	0,055	0,076	0,113	0,103	0,124	0,098
+ Unormalt netto driftsresultat	(0,006)	(0,020)	(0,019)	0,435	0,046	0,109	0,118
+ Unormalt netto finansresultat	(0,045)	(0,047)	0,045)	(0,068)	0,000	0,004	-0,015
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	0,017	(0,012)	0,102	0,480	0,149	0,237	0,201
- Netto betalt utbytte	0,018	0,026	0,024	0,185	0,039	0,034	0,061
= Endring i egenkapitalen	(0,001)	(0,039)	0,079	0,295	0,110	0,203	0,140

Netto driftsresultat i prosent av driftsinntektene samsvarer naturligvis med beregningen av netto driftsmarginen. Varekostnad og lønnskostnad spiser i gjennomsnitt opp 60 prosent av driftsinntektene i perioden. Denne andelen har vært noe stigende gjennom hele analyseperioden. Andelen gjorde et ekstra hopp opp til 68 prosent i 2005 og 2006 som en følge av økt varekostnad. Dette kan sees i sammenheng med de strukturelle endringene som er foretatt i konsernet, da spesielt gjennom kjøp av Elkem og Sapa som befinner seg i råvareintensive bransjer.

8.3 Netto finansiell gearing

En analyse av netto finansiell gearing gir oss innsikt i lønnsomheten ved å bruke netto finansiell gjeld som finansieringskilde.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,174	0,111	0,134	0,118	0,131	0,098	0,123	0,149
-	Netto finansiell gjeldsrente (nfgr)	0,451	0,082	-0,012	0,184	0,330	0,850	0,367	0,125
=	ndr-nfgr	-0,276	0,029	0,146	-0,066	-0,199	-0,752	-0,244	0,023
*	Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,091	0,247	0,226	-0,199	-0,201	-0,075	-0,031	0,375
=	(ndr-nfgr)*nfgg	-0,025	0,007	0,033	0,013	0,040	0,057	0,028	0,009



Figur 8-4: Utvikling i netto finansiell gearing Orkla vs bransje

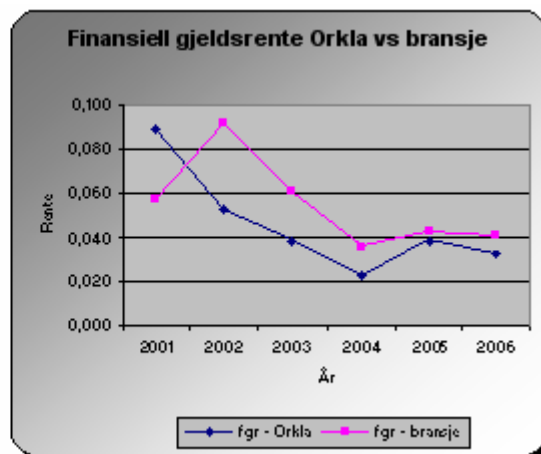
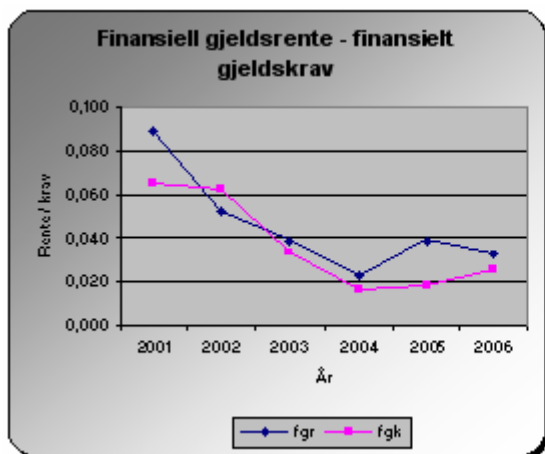
En positiv netto finansiell gearing betyr at bruk av netto finansiell gjeld som finansieringskilde bidrar til å øke egenkapitalrentabiliteten. Orkla har en gjennomsnittlig gearingeffekt i perioden på 2,8 % mens det tilsvarende tallet for bransjen er 0,9 %. Vi ser også at Orkla har en stigende trend i analyseperioden.

I årene 2004 til 2006 har Orkla en negativ netto finansiell gjeldsgrad. Dette kombinert med en negativ netto rentemargin bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten. I årene 2002 og 2003 har Orkla en positiv netto finansiell gjeldsgrad. Dette har positiv virkning på egenkapitalrentabiliteten siden rentemarginen er positiv. Netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad kan være vanskelig å tolke, spesielt i de år man har negativ netto finansiell gjeld. Det viktigste å få fram og tolke i tabellen er dog den størrelsen vi ønsker å belyse, nemlig gearingeffekten. Det øvrige blir mer en regneteknisk sak for å komme fram til den.

8.3.1 Netto finansiell gjeldsrente

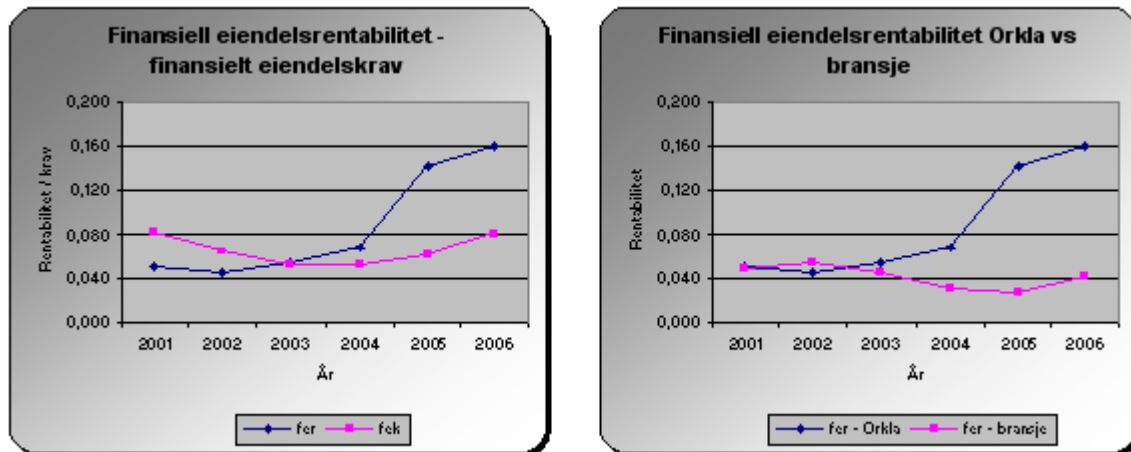
Som tidligere nevnt forteller ikke netto finansiell gjeldsrente oss så mye interessant på grunn av negativ netto finansiell gjeld som gir oss ekstreme verdier. Derimot kan vi ved å splitte opp netto finansiell gjeldsrente analysere hva som genereres av finansielle eiendeler og hvor mye den finansielle gjelda koster.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Nettorente på finansiell gjeld	0,089	0,053	0,039	0,023	0,039	0,032	0,040	0,050
*	Finansiell gjeld/Netto finansiell gjeld	10,537	4,321	4,526	-2,451	-1,793	-5,425	-0,040	2,950
-	Nettorentabilitet på finansielle eiendeler	0,051	0,044	0,053	0,069	0,143	0,160	0,100	0,039
*	Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	9,537	3,321	3,526	-3,451	-2,793	-6,425	-1,040	1,912
=	Netto finansiell gjeldsrente	0,451	0,082	-0,012	0,184	0,330	0,850	0,367	0,073



Figur 8-5: Utvikling i finansiell gjeldsrente i forhold til finansielt gjeldskrav og i forhold til bransje

Den gjennomsnittlige gjeldsrenta Orkla har betalt i perioden er på 4 %. Dette er ett prosentpoeng lavere enn bransjen hvilket kan bety at Orkla er i en bedre forhandlingsposisjon overfor kreditor enn bransjen generelt. Videre er det en god trend i perioden og renta ligger rundt kravet som er den teoretiske målestokken for finansiell gjeldsrente. Orkla kan generelt synes å være dyktige i bruk av finansiell gjeld.

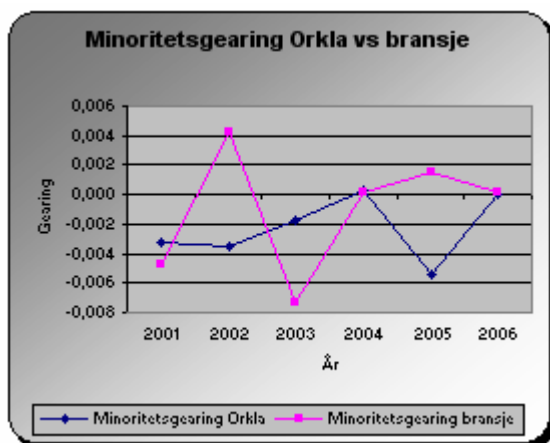


Figur 8-6: Utvikling i finansiell eiendelsrentabilitet i forhold til finansielt eiendelskrav og i forhold til bransje

Orkla har en gjennomsnittlig finansiell eiendelsrentabilitet på 10 % i perioden hvilket er atskillig høyere enn bransjens 3,9 %. Rentabiliteten har en positiv trend og har siden 2003 ligget over kravet til avkastning på finansielle eiendeler. Mye av dette kan forklares gjennom investeringsporteføljen som har gitt svært god avkastning de siste år.

8.4 Virkning av minoritetsinteresser

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt	Bransjesnit t
	Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,174	0,111	0,134	0,118	0,131	0,098	0,123	0,149
-	Minoritetsrentabilitet (mir)	0,259	0,194	0,175	0,104	0,519	0,101	0,221	0,157
=	ndr-mir	-0,085	-0,083	-0,042	0,014	-0,388	-0,003	-0,099	-0,008
*	Minoritetsgearing (mig)	0,039	0,041	0,041	0,025	0,014	0,012	0,025	0,058
=	(ndr-mir)*mig	-0,003	-0,003	-0,002	0,000	-0,005	0,000	-0,002	0,000



Figur 8-7: Utvikling i minoritetsgearing Orkla vs bransje

Minoritetsinteressene har begrenset innvirkning på egenkapitalrentabiliteten. I bransjen har de i snitt ingen innvirkning, mens de for Orkla bidrar til å redusere rentabiliteten med 0,2 %.

Etter analyse av lønnsomhet vil vi nå foreta en analyse av vekst i Orkla og bransjen gjennom analyseperioden.

9 Analyse av vekst

Analyse av vekst vil gi oss innsikt i hvordan regnskapstall vokser over tid. Denne innsikten vil være nyttig i den videre prosessen med budsjettering, framskriving og verdsettelse. En kan se på vekst både i kapital og resultat. I tillegg vil veksten i driftsinntektene være vesentlig da dette er en viktig budsjettdriver. Siden vekst ikke har noen teoretisk målestokk må den analyseres over tid og i forhold til bransjen.

9.1 Analyse av egenkapitalvekst

Ved analyse av egenkapitalvekst velger vi å se på normaliserte tall siden disse er mest relevante for fremtiden. Det er to drivere til normalisert egenkapitalvekst⁸⁸, normalisert tilbakeholdelsesgrad⁸⁹ og normalisert egenkapitalrentabilitet. Som det normaliserte utdelingsforholdet benytter vi medianen i analyseperioden siden gjennomsnittet vil bli kunstig høyt grunnet utdeling av ekstraordinært utbytte i 2004 og 2005.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06	Bransje
Normalisert utdelingsforhold	0,240	0,331	0,236	1,664	0,367	0,251	0,291	0,443

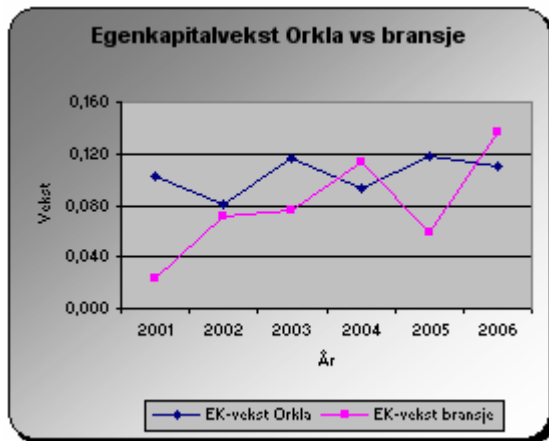
Orkla har et normalisert utdelingsforhold i perioden på 29,1 %. Bransjen deler ut en noe større andel, 44,3 %. Forskjellen i utbyttepolitikk kan skyldes flere forhold. Blant annet kan det tenkes at Orkla holder tilbake en større andel av overskuddet fordi de ser flere lønnsomme investeringsmuligheter enn de andre selskapene i bransjen.

Nedenfor presenteres den normaliserte egenkapitalveksten:

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06	Bransje
Normalisert utdelingsforhold	0,291	0,291	0,291	0,291	0,291	0,291	0,291	0,443
Normalisert tilbakeholdsgrad	0,709	0,709	0,709	0,709	0,709	0,709	0,709	0,557
* Normalisert egenkapitalrentabilitet	0,146	0,114	0,165	0,131	0,166	0,155	0,146	0,142
= Normalisert egenkapitalvekst	0,103	0,081	0,117	0,093	0,117	0,110	0,103	0,079

⁸⁸ Penman (2003)

⁸⁹ (1 – normalisert utdelingsforhold)



Figur 9-1: Utvikling i egenkapitalvekst Orkla vs bransje

Orkla har en relativt stabil egenkapitalvekst i perioden. Gjennomsnittet er på 10,3 % hvilket er høyere enn bransjens 7,9 %. Verd å merke seg er at gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet her er regnet som et rent geometrisk snitt siden utdelingsforholdet ikke er vektet. Orkla har en marginalt høyere geometrisk gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet i perioden. De holder også tilbake en større andel av overskuddet og begge disse faktorene bidrar til at egenkapitalveksten i Orkla er høyere enn for bransjen.

9.2 Resultatvekstanalyse

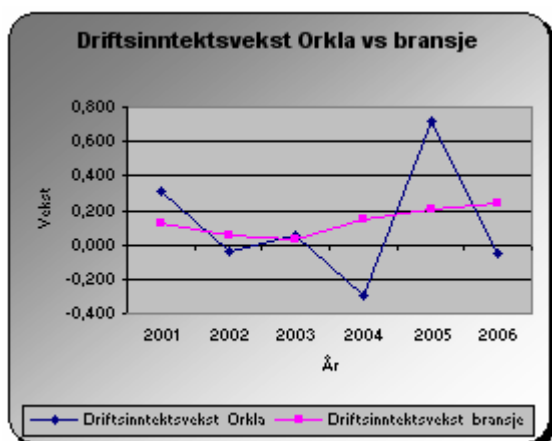
Et trendresultatregnskap viser utviklingen i inntekter, kostnader og alle resultat over analyseperioden med utgangspunkt i 2001 som et basisår.

		2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Salgsinntekter	1,000	0,955	1,006	0,711	1,215	1,163
+	Annen driftsinntekt	1,000	1,359	1,610	1,300	3,002	2,343
=	Driftsinntekter	1,000	0,959	1,013	0,717	1,234	1,176
-	Varekostnad	1,000	0,793	0,850	0,697	1,440	1,477
-	Lønnskostnad	1,000	0,977	1,034	0,780	1,221	0,986
-	Annen driftskostnad	1,000	1,179	1,224	0,713	0,922	0,846
-	Avskrivninger varige driftsmidler	1,000	1,039	1,061	0,463	0,992	0,838
-	Amortisering immaterielle eiendeler	1,000	1,015	1,028	1,056	2,413	2,497
=	Driftsresultat i egen virksomhet	1,000	0,996	1,069	0,790	1,307	1,360
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	1,000	0,996	1,069	0,790	1,307	1,360
=	Netto driftsresultat i egen virksomhet	1,000	0,996	1,069	0,790	1,307	1,360
+	Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	1,000	0,202	0,483	0,392	0,130	0,191
=	Netto driftsresultat	1,000	0,707	0,856	0,645	0,879	0,935
+	Netto finansinntekt	1,000	0,802	0,955	1,396	2,936	3,492
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	1,000	0,725	0,874	0,783	1,257	1,405
-	Netto finanskostnad	1,000	0,647	0,462	0,167	0,266	0,311
-	Netto minoritetsresultat	1,000	0,787	0,716	0,336	1,166	0,246
=	Nettoresultat til egenkapitalen	1,000	0,766	1,127	1,175	1,845	2,127
+	Unormalt netto driftsresultat	1,000	3,157	3,188	(50,729)	(9,318)	(20,858)
+	Unormalt netto finansresultat	1,000	0,995	(1,012)	1,077	0,000	(0,105)
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	1,000	(0,675)	5,957	19,818	10,595	16,071

Netto driftsresultatet svinger noe. Dette skyldes i stor grad kjøp og salg av forretningsområder. Nettoresultat til sysselsatt kapital har vokst solid de siste par årene og dette skyldes i hovedsak verdiøkningen av Orklas portefølje som kan forklares gjennom høykonjunktur og oppsving på børsene. Dette, sammen med den lave renta som fører til billige lån, gir seg også utslag i veksten i nettoresultat til egenkapitalen.

Som nevnt vil driftsinntektsveksten være en viktig budsjettdriver. Denne forløper seg slik for Orkla over analyseperioden, samt for bransjen:

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	01-06	Bransje
Vekst i driftsinntektene	0,314	-0,041	0,056	-0,292	0,721	-0,047	0,075	0,134



Figur 9-2: Utvikling i driftsinntektsvekst Orkla vs bransje

I likhet med netto driftsresultatet svinger veksten i driftsinntektene med kjøp og salg av forretningsområder. Gjennomsnittlig driftsinntektsvekst i perioden ligger på 7,5 %, noe som er under bransjesnittet på 13,4 %. Noe av grunnen til dette ligger i at selskaper i bransjen som har hatt beskjedne driftsinntekter begynner å tjene penger og dermed representerer en høy vekst. Særlig gjelder dette for Solarworld.

9.3 Oppsummering av vekstanalyse

Vekstanalysen viser at Orkla har en høyere egenkapitalvekst enn bransjen. På bakgrunn av dette kan vi si at Orkla har god evne til å skape vekst internt i selskapet. Driftsinntektsveksten i selskapet ligger under gjennomsnittet i bransjen. Dette gir oss nyttig innsikt når vi nå skal til med budsjettering av fremtidsregnskapet og verdsettelse.

10 Budsjettering

Innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen skal vi nå benytte til budsjettering av fremtidsregnskap fram til budsjetthorisonen, T, og enkel framskriving etter dette. Dette gjøres ved hjelp av ni budsjettdrivere. I tillegg til innsikten vi allerede har skaffet oss må det i budsjettprosessen til en del subjektive vurderinger og ”sunn fornuft”. Før vi begir oss ut på denne oppgaven må vi velge budsjetthorisonen.

10.1 Valg av budsjetthorisonen

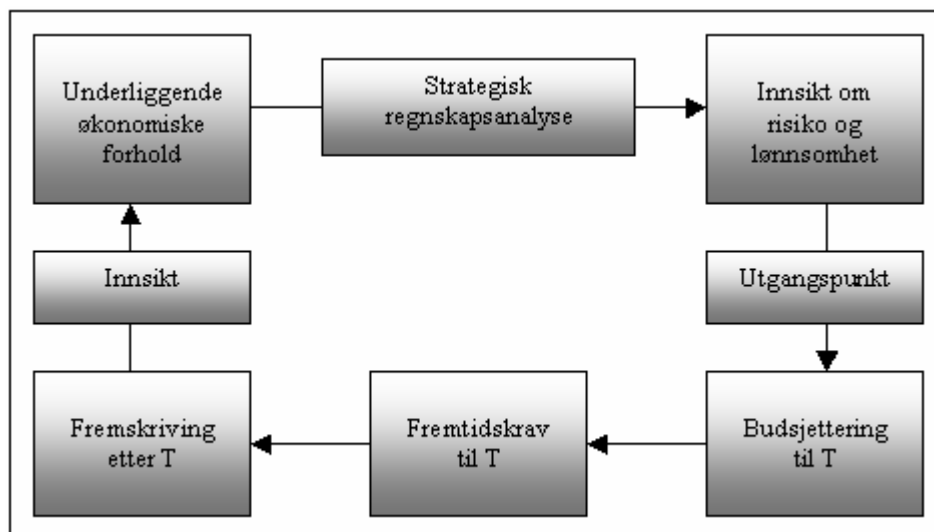
Valg av budsjetthorisonen, T, avhenger av to faktorer, tid til ”steady state” og kvalitet på regnskapsføringen⁹⁰. Tidspunkt T er det året da vi antar at selskapet er i ”steady state”, det vil si at veksten i selskapet er konstant og tilnærmes den generelle veksten i økonomien. Med kvalitet på regnskapsføring mener vi hvor nært verdiene i regnskapet ligger virkelige verdier. Som nevnt tidligere tilhører Orkla noen modne bransjer og noen områder i vekst. Generelt sett kan en si at Orklas hyppige strukturelle endringer fører til at ”steady state” ligger noe fram i tid. Når det gjelder regnskapsføringen vil historisk-kost regnskapet etter god regnskapsskikk tilsi en budsjetthorisonen relativt langt fram i tid. Innføringen av IFRS⁹¹, samt vår justering av regnskapet, fører derimot til en tilnærming til virkelige verdier. Dette tilsier en kortere budsjetteringsperiode. En fornuftig horisonen kan derfor være 8-12 år og vi velger en budsjetthorisonen på 10 år, dvs T=2016.

⁹⁰ Knivsflå (2006)

⁹¹ International Financial Reporting Standards

10.2 Fremtidsregnskap

Følgende rammeverk vil være utgangspunkt for utarbeidelse av fremtidsregnskap:



Figur 10-1: Rammeverk for fremtidsregnskap⁹²

Vårt budsjett vil basere seg på fremskriving av ni budsjett drivere og utarbeides i sju steg. Dette er i tråd med det rammeverket som er blitt presentert i forelesningsserien for BUS 425. Siden det er for ambisiøst å sette noe eksakt tall på hver driver for hvert respektive år vil vi framskrive lineært mellom våre budsjett punkter. Ett og to år fram i tid er det mulig å ha en konkret antakelse om hvordan budsjett driverne vil utvikle seg. Derfor benytter vi både år 1 og 2 som budsjett punkter. Siden vi har en såpass lang budsjett periode har vi også valgt å legge inn budsjett punkt M i 2012 mellom budsjett punkt 2 og T. Fra og med budsjett punkt T antas konstante budsjett drivere og konstant vekst⁹³ i all evighet, slik at verdier blir beregnet med enkel fremskriving. Siden disse verdiene vil representere en slik lang periode er et naturlig utgangspunkt at budsjett driverne på dette punktet er tilnærmet et langsiktig gjennomsnitt for selskapet, eller bransjen som helhet⁹⁴.

⁹² Knivsfå, (2006)

⁹³ Veksten er ytterligere drøftet i kapittel 10.2.1

⁹⁴ Penman (2003), jmf. "mean reversion"

Vi ender opp med følgende størrelser på budsjettdriverne:

	1	2	M	T
	2007	2008	2012	2016
Driftsinntektsvekst	0,110	0,100	0,080	0,055
Omløp til netto driftseiendeler	1,352	1,200	1,600	1,800
Netto driftsmargin	0,075	0,080	0,100	0,060
Finansiell gjeldsandel	0,350	0,400	0,450	0,350
Finansiell eiendelsandel	0,550	0,500	0,550	0,600
Finansiell gjeldsrente	0,038	0,045	0,047	0,045
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,088	0,093	0,095	0,093
Minoritetsinteresseandel	0,012	0,012	0,011	0,010
Minoritetsinteresserentabilitet	0,108	0,113	0,121	0,116

En forklaring til hver av dem vil bli gitt etter hvert som de benyttes i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

10.2.1 Driftsinntekter

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter _{t-1}	52 683	58 478	64 326	70 437	76 776	83 302	89 966	96 601	103 122	109 438	115 457	121 807	128 507
* 1 + driftsinntektsveksten _t	1,110	1,100	1,095	1,090	1,085	1,080	1,074	1,068	1,061	1,055	1,055	1,055	1,055
= Driftsinntekter _t	58 478	64 326	70 437	76 776	83 302	89 966	96 601	103 122	109 438	115 457	121 807	128 507	135 575

Med utgangspunkt i 1. kvartalsrapporten for 2007 kan vi si noe om driftsinntektene dette året. Denne viser en vekst i driftsinntektene fra 1. kvartal 2006 på 11,1 %. På bakgrunn av dette setter vi driftsinntektsveksten for 2007 til 11 %. Videre antar vi at veksten fra i dag og fram til budsjettpunkt M vil ligge i overkant av det gjennomsnittet vi fant i analyseperioden på 7,5 % og lar den derfor avta mot 8% i 2012. På lang sikt kan imidlertid ingen selskap vokse mer enn den globale veksten i verdensøkonomien. Derfor antas driftsinntektsveksten å konvergere mot langsiktig global økonomisk vekst på T, det vil si 5,5 %⁹⁵.

⁹⁵ Antar realvekst på 3,5 % + inflasjon på 2%. Dette er i tråd med Knivsvflå (2006)

10.2.2 Netto driftseiendeler

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Driftsinntekter _{1,1}	64 326	70 437	76 776	83 302	89 966	96 601	103 122	109 438	115 457	121 807	128 507	135 575	143 031
/	Omløp til netto driftseiendeler _{1,1}	1,200	1,300	1,400	1,500	1,600	1,650	1,700	1,750	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
=	Netto driftseiendeler₁	53 605	54 182	54 840	55 535	56 229	58 546	60 660	62 536	64 143	67 671	71 393	75 319	79 462

Omløp til netto driftseiendeler representerer effektiviteten i bruk av netto driftskapital. Denne størrelsen er gitt på budsjettpunkt 1 siden driftsinntektene for 2007 allerede er estimert og netto driftseiendeler for 2006 finnes i balansen. På budsjettpunkt 2 antar vi at omløpet vil bli noe lavere siden man kan forvente litt implementeringsproblemer i forbindelse med samarbeidet med Alcoa. Videre forventer vi en avtakende positiv utvikling som konvergerer mot bransjesnittet på 1,8 i 2016.

10.2.3 Netto driftsresultat

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Driftsinntekter ₁	58 478	64 326	70 437	76 776	83 302	89 966	96 601	103 122	109 438	115 457	121 807	128 507	135 575
*	Netto driftsmargin ₁	0,075	0,080	0,085	0,090	0,095	0,100	0,090	0,080	0,070	0,060	0,060	0,060	0,060
=	Netto driftsresultat₁	4 386	5 146	5 987	6 910	7 914	8 997	8 694	8 250	7 661	6 927	7 308	7 710	8 134

Vi tror Orkla vil klare å holde driftsmarginen oppe og forbedre den noe på kort sikt. Denne antakelsen begrunnes blant annet i et kostnadseffektiveringsprogram som skal kutte kostnader i Orkla med 1,7 milliarder fram mot slutten av 2008⁹⁶. Fram mot budsjettpunkt M tror vi marginen kan bedres ytterligere blant annet grunnet kostnadseffektivisering innen de relativt nye forretningsområdene. Konkurransen i bransjen vil så kunne drive marginen nedover mot T. Gjennom strategisk analyse har vi fått innsikt i at Orkla opererer innenfor en tøff bransje slik at vi ikke kan forvente en høyere margin hos Orkla enn i bransjen generelt. Bransjesnittet i analyseperioden var på 0,08. Vår antakelse er at konkurransen på lang sikt vil forsterke seg ytterligere, blant annet fordi Orkla i dag er representert i relativt unge bransjer og markeder der flere aktører vil komme til. Vi setter netto driftsmargin til å konvergere mot 0,06 på horisonten.

⁹⁶ Orklas årsrapport 2006

10.2.4 Netto finansiell gjeld

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Netto driftseiendeler,	53 605	54 182	54 840	55 535	56 229	58 546	60 660	62 536	64 143	67 671	71 393	75 319	79 462
*	Finansiell gjeldsandel,	0,350	0,400	0,413	0,425	0,438	0,450	0,425	0,400	0,375	0,350	0,350	0,350	0,350
=	Finansiell gjeld,	18 762	21 673	22 622	23 602	24 600	26 346	25 781	25 014	24 054	23 685	24 987	26 362	27 812
	Netto driftseiendeler,	53 605	54 182	54 840	55 535	56 229	58 546	60 660	62 536	64 143	67 671	71 393	75 319	79 462
*	Finansiell eiendelsandel,	0,550	0,500	0,513	0,525	0,538	0,550	0,563	0,575	0,588	0,600	0,600	0,600	0,600
=	Finansielle eiendeler,	29 483	27 091	28 106	29 156	30 223	32 200	34 121	35 958	37 684	40 602	42 836	45 192	47 677
=	Netto finansiell gjeld,	-10 721	-5 418	-5 484	-5 553	-5 623	-5 855	-8 341	-10 944	-13 630	-16 918	-17 848	-18 830	-19 865

Vi antar at kapitalstrukturen i Orkla vil være relativt stabil over tid, men vil variere noe med kjøp og salg av forretningsområder. Etter salget av media er selskapet nå inne i en periode med mindre gjeld og litt mer ”cash” enn vanlig. Vi antar at gjeldsandelen vil øke noe fram mot budsjettpunkt M, blant annet gjennom nye oppkjøp, men på grunn av den store kapitalbasen i selskapet vil ikke dette gjøre store utslag. På horisonten når selskapet er i ”steady state” antar vi at gjeldsandelen vil stabilisere seg på et nivå rundt dagens, det vil si 0,35. Finansielle eiendeler består i hovedsak av Orklas investeringsportefølje, samt noe andre investeringer og betalingsmidler. Vi antar at Orkla vil fortsette å holde en portefølje på en forholdsmessig størrelse med dagens. Kontantbeholdningen vil også være relativt stabil og vi antar at total finansiell eiendelsandel vil svinge rundt dagens nivå for så å øke noe mot horisonten da selskapet er i ”steady state”.

10.2.5 Netto finanskostnad

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Finansiell gjeld _{t-1} ,	15 641	18 762	21 673	22 622	23 602	24 600	26 346	25 781	25 014	24 054	23 685	24 987	26 362
*	Finansiell gjeldsrente,	0,038	0,045	0,049	0,048	0,047	0,047	0,046	0,046	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
=	Netto finanskostnad,	602	836	1 053	1 086	1 120	1 153	1 219	1 178	1 129	1 072	1 055	1 113	1 174
	Finansielle eiendeler _{t-1} ,	23 563	29 483	27 091	28 106	29 156	30 223	32 200	34 121	35 958	37 684	40 602	42 836	45 192
*	Finansiell eiendelsrentabilitet,	0,088	0,093	0,097	0,096	0,096	0,095	0,095	0,094	0,094	0,093	0,093	0,093	0,093
=	Netto finansinntekt,	2 080	2 751	2 618	2 702	2 788	2 874	3 046	3 210	3 365	3 507	3 779	3 987	4 206
=	Netto netto finanskostnad,	-1 479	-1 915	-1 565	-1 615	-1 668	-1 722	-1 827	-2 032	-2 236	-2 435	-2 724	-2 873	-3 031

Dersom finansielle eiendeler og gjeld blir målt til markedsverdier i balansen bidrar de ikke til merverdier i selskapet⁹⁷. I velfungerende kapitalmarkeder er det en rimelig antakelse at

⁹⁷ Penman (2003)

finansielle eiendeler og gjeld selges til virkelige verdier. Tidligere i oppgaven justerte vi også Orklas finansielle eiendeler mot virkelige verdier. Selv om det på kort sikt vil svinge, vil en rimelig antakelse være at finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet i gjennomsnitt over en lang periode er lik kravet⁹⁸.

10.2.6 Minoritetsinteresser

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Netto driftseiendeler _t	53 605	54 182	54 840	55 535	56 229	58 546	60 660	62 536	64 143	67 671	71 393	75 319	79 462
*	Minoritetsinteresseandel _t	0,012	0,012	0,012	0,011	0,011	0,011	0,011	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
=	Minoritetsinteresser_t	643	638	634	629	625	638	647	653	656	677	714	753	795

Minoritetsinteressene i Orkla er små og relativt ubetydelige. De vil variere noe etter som Orkla kjøper nye selskaper eller kjøper seg mer opp i selskaper de allerede eier. Likevel er det lite trolig at dette, med de forutsetninger som ligger til grunn for budsjetteringen, vil bli en betydelig størrelse. Vi framskriver dem derfor lineært fra dagens nivå i 2007 til et litt lavere nivå på horisonten, da vi antar at majoritetseierne på sikt vil være interessert i å kjøpe minoriteten ut.

10.2.7 Netto minoritetsresultat

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Minoritetsinteresser _{t+1}	336	643	638	634	629	625	638	647	653	656	677	714	753
*	Minoritetsinteresserentabilitet _t	0,108	0,113	0,120	0,120	0,120	0,121	0,121	0,119	0,118	0,116	0,115	0,115	0,115
=	Netto minoritetsresultat_t	36	73	76	76	76	75	77	77	77	76	78	82	87

Også her vil en rimelig forutsetning være at kapitalmarkedene er velfungerende og at minoritetsinteressene er bokført til tilnærmet virkelige verdier, det vil si at minoritetsinteresserentabiliteten over tid i gjennomsnitt er lik kravet⁹⁹.

⁹⁸ Kravene blir regnet ut og gjort rede for i kapitel 11.3

⁹⁹ Kravet til minoritetsinteresser blir regnet ut og gjort rede for i kapitel 11.3

10.2.8 Oppsummering av framtidregnskap

Etter budsjettering av framtidregnskap i sju steg presenteres nå ferdig utarbeidet framtidresultat, framtidbalanse og framtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen.

Fremtidresultat

	Mill. NOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Driftsinntekter	52 683	58 478	64 326	70 437	76 776	83 302	89 966	96 601	103 122	109 438	115 457	121 807	128 507	135 575
=	Netto driftsresultat	3 888	4 386	5 146	5 987	6 910	7 914	8 997	8 694	8 250	7 661	6 927	7 308	7 710	8 134
+	Netto finansinntekter	3 268	2 080	2 751	2 618	2 702	2 788	2 874	3 046	3 210	3 365	3 507	3 779	3 987	4 206
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	7 156	6 466	7 897	8 605	9 611	10 701	11 871	11 740	11 460	11 026	10 435	11 087	11 697	12 340
-	Netto finanskostnad	561	602	836	1 053	1 086	1 120	1 153	1 219	1 178	1 129	1 072	1 055	1 113	1 174
-	Netto minoritetsresultat	52	36	73	76	76	76	75	77	77	77	76	78	82	87
=	Nettoresultat til egenkapitalen	6 543	5 828	6 988	7 475	8 449	9 506	10 643	10 443	10 204	9 820	9 287	9 954	10 502	11 079
+	Unormalt netto driftsresultat	5 750	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+	Unormalt netto finansresultat	212	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig nettoresultat	12 505	5 828	6 988	7 475	8 449	9 506	10 643	10 443	10 204	9 820	9 287	9 954	10 502	11 079
-	Netto betalt utbytte	1 801	-7 007	11 709	6 747	7 681	8 738	8 106	5 853	5 731	5 529	2 492	5 339	5 633	5 942
=	Endring EK	10 704	12 835	-4 720	728	768	768	2 536	4 590	4 473	4 291	6 794	4 615	4 869	5 137

Fremtidbalanse

	Mill. NOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Netto driftseiendeler	43 262	53 605	54 182	54 840	55 535	56 229	58 546	60 660	62 536	64 143	67 671	71 393	75 319	79 462
+	Finansielle eiendeler	23 563	29 483	27 091	28 106	29 156	30 223	32 200	34 121	35 958	37 684	40 602	42 836	45 192	47 677
=	Syssele eiendeler	66 825	83 088	81 273	82 946	84 691	86 452	90 747	94 781	98 494	101 827	108 273	114 228	120 511	127 139
	Egenkapital	50 848	63 683	58 962	59 690	60 459	61 227	63 763	68 354	72 827	77 118	83 912	88 527	93 396	98 533
+	Minoritetsinteresser	336	643	638	634	629	625	638	647	653	656	677	714	753	795
+	Finansiell gjeld	15 641	18 762	21 673	22 622	23 602	24 600	26 346	25 781	25 014	24 054	23 685	24 987	26 362	27 812
=	Syssele satt kapital	66 825	83 088	81 273	82 946	84 691	86 452	90 747	94 781	98 494	101 827	108 273	114 228	120 511	127 139

Fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen

	Mill. NOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Netto driftsresultat	3 888	4 386	5 146	5 987	6 910	7 914	8 997	8 694	8 250	7 661	6 927	7 308	7 710	8 134
+	Unormalt netto driftsresultat	5 750	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-	Endring i netto driftseiendeler	3 528	10 343	577	658	695	694	2 317	2 114	1 876	1 607	3 528	3 722	3 927	4 143
=	Fri kontantstrøm fra drift	6 109	-5 957	4 569	5 329	6 215	7 220	6 679	6 580	6 374	6 054	3 400	3 587	3 784	3 992
+	Netto finansinntekt	3 268	2 080	2 751	2 618	2 702	2 788	2 874	3 046	3 210	3 365	3 507	3 779	3 987	4 206
+	Unormal netto finansinntekt	212	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-	Endring i finansielle eiendeler	2 928	5 920	-2 392	1 014	1 050	1 067	1 977	1 921	1 837	1 726	2 919	2 233	2 356	2 486
=	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	6 662	-9 797	9 711	6 933	7 867	8 940	7 576	7 706	7 747	7 693	3 988	5 132	5 414	5 712
-	Netto finanskostnad	561	602	836	1 053	1 086	1 120	1 153	1 219	1 178	1 129	1 072	1 055	1 113	1 174
+	Endring i finansiell gjeld	-3 838	3 121	2 911	949	981	998	1 746	-565	-766	-961	-369	1 303	1 374	1 450
-	Netto minoritetsresultat	52	36	73	76	76	76	75	77	77	77	76	78	82	87
+	Endring i minoritetsinteresser	-410	307	-5	-4	-4	-5	13	10	6	3	21	37	39	41
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen	1 801	-7 007	11 709	6 747	7 681	8 738	8 106	5 853	5 731	5 529	2 492	5 339	5 633	5 942

Fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen fra drift¹⁰⁰

	Mill. NOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Netto driftsresultat	3 888	4 386	5 146	5 987	6 910	7 914	8 997	8 694	8 250	7 661	6 927	7 308	7 710	8 134
+	Unormalt netto driftsresultat	5 750	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-	Endring i netto driftseiendeler	3 528	10 343	577	658	695	694	2 317	2 114	1 876	1 607	3 528	3 722	3 927	4 143
=	Fri kontantstrøm fra drift	6 109	-5 957	4 569	5 329	6 215	7 220	6 679	6 580	6 374	6 054	3 400	3 587	3 784	3 992
-	Netto finanskostnad	561	602	836	1 053	1 086	1 120	1 153	1 219	1 178	1 129	1 072	1 055	1 113	1 174
+	Endring i finansiell gjeld	-3 838	3 121	2 911	949	981	998	1 746	-565	-766	-961	-369	1 303	1 374	1 450
-	Netto minoritetsresultat	52	36	73	76	76	76	75	77	77	77	76	78	82	87
+	Endring i minoritetsinteresser	-410	307	-5	-4	-4	-5	13	10	6	3	21	37	39	41
=	Fri kontantstrøm til EK fra drift	1 248	-3 168	6 566	5 144	6 029	7 017	7 209	4 728	4 358	3 890	1 904	3 793	4 002	4 222

Før vi er klare for den fundamentale verdsettelsen må det utarbeides framtidskrav.

¹⁰⁰ Skal benyttes til verdsettelse etter driftsegenkapitalmetoden

11 Fremtidskrav

Som grunnlag for den kommende verdsettelsen har vi behov for å estimere fremoverskuende avkastningskrav til de aktuelle kapitaler. I kapittel 7 ble avkastningskravet estimert for å være en målestokk på historiske rentabilitetstall. Denne gangen skal avkastningskravet estimeres fremover i tid. Fremgangsmåten vil fortsatt i all hovedsak være den samme, men vektingen vil nå bli foretatt basert på inngående kapital fremfor gjennomsnittlig kapital. Avkastningskrav fungerer nå også som en diskonteringsrente for nåverdiberegninger – altså for å flytte verdier fra en periode til en annen.

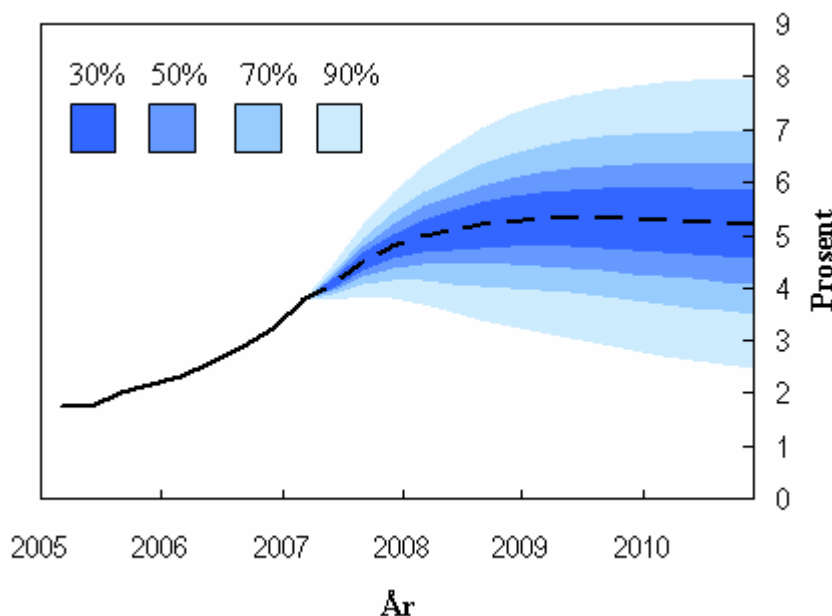
Avkastningskravet må fremskrives over budsjettperioden fra 1 til T, og videre etter budsjettthorisonen T. For å kunne verdsette alle delkapitalene i virksomheten må vi ha avkastningskrav til følgende kapitaler: egenkapitalen, minoritetsinteresser, netto finansiell gjeld, netto driftskapital, sysselsatt kapital og driftsegenkapitalen.

11.1 Drivere for avkastningskravene

Før vi kan estimere fremtidige avkastningskrav må vi gjøre en vurdering av utviklingen i de fundamentale driverne til kravet.

Avkastningskravene vil avhenge av utvikling i den risikofrie renten gjennom budsjettperioden og den langsiktige renten antatt på budsjettthorisonen. Renten er nå inne i en stigende trend etter å ha ligget på et historisk lavt nivå. For å predikere rentebanen i budsjettperioden støtter vi oss her på Norges Bank sitt anslag på utvikling i styringsrenten. Basert på data fra Norges Bank har vi videre beregnet gjennomsnittlig historisk 3-måneders effektiv NIBOR-rente¹⁰¹ siste 15 år til å være 5,62 %. Den risikofrie renten er antatt stigende i takt med den forventede oppgangen i styringsrenten og er estimert frem til og med 2009. Renten er deretter antatt å returnere lineært til det historiske gjennomsnittet, noe som også anslaget fra Norges Bank indikerer.

Anslag på styringsrenten



Figur 11-1: Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 05 – 4. kv. 10 Kilde: Norges Bank

Fra og med 2006 ble det innført utbytteskatt¹⁰² på 28 % på utbytte ut over en viss skjermingsgrense betalt til personlige skatteyttere. Skjermingsgrensen tillater at et mindre utbytte, tilnærmet risikofri avkastning, er unntatt utbytteskatt. Utbytte betalt til norske aksjeselskap er i sin helhet skattefritt. Videre er det grunnlag for å anta en utstrakt skattetilpasning¹⁰³ som følge av at utbytteskatten ble varslet allerede tidlig i 2005. I sum vil skjermingsfradraget, skattefritak for aksjeselskaper og skattetilpasningen føre til at den effektive utbytteskatten vil være langt under 28 %. Vi antar en effektiv utbytteskatt på 3 % for en marginal investor på budsjetthorisonten og lar den stige lineært fra 0 i 2006.

Risikopremien til markedet er i hele budsjettperioden satt lik det beregnede historiske gjennomsnittet¹⁰⁴ på Oslo Børs fra 1958 til 2006 lik 7 %. Videre er illikviditetspremien til majoriteten holdt konstant lik null.

¹⁰¹ Norges Bank, månedsgjennomsnitt av daglige noteringer – 3 måneders effektiv NIBOR, pr 31.05.07

¹⁰² <http://www.skatteetaten.no> – Lignings-ABC 2006

¹⁰³ http://www.dn.no/privatokonomi/article610324.ece?WT.svl=article_title, <http://www.dn.no/forsiden/article610150.ece>

¹⁰⁴ Trimmet gjennomsnitt, hvor de 10 % høyeste og laveste observasjonene er fjernet, jf. langsiktig risikopremie i kapittel 7.1

11.2 Krav til egenkapitalen

Det fremtidige kravet til egenkapitalen skal i det kommende benyttes som grunnlag for verdsettelsesmodellene etter egenkapitalmetoden. Kravet til egenkapitalen avhenger av risikofri rente etter skatt, beta til egenkapitalen, risikopremien etter skatt, en eventuell illikviditetspremie og effektiv utbytteskatt. Beta til egenkapitalen har vi estimert ved først å beregne beta til sysselsatt kapital, for deretter å anta denne konstant i fremtiden. Ved videre å anta en finansiell gjeldsbeta lik 0 kan vi vekte oss tilbake til egenkapitalbetaen i budsjettperioden og på horisonten.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Egenkapitalbeta	0,922	0,815	0,807	0,852	0,859	0,866	0,873	0,880	0,858	0,837	0,818	0,799	0,799	0,799
*	EK/SSK	0,665	0,761	0,766	0,725	0,720	0,714	0,708	0,703	0,721	0,739	0,757	0,775	0,775	0,775
+	Minoritetsbeta	0,922	0,815	0,807	0,852	0,859	0,866	0,873	0,880	0,858	0,837	0,818	0,799	0,799	0,799
*	MU/SSK	0,012	0,005	0,008	0,008	0,008	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,006	0,006	0,006	0,006
+	Finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*	FG/SSK	0,323	0,234	0,226	0,267	0,273	0,279	0,285	0,290	0,272	0,254	0,236	0,219	0,219	0,219
=	Sysselsatt beta	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624	0,624

Beta til egenkapitalen stabiliserer seg på 0,8 på horisonten etter å ha beveget sett litt i overkant av dette gjennom perioden.

Etter at vi har funnet den fremtidige egenkapitalbetaen har vi grunnlagsdata nok til å beregne det fremtidskravet til egenkapitalen.

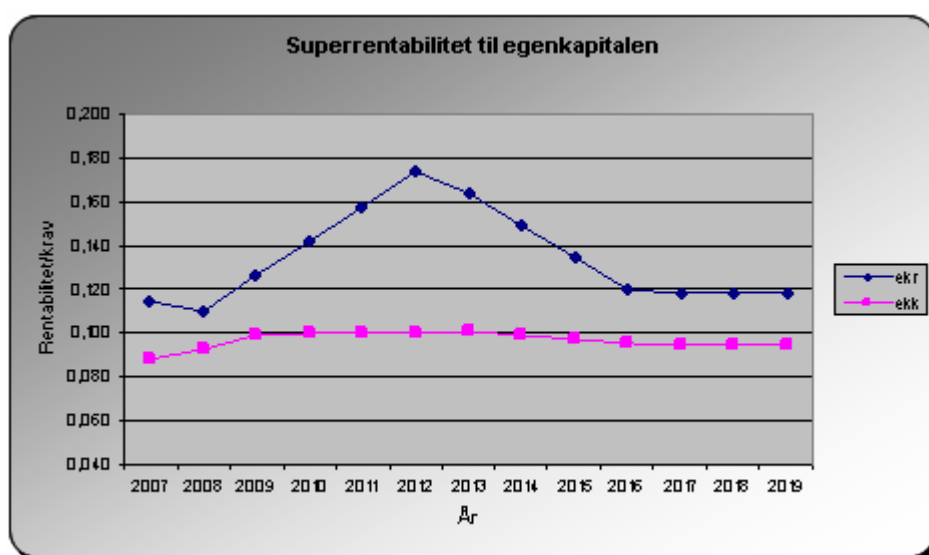
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Nibor-rente, 3 mnd	0,031	0,048	0,055	0,060	0,059	0,059	0,058	0,057	0,056	0,056	0,055	0,055	0,055	0,055
-	Risikotillegg, 10% av nibor	0,003	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
=	Risikofri rente før skatt	0,028	0,043	0,050	0,054	0,053	0,053	0,052	0,051	0,051	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
-	28% skatt	0,008	0,012	0,014	0,015	0,015	0,015	0,015	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
=	Risikofri rente etter skatt	0,020	0,031	0,036	0,039	0,038	0,038	0,037	0,037	0,037	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
+	Justert beta	0,922	0,815	0,807	0,852	0,859	0,866	0,873	0,880	0,858	0,837	0,818	0,799	0,799	0,799
*	Risikopremie etter skatt	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070
+	Illikviditetspremie	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=	Egenkapitalkrav før eus¹⁰⁵	0,085	0,088	0,092	0,098	0,099	0,099	0,099	0,099	0,097	0,095	0,093	0,092	0,092	0,092
/	1 - effektiv utbytteskatt	1,000	0,997	0,994	0,991	0,988	0,985	0,982	0,979	0,976	0,973	0,970	0,970	0,970	0,970
=	Egenkapitalkrav	0,085	0,088	0,093	0,099	0,100	0,100	0,100	0,101	0,099	0,097	0,096	0,094	0,094	0,094

¹⁰⁵ Effektiv utbytteskatt

Kravet til egenkapitalen stiger noe gjennom perioden og stabiliserer seg på 9,4 % på horisonten.

I vår strategiske analyse anslo vi et potensial for en vedvarende superrentabilitet til egenkapitalen på 1-3 prosent. Når vi nå har utarbeidet både fremtidsregnskap og krav til egenkapitalen kan vi beregne denne superrentabiliteten gjennom budsjettperioden og på horisonten. En god test på om valg av budsjett drivere virker rimelig er derfor om den beregnede superrentabiliteten på horisonten samsvarer med våre antakelser i den strategiske analysen.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalrentabilitet	0,155	0,115	0,110	0,127	0,142	0,157	0,174	0,164	0,149	0,135	0,120	0,119	0,119	0,119
- Krav	0,078	0,088	0,093	0,099	0,100	0,100	0,100	0,101	0,099	0,097	0,096	0,094	0,094	0,094
= Superrentabilitet	0,077	0,027	0,017	0,027	0,042	0,057	0,073	0,063	0,050	0,038	0,025	0,024	0,024	0,024



Figur 11-2: Utvikling i superrentabilitet til egenkapitalen gjennom budsjettperioden

Av figuren ser vi at superrentabiliteten varierer noe gjennom budsjettperioden, men stabiliserer seg på 2,4 % på horisonten. Dette er i tråd med drøftelsen i den strategiske analysen.

11.3 Krav til netto driftskapital

Som grunnlag for verdsettelsesmodellene i netto driftskapital-metoden trenger vi å finne kravet til netto driftskapitalen. Netto driftskravet er den vekta summen av avkastningskravene til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld.

Kravet til minoriteten beregnes med utgangspunkt i det fremskrevne kravet til egenkapitalen. En ekstra illikviditetspremie til minoriteten er holdt konstant på 2 % gjennom perioden.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Egenkapitalkrav	0,085	0,088	0,092	0,098	0,099	0,099	0,099	0,099	0,097	0,095	0,093	0,092	0,092	0,092
+	Ekstra illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
/	1 - effektiv utbytteskatt	1,000	0,997	0,994	0,991	0,988	0,985	0,982	0,979	0,976	0,973	0,970	0,970	0,970	0,970
=	Minoritetskrav	0,105	0,108	0,113	0,120	0,120	0,120	0,121	0,121	0,119	0,118	0,116	0,115	0,115	0,115

Minoritetskravet stiger noe gjennom perioden og stabiliserer seg på 11,5 %, ca. 2 % over kravet til egenkapitalen.

Kravet til netto finansiell gjeld finnes gjennom vekting av kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Kravet til finansiell gjeld består av risikofri rente etter skatt, finansiell gjeldsbeta, risikopremien til markedet og en kredittrisikopremie.

Finansiell gjeldsbeta er forutsatt konstant lik null gjennom hele perioden. Kredittrisikopremien er estimert med utgangspunkt i syntetisk rating basert på de to forholdstallene egenkapitalprosent¹⁰⁶ og netto driftsrentabilitet. Likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad blir ikke benyttet som grunnlag for denne ratingen da likviditetsgrad 1 ikke er budsjettert og netto finanskostnaden avhenger av det finansielle gjeldskravet.

¹⁰⁶ Egenkapitalprosenten er beregnet i prosent av sysselsatt kapital, slik at egenkapitalprosenten blir noe overvurdert. Det er imidlertid svært god margin til det punkt der ratingen etter egenkapitalprosenten skulle vært justert ned.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Egenkapitalprosent	0,761	0,766	0,725	0,720	0,714	0,708	0,703	0,721	0,739	0,757	0,775	0,775	0,775
	Netto driftsrentabilitet	0,101	0,096	0,111	0,126	0,143	0,160	0,149	0,136	0,123	0,108	0,108	0,108	0,108
	Egenkapitalprosentrating	AA	AA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
	Netto driftsrentabilitetsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
	Kreditrisikofaktor	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
*	Risikofri rente	0,020	0,031	0,036	0,039	0,038	0,038	0,037	0,037	0,037	0,036	0,036	0,036	0,036
=	Kreditrisikopremie	0,005	0,008	0,009	0,010	0,010	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
	Risikofri rente etter skatt	0,020	0,031	0,036	0,039	0,038	0,038	0,037	0,037	0,037	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
+	Finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*	Risikopremie til markedet	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070
+	Kreditrisikopremie	0,005	0,008	0,009	0,010	0,010	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
=	Finansielt gjeldskrav	0,025	0,038	0,045	0,049	0,048	0,047	0,047	0,046	0,046	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045

Den syntetiske ratingen basert på de to forholdstallene gir en stabil A-rating gjennom hele perioden og kreditrisikopremien varierer således kun med den risikofrie renten. Det finansielle gjeldskravet stabiliserer seg på 4,5 % på horisonten, noe over det historiske gjennomsnittet fra analyseperioden på 3,4 %.

Kravet til finansielle eiendeler finnes ved å vekte kravene til kontanter, fordringer og investeringer. Fordringene er forutsatt å ha en risiko tilsvarende en BBB-rating. Vektene er forutsatt å forholde seg relativt konstante fra dagens nivå. Vi har imidlertid rundet av vektene på horisonten og gitt de en lineær utvikling i perioden.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Kontantkrav	0,020	0,031	0,036	0,039	0,038	0,038	0,037	0,037	0,037	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
*	Kontantvekt	0,103	0,102	0,102	0,102	0,102	0,101	0,101	0,101	0,101	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
+	Finansielt fordringskrav	0,028	0,043	0,050	0,054	0,054	0,053	0,052	0,052	0,051	0,051	0,050	0,050	0,050	0,050
*	Finansiell fordringsvekt	0,091	0,092	0,093	0,094	0,095	0,096	0,097	0,097	0,098	0,099	0,100	0,100	0,100	0,100
+	Investeringskrav	0,090	0,101	0,106	0,109	0,108	0,108	0,107	0,107	0,107	0,106	0,106	0,106	0,106	0,106
*	Investeringsvekt	0,806	0,805	0,805	0,804	0,804	0,803	0,802	0,802	0,801	0,801	0,800	0,800	0,800	0,800
=	Finansielt eiendelskrav	0,077	0,088	0,093	0,097	0,096	0,096	0,095	0,095	0,094	0,094	0,093	0,093	0,093	0,093

Det finansielle eiendelskravet beveger seg noe oppover og ender på 9,3 % på horisonten. Dette er ikke veldig langt fra den gjennomsnittlige nettorentabiliteten på finansielle eiendeler i analyseperioden (10 %).

Ved å vekte kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler finner vi nå kravet til netto finansiell gjeld.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Krav til finansiell gjeld	0,025	0,038	0,045	0,049	0,048	0,047	0,047	0,046	0,046	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
*	Finansiell gjeldsvekt	-16,850	-1,974	-1,750	-4,000	-4,125	-4,250	-4,375	-4,500	-3,091	-2,286	-1,765	-1,400	-1,400	-1,400
-	Krav til finansielle eiendeler	0,077	0,088	0,093	0,097	0,096	0,096	0,095	0,095	0,094	0,094	0,093	0,093	0,093	0,093
*	Finansiell eiendelsvekt	-17,850	-2,974	-2,750	-5,000	-5,125	-5,250	-5,375	-5,500	-4,091	-3,286	-2,765	-2,400	-2,400	-2,400
=	Krav til netto finansiell gjeld	0,956	0,187	0,179	0,289	0,295	0,300	0,306	0,312	0,244	0,204	0,179	0,161	0,161	0,161

Kravet til netto finansiell gjeld ender på 16,1 % på horisonten.

Netto driftskravet fremstår nå som det vektete snittet av kravene til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Egenkapitalkrav	0,085	0,088	0,093	0,099	0,100	0,100	0,100	0,101	0,099	0,097	0,096	0,094	0,094	0,094
*	EK/NDK	1,010	1,175	1,188	1,088	1,088	1,089	1,089	1,089	1,127	1,165	1,202	1,240	1,240	1,240
+	Minoritetsinteressekrav	0,105	0,108	0,113	0,120	0,120	0,120	0,121	0,121	0,119	0,118	0,116	0,115	0,115	0,115
*	MI/NDK	0,019	0,008	0,012	0,012	0,012	0,011	0,011	0,011	0,011	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
+	Netto finansielt gjeldskrav	0,956	0,187	0,179	0,289	0,295	0,300	0,306	0,312	0,244	0,204	0,179	0,161	0,161	0,161
*	NFG/NDK	-0,029	0,183	0,200	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,138	0,175	0,213	0,250	0,250	0,250
=	Netto driftskrav	0,060	0,070	0,076	0,081	0,080	0,080	0,080	0,080	0,079	0,079	0,078	0,078	0,078	0,078

Kravet til netto driftskapitalen er relativt stabilt gjennom budsjettperioden, men beveger seg noe opp fra det historiske gjennomsnittet i analyseperioden på 5,5 % og ender på 7,8 % på horisonten.

11.4 Krav til sysselsatt kapital

Kravet til avkastning på sysselsatt kapital finnes ved vekting av kravene til egenkapitalen, minoritetsinteressene og finansiell gjeld. Dette kravet skal senere benyttes i verdsettelsesmodeller etter sysselsatt kapital-metoden.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Egenkapitalkrav	0,085	0,088	0,093	0,099	0,100	0,100	0,100	0,101	0,099	0,097	0,096	0,094	0,094	0,094
*	EK/SSK	0,665	0,761	0,766	0,725	0,720	0,714	0,708	0,703	0,721	0,739	0,757	0,775	0,775	0,775
+	Minoritetsinteressekrav	0,105	0,108	0,113	0,120	0,120	0,120	0,121	0,121	0,119	0,118	0,116	0,115	0,115	0,115

*	MI/SSK	0,012	0,005	0,008	0,008	0,008	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,006	0,006	0,006
+	Finansielt gjeldskrav	0,025	0,038	0,045	0,049	0,048	0,047	0,047	0,046	0,046	0,045	0,045	0,045	0,045
*	FG/SSK	0,323	0,234	0,226	0,267	0,273	0,279	0,285	0,290	0,272	0,254	0,236	0,219	0,219
=	Krav til sysselsatt kapital	0,066	0,077	0,082	0,086	0,086	0,086	0,085	0,085	0,085	0,084	0,084	0,084	0,084

Av tabellen fremgår det at kravet til sysselsatt kapital er relativt stabilt gjennom budsjettperioden og ender på 8,4 % på horisonten.

11.5 Krav til driftsegenkapitalen

Kravet til ”driftsegenkapitalen” finner vi ved å trekke kravet til finansielle eiendeler fra kravet til egenkapitalen. ”Driftsegenkapitalen” er egenkapitalen dersom finansielle eiendeler hadde blitt betalt tilbake til eierne.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Egenkapitalkrav	0,085	0,088	0,093	0,099	0,100	0,100	0,100	0,101	0,099	0,097	0,096	0,094	0,094	0,094
*	Egenkapitalvekt	2,058	1,864	1,862	1,850	1,890	1,931	1,975	2,020	1,997	1,975	1,956	1,938	1,938	1,938
-	Finansielt eiendelskrav	0,077	0,088	0,093	0,097	0,096	0,096	0,095	0,095	0,094	0,094	0,093	0,093	0,093	0,093
*	Finansiell eiendelsvekt	1,058	0,864	0,862	0,850	0,890	0,931	0,975	1,020	0,997	0,975	0,956	0,938	0,938	0,938
=	Krav til driftsegenkapitalen	0,092	0,088	0,092	0,102	0,103	0,104	0,106	0,107	0,104	0,101	0,098	0,096	0,096	0,096

Kravet til driftsegenkapitalen er 9,6 % på horisonten. Kravet skal vi videre benytte til en indirekte verdsettelse av egenkapitalen ved diskontering av fri kontantstrøm til egenkapitalen fra drift¹⁰⁷.

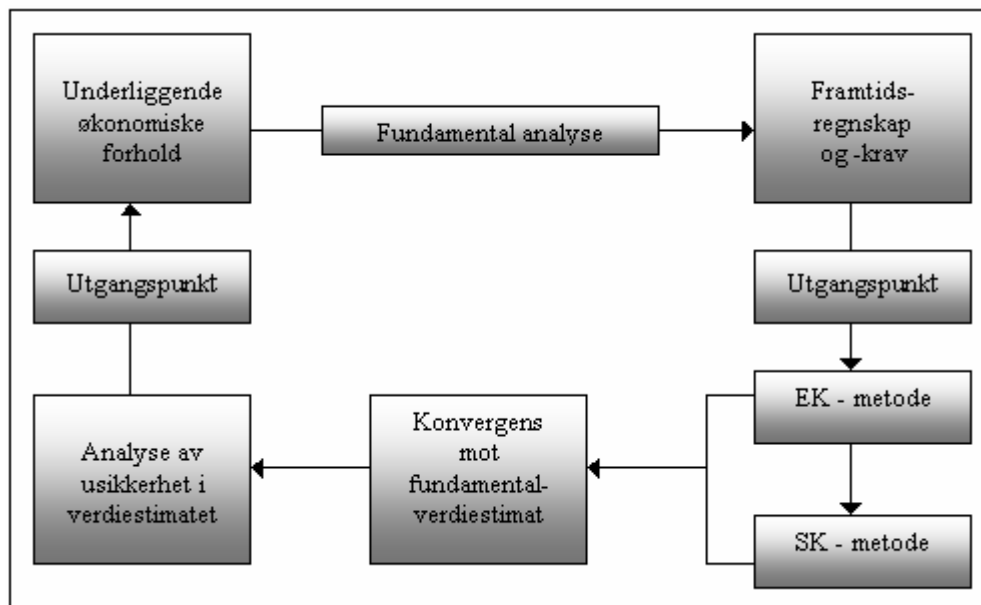
Etter å nå ha utarbeidet fremtidskrav til alle kapitaler har vi alt vi trenger for å foreta en fundamental verdsettelse.

¹⁰⁷ Jamfør kontantstrøm utarbeidet i kapittel 10.2.8

12 Fundamental verdsettelse

På bakgrunn av utarbeidet framtidsregnskap og framtidskrav skal vi nå verdsette Orkla-aksjen. Dette kapitlet baseres i sin helhet på det rammeverket som er presentert i forelesningsserien for kurset BUS 425¹⁰⁸. Først verdsettes egenkapitalen i selskapet direkte med egenkapitalmetoden. Innenfor egenkapitalmetoden vil vi benytte ulike modeller. Disse er ekvivalente og skal gi samme verdiestimat. Videre verdsettes egenkapitalen i Orkla indirekte gjennom selskapskapitalmetoden, herunder både netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Også innenfor hver av disse vil vi benytte ulike ekvivalente modeller. Til slutt benytter vi en variant av fri kontantstrøm til egenkapital modellen, driftsegenkapitalmetoden. Ut fra dette vil vi sitte igjen med fire ulike verdiestimat på Orkla-aksjen. Ved å oppdatere vektene i kravet til virkelige verdier vil disse fire verdiestimatene konvergere mot en felles verdi, som blir vårt endelige verdiestimat basert på fundamental verdsettelse.

For alle verdsettelsesmetodene foretas verdsettelsen i to steg. Først diskonteres størrelsene fra budsjettperioden, deretter fremskrives horisontleddet med konstant vekst i all fremtid.



¹⁰⁸ Notasjonen i dette kapitlet er forklart i appendix 1

Figur 12-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse¹⁰⁹

12.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen i et selskap direkte. Vi vil vise tre¹¹⁰ ulike modeller innenfor metoden. Fri kontantstrøm til egenkapital- / netto betalt utbytte-modellen, superprofitt til egenkapital-modellen og superprofittvekst til egenkapital-modellen. Som nevnt tidligere er disse ekvivalente og vil gi samme verdiestimat.

12.1.1 FKE/NBU-modellen

Denne modellen diskonterer framtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen over budsjettperioden. På horisonten forutsettes konstant vekst. Ved å legge nåverdien av horisontleddet til nåverdien av budsjettert fri kontantstrøm til egenkapitalen sitter vi igjen med verdiestimatet¹¹¹.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Fri kontantstrøm til egenkapitalen		-7 007	11 709	6 747	7 681	8 738	8 106	5 853	5 731	5 529	2 492	5 339	5 633	5 942
/	Diskonteringsfaktor		1,088	1,189	1,307	1,437	1,581	1,740	1,915	2,105	2,310	2,531	2,770		
=	Nåverdien fra 2007 til 2017	35 183	-6 439	9 848	5 162	5 343	5 526	4 659	3 056	2 723	2 394	985	1 927		
+	Nåverdi horisontverdien	51 574											Horisontverdi	142 859	
=	Verdi av egenkapitalen	86 757													
/	Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
=	Verdiestimat	84,3													

¹⁰⁹ Knivsflå (2006)

¹¹⁰ Egentlig er det fire modeller, men siden FKE=NBU blir det i realiteten bare tre ulike modeller

¹¹¹
$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_T}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_T) \cdot (ekk-ekv)}$$

12.1.2 SPE-modellen

Denne modellen tar utgangspunkt i balanseført egenkapital. Videre kalkuleres diskontert superprofitt til egenkapitalen over budsjettperioden. På horisonten forutsettes konstant vekst. Ved å legge nåverdien av horisontleddet til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen samt balanseført egenkapital sitter vi igjen med verdiestimatet¹¹².

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balanseført egenkapital	50 848													
Superprofitt til egenkapitalen		1 347	1 088	1 615	2 497	3 456	4 495	4 020	3 438	2 732	1 903	2 031	2 142	2 260
/ Diskonteringsfaktor		1,088	1,189	1,307	1,437	1,581	1,740	1,915	2,105	2,310	2,531	2,770		
= Nåverdien fra 2007 til 20016	16 295	1 238	915	1 236	1 737	2 186	2 584	2 099	1 633	1 183	752	733		
+ Nåverdi horisontverdien	19 615											Horisontverdi 54 332		
= Verdi av egenkapitalen	86 757													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	84,3													

$$^{112} VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) \cdot EK_{t-1}}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) \cdot EK_T}{(1+ekk_1) \cdot \dots \cdot (1+ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

12.1.3 ΔSPE-modellen

Denne modellen tar utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til egenkapitalen. Til denne legges nåverdien av fremtidige vekstmuligheter som består av kapitalisert verdi av neddiskontert superprofittvekst til egenkapitalen i budsjettperioden samt kapitalisert verdi av horisontleddet. Til sammen utgjør dette verdiestimatet¹¹³.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nettoresultat i 2007		5 828												
Kapitalisert verdi	66 140													
Superprofittvekst til egenkapitalen			-264	511	855	922	989	-522	-616	-729	-842	116	99	105
/ Diskonteringsfaktor			1,088	1,189	1,307	1,437	1,581	1,740	1,915	2,105	2,310	2,531	2,770	
= Nåverdien fra 2008 til 20017	857		-243	430	654	642	625	-300	-321	-347	-365	46	36	
+ Kapitalisert verdi	9 729													
Nåverdi horisontverdien	959											Horisontverdi 2 658		
+ Kapitalisert verdi	10 889													
= Verdi av egenkapitalen	86 757													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	84,3													

12.1.4 Oppsummering av egenkapitalmetoden

Vårt første verdiestimat på egenkapitalen i selskapet på bakgrunn av egenkapitalmetoden er 86,7 milliarder hvilket gir oss et kursestimat på 84,3 NOK pr aksje.

$$^{113} \text{VEK}_0 = \frac{\text{NRE}_1}{\text{ek}_1} + \frac{1}{\text{ek}_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta \text{SPE}_t}{(1+\text{ek}_1) \cdot \dots \cdot (1+\text{ek}_{t-1})} + \frac{\Delta \text{SPE}_{T+2}}{(1+\text{ek}_1) \cdot \dots \cdot (1+\text{ek}_{T+1}) \cdot (\text{ek} - \text{ek}_v)} \right\}$$

12.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen i selskapet indirekte ved at man verdsetter totalkapitalen for så å trekke fra verdien av gjeld og minoritetsinteresser. Vi vil verdsette Orkla både etter netto driftskapitalmetoden, hvor vi trekker fra verdien av minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld, og etter sysselsatt kapitalmetoden hvor vi trekker fra verdien av minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Innenfor hver metode benytter vi tre ulike ekvivalente modeller; fri kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen.

12.2.1 FKD-modellen

Denne modellen diskonterer framtidig fri kontantstrøm fra drift over budsjettperioden. På horisonten forutsettes konstant vekst. Ved å legge nåverdien av horisontleddet til nåverdien av budsjettert fri kontantstrøm fra drift sitter vi igjen med verdien av netto driftskapitalen. Deretter trekkes verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra og vi sitter igjen med verdierestimatet¹¹⁴.

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Fri kontantstrøm fra drift		-5 957	4 569	5 329	6 215	7 220	6 679	6 580	6 374	6 054	3 400	3 587	3 784	3 992
/	Diskonteringsfaktor		1,070	1,151	1,244	1,344	1,452	1,568	1,694	1,828	1,972	2,127	2,292		
=	Nåverdien fra 2007 til 2017	30 144	-5 566	3 969	4 283	4 623	4 972	4 259	3 885	3 487	3 070	1 599	1 565		
+	Nåverdi horisontverdien	71 783											Horisontverdi	164 555	
=	Verdi av netto driftskapitalen	101 927													
-	Netto finansiell gjeld	-7 922													
-	Minoritetsinteresser	336													
=	Verdi av egenkapitalen	109 513													
/	Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
=	Verdiestimat	106,4													

¹¹⁴ $VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_T) \cdot (ndk-ndv)} - NFG_0 - MI_0$

12.2.2 SPD-modellen

Denne modellen tar utgangspunkt i balanseført netto driftskapital. Videre kalkuleres diskontert superprofitt fra netto driftskapital over budsjettperioden. På horisonten forutsettes konstant vekst. Ved å legge nåverdien av horisontleddet til nåverdien av fremtidig superprofitt fra netto driftskapital samt balanseført netto driftskapital sitter vi igjen med verdien av netto driftskapitalen. Deretter trekkes verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra og vi sitter igjen med verdiestimatet¹¹⁵.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balanseført netto driftskapital	43 262													
Superprofitt fra netto driftskapital		1 347	1 088	1 615	2 497	3 456	4 495	4 020	3 438	2 732	1 903	2 031	2 142	2 260
/ Diskonteringsfaktor		1,070	1,151	1,244	1,344	1,452	1,568	1,694	1,828	1,972	2,127	2,292		
= Nåverdien fra 2007 til 20016	18 026	1 259	945	1 298	1 857	2 380	2 866	2 373	1 881	1 385	895	886		
+ Nåverdi horisontverdien	40 640											Horisontverdi	93 162	
= Verdi av netto driftskapitalen	101 927													
- Netto finansiell gjeld	-7 922													
- Minoritetsinteresser	336													
= Verdi av egenkapitalen	109 513													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	106,4													

¹¹⁵ $VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_T) \cdot (ndk-ndv)} - NFG_0 - MI_0$

12.2.3 ΔSPD-modellen

Denne modellen tar utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av neste års netto driftsresultat. Til denne legges nåverdien av fremtidige vekstmuligheter som består av kapitalisert verdi av neddiskontert superprofittvekst til netto driftskapitalen i budsjettperioden samt kapitalisert verdi av horisontleddet. Til sammen utgjør dette verdien av netto driftskapitalen. Deretter trekkes verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra og vi sitter igjen med verdiestimatet¹¹⁶.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsresultat		4 386												
Kapitalisert verdi	62 448													
Superprofittvekst fra netto driftskapital			-266	512	858	928	998	-511	-611	-728	-843	113	96	102
/ Diskonteringsfaktor			1,070	1,151	1,244	1,344	1,452	1,568	1,694	1,828	1,972	2,127	2,292	
= Nåverdien fra 2008 til 20017	846		-248	445	689	690	687	-326	-361	-398	-428	53	42	
+ Kapitalisert verdi	12 049													
Nåverdi horisontverdien	1 926											Horisontverdi 4 416		
+ Kapitalisert verdi	27 430													
= Verdi av netto driftskapitalen	101 927													
- Netto finansiell gjeld	-7 922													
- Minoritetsinteresser	336													
= Verdi av egenkapitalen	109 513													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	106,4													

12.2.4 Oppsummering av netto driftskapitalmetoden

Vårt første verdiestimat på egenkapitalen i selskapet på bakgrunn av netto driftskapitalmetoden er 109,5 milliarder hvilket gir oss et kursestimat på 106,4 NOK pr aksje.

¹¹⁶ $VEK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1+ndk_1) \cdot \dots \cdot (1+ndk_{T+1}) \cdot (ndk-ndv)} \right\} - NFG_0 - MI_0$

12.2.5 FKS-modellen

Denne modellen diskonterer framtidig fri kontantstrøm til sysselsatt kapital over budsjettperioden. På horisonten forutsettes konstant vekst. Ved å legge nåverdien av horisontleddet til nåverdien av budsjettert fri kontantstrøm til sysselsatt kapital sitter vi igjen med verdien av sysselsatt kapital. Deretter trekkes verdien av finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra og vi sitter igjen med verdiestimatet¹¹⁷.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital		-9 797	9 711	6 933	7 867	8 940	7 576	7 706	7 747	7 693	3 988	5 132	5 414	5 712
/ Diskonteringsfaktor		1,077	1,165	1,265	1,374	1,491	1,618	1,756	1,905	2,065	2,238	2,425		
= Nåverdien fra 2007 til 2017	37 203	-9 100	8 337	5 480	5 727	5 996	4 682	4 388	4 068	3 726	1 782	2 116		
+ Nåverdi horisontverdien	77 940											Horisontverdi	189 010	
= Verdi av sysselsatt kapital	115 143													
- Finansiell gjeld	15 641													
- Minoritetsinteresser	336													
= Verdi av egenkapitalen	99 166													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	96,3													

¹¹⁷ $VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1+ssk_1) \cdot \dots \cdot (1+ssk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1+ssk_1) \cdot \dots \cdot (1+ssk_T) \cdot (ssk-sk_v)} - FG_0 - MI_0$

12.2.6 SPS-modellen

Denne modellen tar utgangspunkt i balanseført sysselsatt kapital. Videre kalkuleres diskontert superprofitt til sysselsatt kapital over budsjettperioden. På horisonten forutsettes konstant vekst. Ved å legge nåverdien av horisontleddet til nåverdien av fremtidig superprofitt til sysselsatt kapital samt balanseført sysselsatt kapital sitter vi igjen med verdien av sysselsatt kapital. Deretter trekkes verdien av finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra og vi sitter igjen med verdiestimatet¹¹⁸.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balanseført sysselsatt kapital	66 825													
Superprofitt til sysselsatt kapital		1 347	1 088	1 615	2 497	3 456	4 495	4 020	3 438	2 732	1 903	2 031	2 142	2 260
/ Diskonteringsfaktor		1,077	1,165	1,265	1,374	1,491	1,618	1,756	1,905	2,065	2,238	2,425		
= Nåverdien fra 2007 til 20016	17 481	1 252	934	1 277	1 818	2 318	2 778	2 289	1 805	1 323	850	837		
+ Nåverdi horisontverdien	30 837										Horisontverdi		74 781	
= Verdi av sysselsatt kapital	115 143													
- Finansiell gjeld	15 641													
- Minoritetsinteresser	336													
= Verdi av egenkapitalen	99 166													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	96,3													

¹¹⁸ $VEK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_T) \cdot (skk-skv)} - FG_0 - MI_0$

12.2.7 ΔSPS-modellen

Denne modellen tar utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til sysselsatt kapital. Til denne legges nåverdien av fremtidige vekstmuligheter som består av kapitalisert verdi av neddiskontert superprofittvekst til sysselsatt kapital i budsjettperioden samt kapitalisert verdi av horisontleddet. Til sammen utgjør dette verdien av sysselsatt kapital. Deretter trekkes verdien av finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser fra og vi sitter igjen med verdiestimatet¹¹⁹.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Nettoresultat til sysselsatt kapital		6 466												
Kapitalisert verdi	84 416													
Superprofittvekst til sysselsatt kapital			-265	514	860	931	1 003	-507	-607	-726	-841	114	98	103
/ Diskonteringsfaktor			1,077	1,165	1,265	1,374	1,491	1,618	1,756	1,905	2,065	2,238	2,425	
= Nåverdien fra 2008 til 20017	869		-246	441	680	678	673	-313	-346	-381	-407	51	40	
+ Kapitalisert verdi	11 347													
Nåverdi horisontverdien	1 484											Horisontverdi 3 600		
+ Kapitalisert verdi	19 380													
= Verdi av sysselsatt kapital	115 143													
- Finansiell gjeld	15 641													
- Minoritetsinteresser	336													
= Verdi av egenkapitalen	99 166													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	96,3													

12.2.8 Oppsummering av sysselsatt kapitalmetoden

Vårt første verdiestimat på egenkapitalen i selskapet på bakgrunn av sysselsatt kapitalmetoden er 99,2 milliarder hvilket gir oss et kursestimat på 96,3 NOK pr aksje.

¹¹⁹
$$VEK_0 = \frac{NRS_1}{skk_1} + \frac{1}{skk_1} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPS_t}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_{t-1})} + \frac{\Delta SPS_{T+2}}{(1+skk_1) \cdot \dots \cdot (1+skk_{T+1}) \cdot (skk-skv)} \right\} - FG_0 - MI_0$$

12.3 Driftsegenkapitalmetoden

Driftsegenkapitalmetoden er et supplement til fri kontantstrøm til egenkapital-modellen. Siden det ikke eksisterer merverdier på finansielle eiendeler i vår modell kan egenkapitalen verdsettes indirekte ved at en verdsetter driftsegenkapitalen og legger til verdien av finansielle eiendeler. Driftsegenkapitalen verdsettes gjennom nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapitalen fra drift, som er fri kontantstrøm til egenkapitalen fratrukket det bidraget finansielle eiendeler gir til denne kontantstrømmen, diskontert med driftsegenkapitalkravet. Til denne legges nåverdien av horisontleddet. Som nevnt legges verdien av finansielle eiendeler til og vi ender opp med vårt verdiestimat¹²⁰.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift		-3 168	6 566	5 144	6 029	7 017	7 209	4 728	4 358	3 890	1 904	3 793	4 002	4 222
/ Diskonteringsfaktor		1,088	1,188	1,309	1,444	1,594	1,763	1,951	2,154	2,371	2,604	2,854		
= Nåverdien fra 2007 til 2017	27 360	-2 911	5 526	3 929	4 176	4 402	4 090	2 423	2 023	1 640	731	1 329		
+ Nåverdi horisontverdien	34 453											Horisontverdi 98 318		
= Verdi av driftsegenkapitalen	61 813													
+ Finansielle eiendeler	23 563													
= Verdi av egenkapitalen	85 376													
/ Antall utestående aksjer (Mill)	1029,6													
= Verdiestimat	82,9													

12.3.1 Oppsummering av driftsegenkapitalmetoden

Vårt første verdiestimat på egenkapitalen i selskapet på bakgrunn av driftsegenkapitalmetoden er 85,4 milliarder hvilket gir oss et kursestimat på 82,8 NOK pr aksje.

$$^{120} \text{VEK}_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FKED}_t}{(1+\text{dekk}_1) \cdot \dots \cdot (1+\text{dekk}_t)} + \frac{\text{FKED}_{T+1}}{(1+\text{dekk}_1) \cdot \dots \cdot (1+\text{dekk}_T) \cdot (\text{dekk}-\text{dekv})} + \text{FE}_0$$

12.4 Første verdiestimat

	FK-modell	SP-modell	Δ SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	84,3	84,3	84,3	84,3
NDK-metode	106,4	106,4	106,4	106,4
SSK-metode	96,3	96,3	96,3	96,3
DEK-metode	82,9	82,9	82,9	82,9
Gjennomsnitt	92,5	92,5	92,5	92,5

Vi har nå på bakgrunn av fire verdsettelsesmetoder endt opp med fire ulike verdiestimat på aksjen i Orkla. Vårt beste estimat på bakgrunn av dette er et likevektet gjennomsnitt. Dette gir oss et første verdiestimat på 92,5 NOK pr aksje. Videre skal vi nå vise et grep som kan gjøres for å finne et felles verdiestimat basert på de fire metodene.

12.5 Konvergens i verdiestimatet

Ved å sekvensielt oppdatere vektene i de ulike kravene mot virkelige verdier vil de fire verdiestimatene konvergere mot et felles estimat. For hvert trinn i konvergeringsprosessen skjer oppdateringen i fem steg¹²¹:

1. Egenkapitalen på tidspunkt 0 settes til beste estimat på virkelig verdi som er gjennomsnittet av de fire utarbeidede verdiestimatene.
2. Netto driftskapitalen på tidspunkt 0 settes til balanseført verdi pluss merverdi på egenkapitalen.
3. Netto driftsresultat på tidspunkt 1 er netto driftskravet multiplisert med inngående netto driftskapital. Endring i netto driftseiendeler på tidspunkt 1 blir så netto driftsresultat minus fri kontantstrøm fra drift.
4. Netto driftseiendeler på tidspunkt 1 er inngående verdi minus endring i netto driftseiendeler.

¹²¹ Merk at finansielle kapitaler og resultater, samt minoritetsinteresser og minoritetsresultat ikke vil endre seg siden disse er ført til virkelige verdier. Heller ikke kontantstrømmer vil endre seg.

5. Egenkapitalen på tidspunkt 1 er balanseført egenkapital pluss merverdi i netto driftseiendeler

Ved å gjenta denne prosessen flere ganger vil man etter hvert nærme seg et felles estimat på egenkapitalverdien.

	Utgangspunkt	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK-metode	84,2624	97,0922	99,0026	99,2301	99,2568	99,2599	99,2603	99,2603	99,2603	99,2603	99,2603
NDK-metode	106,3641	100,1394	99,4436	99,3649	99,3557	99,3546	99,3545	99,3545	99,3545	99,3545	99,3545
SSK-metode	96,3143	98,9109	99,2965	99,3422	99,3475	99,3482	99,3482	99,3483	99,3483	99,3483	99,3483
DEK-metode	82,9209	97,4372	99,0496	99,2347	99,2563	99,2588	99,2591	99,2591	99,2591	99,2591	99,2591
Gjennomsnitt	92,4654	98,3949	99,1981	99,2930	99,3041	99,3054	99,3055	99,3055	99,3055	99,3055	99,3055

Etter 1 steg øker det gjennomsnittlige verdiestimatet fra 92,5 til 98,4 NOK pr aksje. Allerede etter to steg ser vi at verdien er i ferd med å konvergere mot en felles verdi i og med at alle metodene gir et kursestimat på litt over 99 NOK pr aksje. Vi kjører til sammen 10 oppdateringer og ender opp med et endelig konvergert verdiestimat på 99,3 NOK pr aksje.

12.6 Oppsummering av verdiestimatet

Vårt endelige verdiestimat basert på fundamental verdsettelse av Orkla-aksjen pr 31.12.06 er 99,3 NOK. Videre velger vi å oppdatere estimatet slik at vi kan sammenlikne med dagens kurs pr 31.05.07. Dette gjøres enkelt ved å multiplisere 31.12-estimatet med egenkapitalkravet¹²² for 2007 i 5 mnd.

$$99,3 \cdot (1 + 0,088)^{(5/12)} = 102,9$$

Dermed ender vi opp med et fundamentalt verdiestimat på Orkla aksjen pr 31.mai 2007 på 102,9 NOK pr aksje. Vi skal nå gjennom multiplikatormodeller gjennomføre en komparativ verdivurdering av Orkla.

¹²² Egenkapitalkravet (8,8 %) er beregnet i kapittel 11.2

13 Komparativ verddivurdering

Vi har nå gjennomført en fundamental verdsettelse av Orkla basert på justerte regnskapstall og et fremskrevet fremtidsbudsjett. Dette er en arbeidskrevende form for verdsettelse. Langt raskere og enklere kan vi beregne et verdiestimat basert på multiplikatormodeller. Direkte komparativ verdsettelse etter egenkapitalmetoden foretas ved at egenkapitalen til en virksomhet blir sammenlignet med børsverdien til tilsvarende selskaper ved hjelp av en multiplikatormodell.

$$\text{Pris} = \text{Multiplikator} \cdot \text{Basis}$$

Komparativ verdsettelse – steg for steg

1. Finn en passende basis og dermed en passende multiplikatormodell for komparativ verdsettelse – Multiplikator = Pris / Basis
2. Finn et utvalg sammenlignbare og børsnoterte virksomheter
3. Regn ut den komparative multiplikatoren. Dersom bransjen er driftsmessig homogen er den komparative multiplikatoren lik gjennomsnittet eller medianen i bransjen
4. Verdsett egenkapitalen til virksomheten ved å multiplisere den komparative multiplikatoren med den korresponderende basisen til virksomheten

Som nevnt er dette en langt enklere metode for å beregne et verdiestimat, og derfor mye benyttet i praksis. Metoden krever imidlertid en del arbeid med å finne passende komparative selskaper og velge en god basis for verdsettelsen i form av en multiplikator. I dette arbeidet vil strategisk regnskapsanalyse være et nyttig verktøy. Gjennom vår bransjeanalyse har vi dermed allerede gjort mye av grunnarbeidet for en komparativ verdsettelse.

En åpenbar ulempe med multiplikatormodellene er at de forutsetter at de komparative virksomhetene er ”rett priset”, og verdiestimatet vil dermed bli påvirket av eventuelle bobler i aksjemarkedet. Verdsettelsen kan gi for høy verdi i forhold til fundamentalverdien dersom aksjemarkedet er i en optimistisk stemning – og for lav dersom stemningen er pessimistisk. Den komparative verdsettelsen er også avhengig av hvilken multiplikator som velges og

valget av komparative selskaper. Det innebærer at den som gjennomfører verdsettelsen har stor frihet til å påvirke verdiestimatet gjennom å fokusere på den multiplikatoren som gir den verdien som ”passer best”. Derfor har vi valgt å fokusere på den fundamentale verdsettelsen basert på strategisk regnskapsanalyse og har først og fremst med multiplikatormodeller som et sammenlignende estimat.

Hva er så en passende multiplikatormodell for verdsettelse? For det første må basis være positiv. Dersom basis for verdsettelsen - for eksempel fortjeneste per aksje - er negativ, kan vi ikke beregne en multiplikator og vi må finne en annen basis for verdsettelsen. Videre må basisen være konsistent med prisen, det vil si at basisen for verdsettelsen må være et mål på resultat til egenkapital pr aksje, kontantstrøm til egenkapital pr aksje eller egenkapital pr aksje. Bruker man pris må man altså sammenligne med noe som går til egenkapitalen.

Videre bør basisen for verdsettelsen være normalisert, slik at virkningen av unormale forhold ikke påvirker verdsettelsen. Ved en pris / fortjeneste-multiplikator kan vi videre gjøre fortjenesten mer fremoverskuende ved å benytte et estimat på neste års normalresultat. Dette kan være vårt eget fremskrevne resultat basert på en grundig analyse (som med Orkla), eller man kan benytte for eksempel konsensusestimater fra andre finansanalytikere. Når så forholdstallet er normalisert og fremoverskuende bør prisen også være oppdatert. Vi benytter altså seneste observerte pris.

Våre komparative selskaper er selskaper i samme bransje som Orkla. De må også være børsnoterte for at vi skal ha en representativ markedsverdi på selskapet. Videre bør de tilby produkter eller tjenester som er nære substitutter til Orklas produkter og tjenester. Bransjen blir identifisert gjennom bransjeorientert strategisk analyse. Vår bransje er i denne sammenheng allerede presentert og er identisk med bransjen benyttet i regnskapsanalysen. Den komparative multiplikatoren blir lik gjennomsnittet til de komparative virksomhetene.

Vanlige multiplikatorer som benyttes i praksis er balanseorienterte multiplikatorer (pris/bok), resultat- og kontantstrømorienterte multiplikatorer (pris/fortjeneste, pris/salg, pris/kontantstrøm) og ikke-finansielle multiplikatorer (pris/kunde, pris/treff på hjemmeside). Som tidligere påpekt må man imidlertid være grundig i utvelgelsen av multiplikatormodeller til verdsettelsesformål. I de kommende to kapitlene skal vi vurdere verdien av Orkla basert på multiplikatorene P/E og EV/EBIT. Vi har valgt å utelukke en av de mest allmenkjente multiplikatorene, nemlig P/B. Dette basert på det faktum at betydelige deler av Orkla består

av relativt nylig ervervete virksomhetsområder (Elkem og Sapa kjøpt i 2005), finansielle eiendeler rapportert til virkelig verdi og betydelig aksjekjøp i REC rapportert til anskaffelseskost. Dette tilsier i sum at Orkla vil handles relativt sett nærmere bokført verdi enn de komparative selskapene i vår bransje og at en P/B-verdsettelse trolig vil overvurdere verdien av Orkla uten en betydelig justering.

13.1 P/E-estimat

Pris/fortjeneste-forholdet eller price/earnings-ratio er en av de mest vanlige multiplikatorene brukt til verdsettelse av aksjeselskaper. Den er mye brukt i praksis, kanskje først og fremst fordi den er veldig enkel og lett forståelig. P/E-multiplikatoren er definert slik:

$$\frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Nettoresultat til egenkapitalen pr aksje}}$$

Verdien av Orkla-aksjen finner man videre enkelt ved å multiplisere gjennomsnittlig P/E i bransjen med nettoresultatet til egenkapitalen pr aksje i Orkla.

$$\text{Aksjeverdi} = \text{P/E-multiplikator} \cdot \text{Nettoresultatet til egenkapitalen pr aksje}$$

I dette kapitlet har vi beregnet et veid gjennomsnitt av P/E-multiplikatorene¹²³ til bransjen, vektet på samme måte som i regnskapsanalysen. P/E er beregnet med dagens pris¹²⁴ over estimatet på 2007 resultatene til selskapene, altså en fremoverskuende P/E.

¹²³ Multiplikatorestimatene baserer seg på estimater fra DnB NOR Markets, Yahoo! Finance, bloomberg.com og egne kalkulasjoner

¹²⁴ Pr. 25.05.07

Vekt	Bransje	P/E _{t+1}
15 %	Rieber	14,1
7 %	Nestlé	17,7
5 %	Procter & Gamble	18,1
6 %	Unilever	16,9
30 %	Alcoa	12,4
10 %	MEMC	18,0
7 %	Natural	3,8
20 %	Solarworld	32,5
	<i>Veid gjennomsnitt</i>	18,7
*	Nettoreultat til egenkapitalen 2007E	5 828
=	Verdi av egenkapitalen	109 189
/	Antall utestående aksjer (Mill)	1 029,6
=	Verdiestimat pr aksje	106,0

Som vi ser av tabellen over er verdien pr aksje etter P/E-modellen 106 kroner. Dette er marginalt over vårt fundamentale estimat på 102,9 og kan således gi god støtte til vårt opprinnelige estimat. Imidlertid må man være klar over at P/E-modellen har sine begrensninger. En åpenbar svakhet er at den ikke hensyntar forskjeller i kapitalstruktur. Ulik kapitalstruktur kan være en kilde til betydelige risikoforskjeller og således ulik verdi. Videre kan selskaper, selv i samme bransje, ha svært forskjellig veksttakt og rentabilitet. På den andre siden vil multiplikatoren kunne gi verdifull innsikt om man er nøye i utvelgelsen av komparative selskaper.

13.2 EV/EBIT-estimat

En annen multiplikatormodell som brukes mye i praksis er EV/EBIT¹²⁵. Multiplikatoren ligner på P/E, men fokuserer på "enterprise value" fremfor egenkapitalen. "Enterprise value" er selskapsverdien målt ved markedsverdien av netto driftskapitalen, mens EBIT er driftsresultatet før skatt. Modellen hensyntar dermed forskjeller i kapitalstruktur på en bedre måte enn P/E, og regnes på denne bakgrunn av mange som en "bedre" modell.

¹²⁵ Koller, Goedhart, Wessels (2005)

Multiplikatoren fremkommer som følger:

$$\frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat før skatt (EBIT)}}$$

Verdien av egenkapitalen til Orkla finner man videre ved å multiplisere den beregnede EV/EBIT-multiplikatoren for bransjen med EBIT til Orkla, og deretter trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene.

$$\text{Aksjeverdi} = \text{EV/EBIT-multiplikator} \cdot \text{EBIT} - (\text{NFG} + \text{MI})$$

Beregningene er gjort med utgangspunkt i dagens markedsverdi¹²⁶ av egenkapitalen og estimert EBIT for 2007¹²⁷.

Vekt	Bransje	EV/EBIT _{t-1}
15 %	Rieber	12,9
7 %	Nestlé	14,2
5 %	Procter & Gamble	13,1
6 %	Unilever	6,5
30 %	Alcoa	4,9
10 %	MEMC	14,9
7 %	Natural	126,7
20 %	Solarworld	19,8
	<i>Veid gjennomsnitt</i>	<i>19,0</i>
*	EBIT 2007E	6 117
=	Enterprise Value	116 183
-	Netto finansiell gjeld	-10 721
-	Minoritetsinteresser	643
=	Verdi av egenkapitalen	126 260
/	Antall utestående aksjer (Mill)	1 029,6
=	Verdiestimat pr aksje	122,6

¹²⁶ Pr. 25.05.07

¹²⁷ Multiplikatorestimatene baserer seg på estimater fra DnB NOR Markets, Yahoo! Finance, bloomberg.com og egne kalkulasjoner

Av tabellen fremgår det at verdiestimatet pr aksje basert på EV/EBIT-multiplikatoren er lik 122,6 kroner. Modellen hensyntar imidlertid fortsatt ikke det faktum at selv selskaper i samme bransje kan ha vesentlig forskjellig rentabilitet og veksttakt, men justerer for forskjeller i kapitalstruktur. Da det fremgår av tidligere analyse at Orkla på det nåværende tidspunkt er et svært solid selskap, med relativt lite gjeld sett i forhold til bransjen, er det kanskje ikke så overraskende at EV/EBIT-estimatet er noe høyere enn P/E-estimatet. EV/EBIT estimatet er imidlertid nesten 20 % høyere enn vårt fundamentale estimat på 102,9.

13.3 Oppsummering av komparativ verdivurdering

Etter nå å ha gjennomført en komparativ verdivurdering basert på de to multiplikatormodellene P/E og EV/EBIT har vi totalt kommet frem til tre verdiestimer. Den fundamentale analysen konkluderer med et verdiestimat på 102,9 kroner pr aksje, mens P/E- og EV/EBIT-analysen estimerer verdien til henholdsvis 106 og 122,6 kroner. P/E-analysen treffer svært nært vårt fundamentale verdiestimat, mens EV/EBIT-estimatet vurderer verdien av aksjen til å være ca 20 % høyere. Totalt vil vi si at den komparative verdivurderingen gir god støtte for at vårt fundamentale verdiestimat befinner seg på et fornuftig nivå. På bakgrunn av den tidligere belyste usikkerheten rundt komparativ verdsettelse, og det faktum at en fundamental verdivurdering er en langt grundigere metode, velger vi imidlertid å holde fast på vårt opprinnelige verdiestimat på 102,9 kroner pr aksje. Vi skal nå gjennom sensitivitetsanalyser vise usikkerheten i dette estimatet.

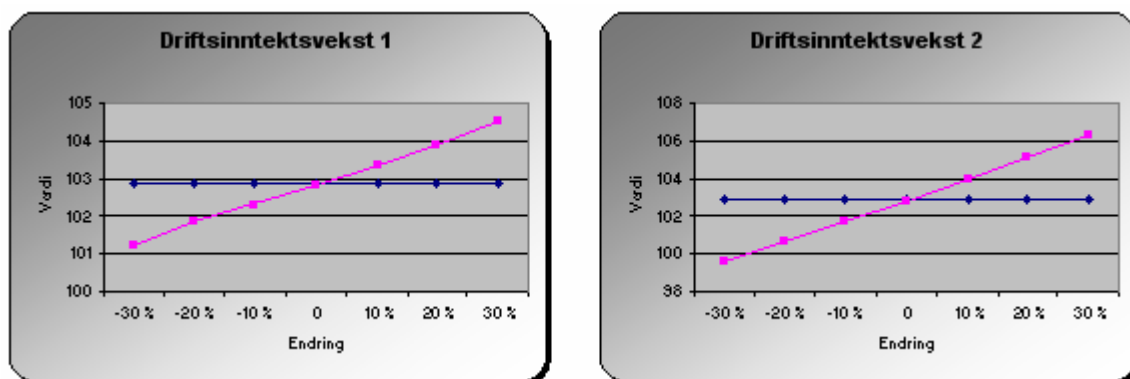
14 Usikkerhet i verdiestimatet

Gjennom utarbeidelsen av framtidsregnskap og verdsettelsesprosessen har vi forsøkt å være så nøkterne som mulig. Det er i en slik prosess fristende å bli for optimistisk ved fastsettelsen av budsjettdriverne. I et slikt tilfelle vil verdiestimatet reflektere aksjens potensial snarere enn den underliggende fundamentale verdien. Dette har vi forsøkt å unngå i størst mulig grad. Likevel er dette usikre størrelser som i all hovedsak blir fastsatt ved bruk av skjønn og usikre antakelser. Derfor er det viktig å få fram usikkerheten i vårt utarbeidede verdiestimat.

14.1 Sensitivitetsanalyse

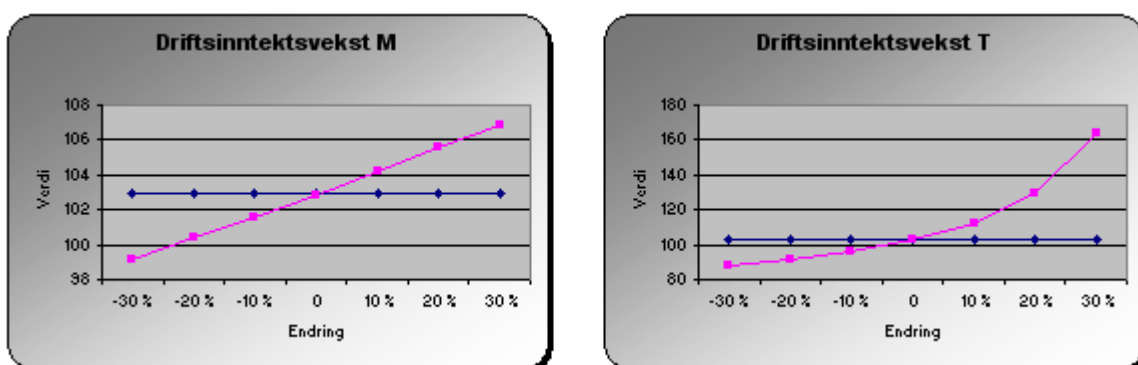
Den største usikkerheten er knyttet til drift og utviklingen i de budsjettdriverne som driften representerer. I hovedsak vil vi derfor se på endringer i driftsinntektsvekst, omløp til netto driftseiendeler og netto driftsmargin på de ulike budsjettpunktene. I tillegg analyserer vi endring i de faktorer som i størst grad er avgjørende for størrelsen på avkastningskravene, verdidriverne, siden avkastningskravene inngår som en vesentlig del av verdsettelsesmodellene. Dette gjelder risikofri rente på tidspunkt T, markedets risikopremie, egenkapitalbetaen og effektiv utbytteskatt på tidspunkt T. For hver driver vil vi vise hvordan verdiestimatet endrer seg ved at driveren settes opp eller ned i forhold til den basis som er benyttet i verdsettelsen. Den vannrette linja i figurene er utgangspunktet for sensitivitetsanalysen, representert ved vårt verdiestimat på 102,9 NOK pr aksje. Den andre linja representerer de verdiestimat som beregnes ved en prosentvis endring i budsjett- eller verdidriveren.

14.1.1 Driftsinntektsvekst



Figur 14-1: Sensitivitet i verdiestimat ved endring av driftsinntektsveksten på tidspunkt 1 og 2

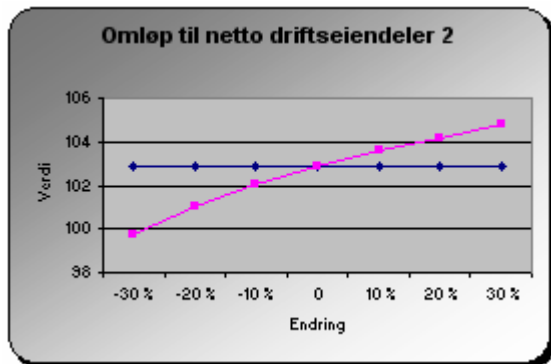
Verdiestimatet er ikke særlig følsomt for endringer i driftsinntektsveksten på kort sikt. En endring på 30 % på budsjettpunkt 1 utgjør en estimatendring på ca 1,6 % mens det tilsvarende tallet for budsjettpunkt 2 er i overkant av 3 %.



Figur 14-2: Sensitivitet i verdiestimat ved endring av driftsinntektsveksten på tidspunkt M og T

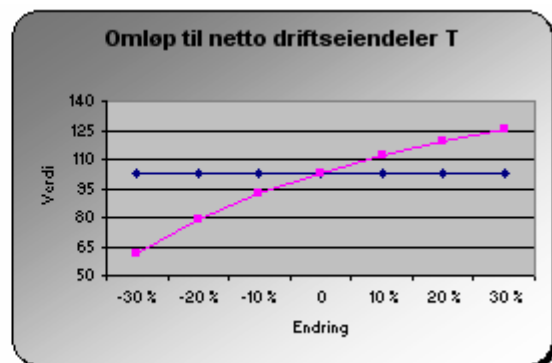
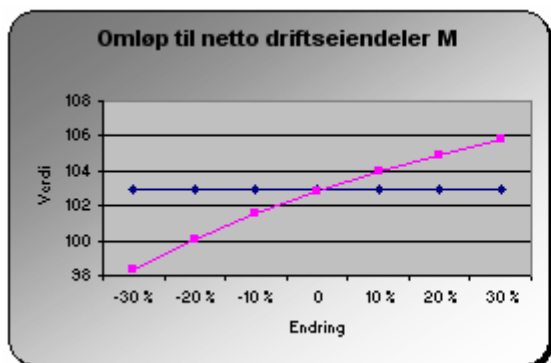
På mellomlang sikt finner vi tilnærmet samme resultater som for budsjettpunkt 2. På lang sikt derimot blir utslagene langt mer betydelige. En økning i driftsinntektsveksten på 30 % gir enn estimatendring på fundamentalverdien på 59 %.

14.1.2 Omløp til netto driftseiendeler



Figur 14-3: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av omløp til netto driftseiendeler på tidspunkt 2

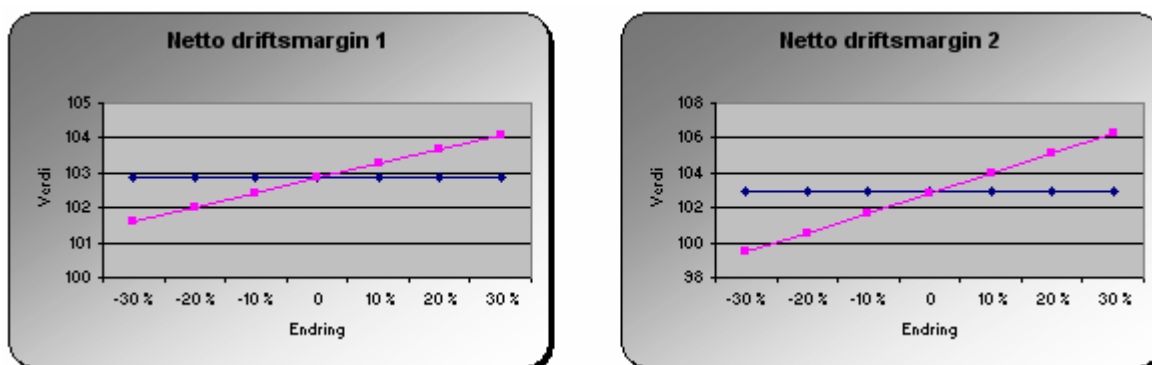
Fra budsjetteringskapittelet vet vi at omløpet til netto driftseiendeler på budsjettpunkt 1 er gitt. Derfor er det ikke interessant med sensitivitetsanalyse på dette punktet. På budsjettpunkt 2 er ikke verdiestimatet spesielt følsomt for endring i denne driveren. En nedgang på 30 % reduserer verdiestimatet med 3 % mens tallet for en tilsvarende oppgang er 1,9 %.



Figur 14-4: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av omløp til netto driftseiendeler på tidspunkt M og T

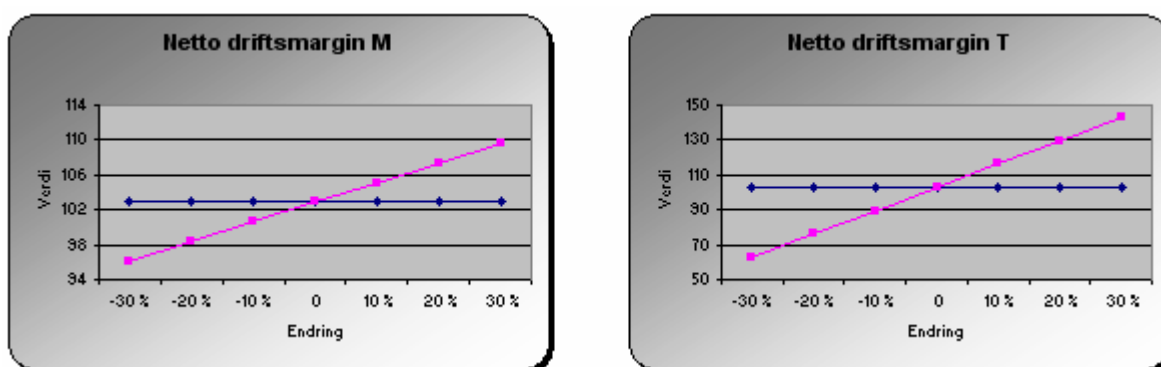
På mellomlang sikt gir analysen noe mer utslag enn på kort sikt men ikke betydelig. Også for denne driveren finner vi de største utslagene ved endringer på horisonten. Et 30 % lavere omløp enn basis reduserer vårt verdiestimat med 40 % til 61,7 NOK pr aksje. En tilsvarende oppgang gir en økning på ca 22 % til et verdiestimat på 125,3. Ved en endring på bare 10 % hver vei vil estimatet henholdsvis øke med 8,6 % eller reduseres med 10,4 %.

14.1.3 Netto driftsmargin



Figur 14-5: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av netto driftsmargin på tidspunkt 1 og 2

På kort sikt er ikke verdiestimatet spesielt sensitivt overfor endring i netto driftsmarginen med en estimatendring på litt over 3 % for en 30 % korrigerings på budsjettspunkt 2.

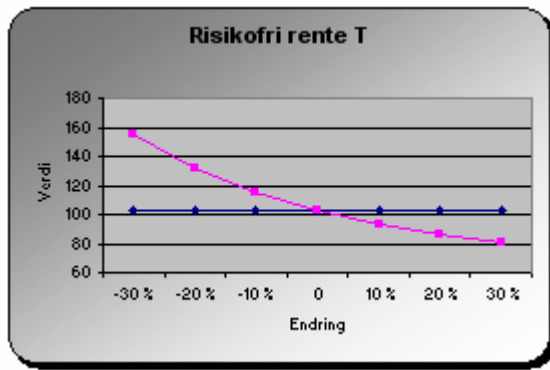


Figur 14-6: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av netto driftsmargin på tidspunkt M og T

På mellomlang sikt er verdiestimatet noe sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin med ca 6,5 % estimatendring for 30 % endring i driveren. På horisonten gir en oppgang på 30 % i marginen en estimatendring på 38,9 %. En tilsvarende nedgang gir en estimatreduksjon på 38,9 %. Ved en endring på bare 10 % hver vei vil estimatet øke eller reduseres med 13 %.

14.1.4 Risikofri rente

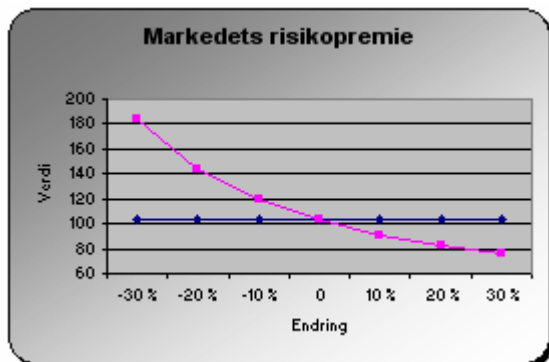
Rentenivået på kort sikt representerer ikke en så usikker størrelse at vi mener det er nødvendig å inkludere denne i sensitivitetsanalysen. Større usikkerhet knytter det seg derimot til den risikofrie renta på horisonten.



Figur 14-7: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av risikofri rente på tidspunkt T

En reduksjon i renta på 30 % fra basis gir oss et verdiestimat på 155,5 NOK pr aksje hvilket er 51,1 % høyere enn vårt endelige estimat. En økning på 30 % fører estimatet ned i 80,8, en reduksjon på 21,5 %. Dette viser at verdiestimatet er mest følsomt for nedgang i renta. En 10 % reduksjon øker estimatet til 114,9 NOK pr aksje, en oppgang på 11,7 %.

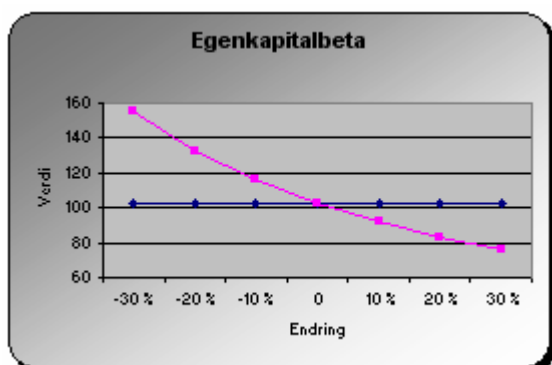
14.1.5 Markedets risikopremie



Figur 14-8: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av markedets risikopremie

Markedets risikopremie i perioden er satt lik den historiske langsiktige risikopremien fra 1958 til 2006. Dette er en størrelse som er svært usikker og vanskelig å predikere. Derfor er det viktig å få fram sensitiviteten med hensyn til denne. Vi ser at en lavere gjennomsnittlig premie i perioden vil øke estimatet betydelig, helt opp mot 184 NOK pr aksje for en 30 % nedgang. En 10 % nedgang øker estimatet med 15,8 % til 119,1. For høyere risikopremie enn basis finner vi samme utvikling som for risikofri rente nemlig at kurva er flatere. En økning i risikopremien på 30 % reduserer kurvestimatet til 75,6.

14.1.6 Egenkapitalbeta

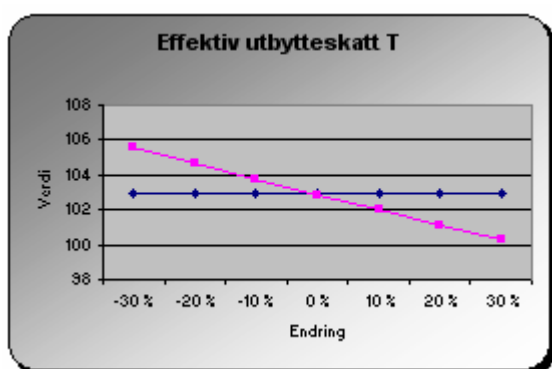


Figur 14-9: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av egenkapitalbetaen

Framoverskuende egenkapitalbeta tar utgangspunkt i dagens betaestimat. En endring av dagens beta vil derfor gi utslag på betaestimatene i hele budsjettperioden. Vi finner at dersom dagens beta settes 10 % lavere enn basis så vil verdiestimatet øke til 112,1 NOK pr aksje. En 30 % nedgang vil øke estimatet til 155. Også her ser vi at verdiestimatet er mindre sensitivt for økning i parameteren enn for reduksjon.

14.1.7 Effektiv utbytteskatt

Effektiv utbytteskatt er antatt å være null i starten av perioden og konvergere lineært mot et høyere nivå på horisonten.



Figur 14-10: Sensitivitet i verdiestimat ved endring av effektiv utbytteskatt på tidspunkt T

Verdiestimatet er ikke særlig sensitivt for endring i effektiv utbytteskatt på tidspunkt T. Estimatet varierer mellom 105,5 og 100,3 for henholdsvis reduksjon og økning.

14.1.8 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Vi har nå sett hvordan vårt verdiestimat vil forandre seg ved endring i ulike budsjett- og verdidrivere. Når det gjelder budsjett drivere valgte vi å fokusere på drift. På lengre sikt mener vi at usikkerheten knyttet til drift er større enn usikkerheten knyttet til finansielle poster¹²⁸. I tillegg antar vi at utviklingen i drift vil være mer avgjørende for verdiestimatet. De tre driverne vi fokuserte på var driftsinntektsvekst, omløp til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. Felles for alle driverne er at verdiestimatet er mest sensitivt for endringer på horisonten, tidspunkt T. På kort sikt er ikke sensitiviteten betydelig. På mellomlang sikt er verdiestimatet noe sensitivt for endringer. Mest gjelder dette for netto driftsmarginen. Oppsummert kan vi si at endringer i budsjett drivere knyttet til drift har mer påvirkning på verdiestimatet jo lenger ut i budsjettperioden de skjer.

Videre valgte vi å analysere de viktigste verdidriverne i våre avkastningskrav. Dette er risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbetaen og effektiv utbytteskatt. Felles for disse er at reduksjon i driveren bidrar til å øke verdiestimatet og omvendt. For alle fant vi at verdiestimatet er mer sensitivt for reduksjon enn for økning i driveren.

For å enda tydeligere vise usikkerheten i vårt verdiestimat skal vi nå gjennomføre en simuleringsprosess der alle budsjett- og verdidrivere blir gjort om til stokastiske variabler.

14.2 Simulering

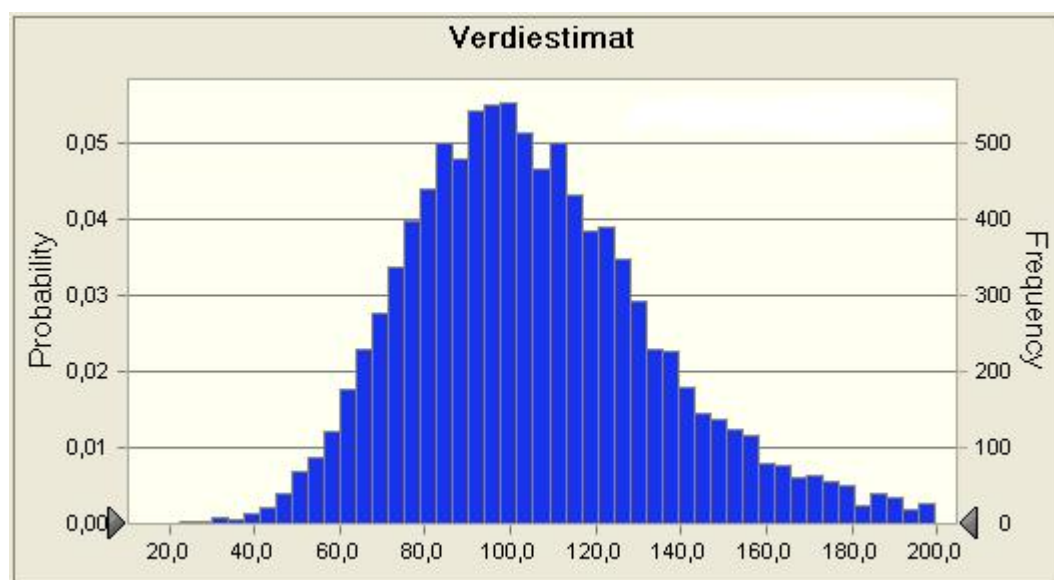
Gjennom Monte Carlo simulering¹²⁹ vil usikkerheten i vårt verdiestimat synliggjøres ved at budsjett- og verdidrivere blir gjort om til stokastiske variabler. Første steg i denne prosessen blir å definere variablene. Variablene defineres enten som uniformt fordelt (U) med et minimums og maksimums nivå eller som normalfordelt (N) der vi anslår forventningsverdi og standardavvik. Midtpunktet i uniform fordeling og forventningsverdi i normalfordeling er lik de respektive drivernes størrelse i budsjettet.

Vi ender opp med følgende stokastiske variabler:

¹²⁸ Selv om finansielle poster kan svinge mye på kort sikt

Budsjett- / verdidriver	Fordeling
Driftsinntektsvekst 1	$N[0,110; 0,020]$
Driftsinntektsvekst 2	$N[0,100; 0,040]$
Driftsinntektsvekst M	$U[0,060; 0,100]$
Driftsinntektsvekst T	$U[0,045; 0,065]$
Omløp til netto driftseiendeler 2	$U[1,100; 1,300]$
Omløp til netto driftseiendeler M	$U[1,500; 1,700]$
Omløp til netto driftseiendeler T	$U[1,700; 1,900]$
Netto driftsmargin 1	$N[0,075; 0,020]$
Netto driftsmargin 2	$N[0,080; 0,020]$
Netto driftsmargin M	$N[0,100; 0,015]$
netto driftsmargin T	$N[0,060; 0,010]$
Risikofri rente T	$U[0,050; 0,060]$
Markedets risikopremie	$U[0,065; 0,075]$
Egenkapitalbeta	$U[0,780; 0,986]$
Effektiv utbytteskatt T	$U[0,010; 0,050]$

På bakgrunn av disse kjører vi en simuleringsprosess på 10 000 trekninger i Crystal Ball¹³⁰.



Figur 14-11: Resultat av simuleringsprosess

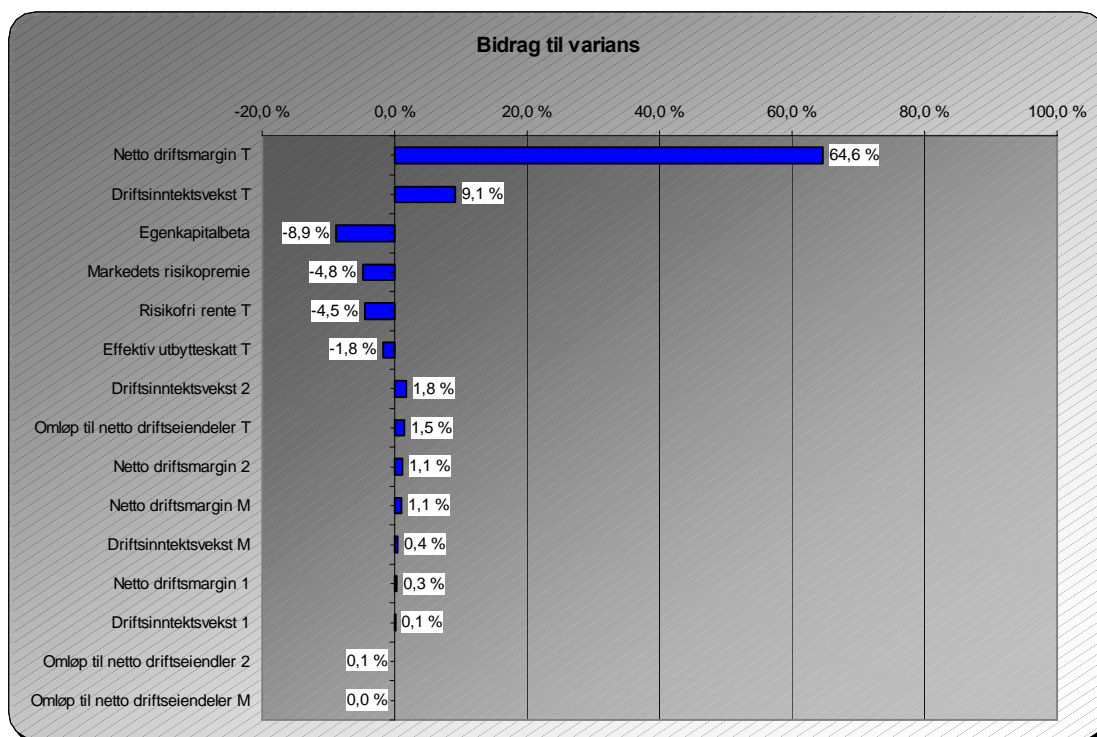
Statistikk	Verdier
------------	---------

¹²⁹ Brealey, Myers, Allen (2006)

¹³⁰ Tilleggsprogram til excel (www.crystalball.com)

Trekninger	10 000
Gjennomsnitt	107,2
Median	102,8
Standardavvik	32,9
Varians	1084,9
Variasjonskoeffisient	0,3072
Minimum	1,5
Maksimum	421,6

Resultatet av simuleringprosessen viser at verdiestimatet er bortimot normalfordelt med en forventningsverdi rundt vårt verdiestimat på 102,9. Dette stemmer overens med medianen i utvalget, mens gjennomsnittsverdien ligger noe høyere. Standardavviket til verdiestimatet er 32,9. Det høyeste verdiestimatet som kom ut av vår simulering prosess er 421,6 mens det laveste er 1,5 NOK pr aksje. Nedenfor viser vi en figur som synliggjør hvordan de ulike faktorene bidrar til variasjonen i verdiestimatet.

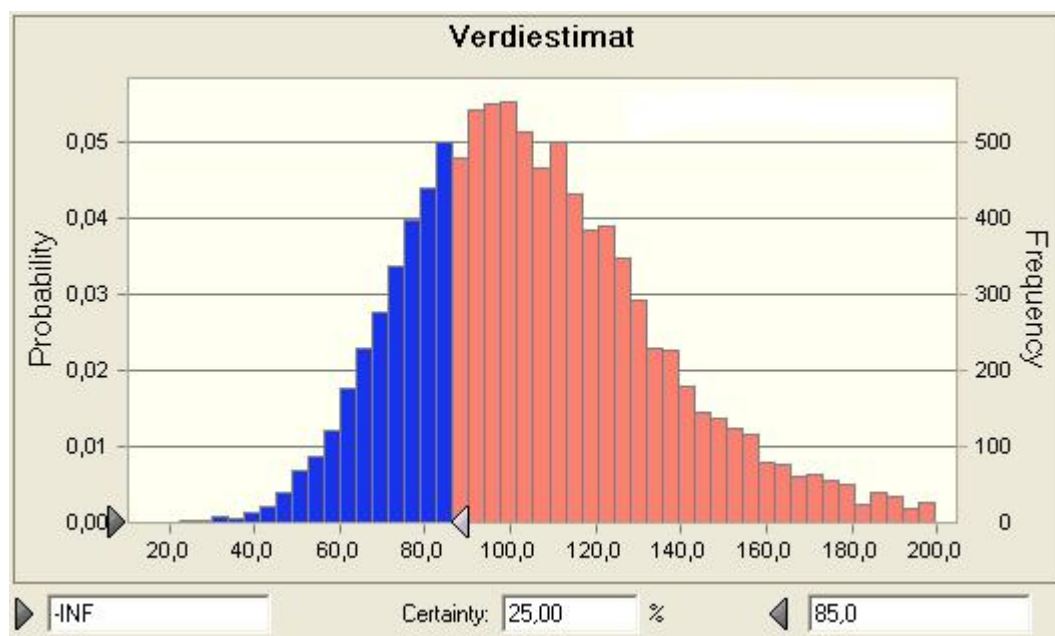


Figur 14-12: Budsjet- og verdidrivernes bidrag til varians i verdiestimatet

Netto driftsmargin på tidspunkt T forklarer 64,6 % av den variasjonen i verdiestimatet som oppstår gjennom vår simulering prosess. Videre ser vi at de andre faktorene på tidspunkt T også bidrar forholdsvis mye til variansen. Dette er i samsvar med de funn vi gjorde i sensitivitetsanalysen. Verdidriverne som inngår i krav til avkastning bidrar negativt til

variansen. Dette samsvarer også med funn fra sensitivitetsanalysen der vi viste at disse hadde motsatt påvirkning på verdiestimatet.

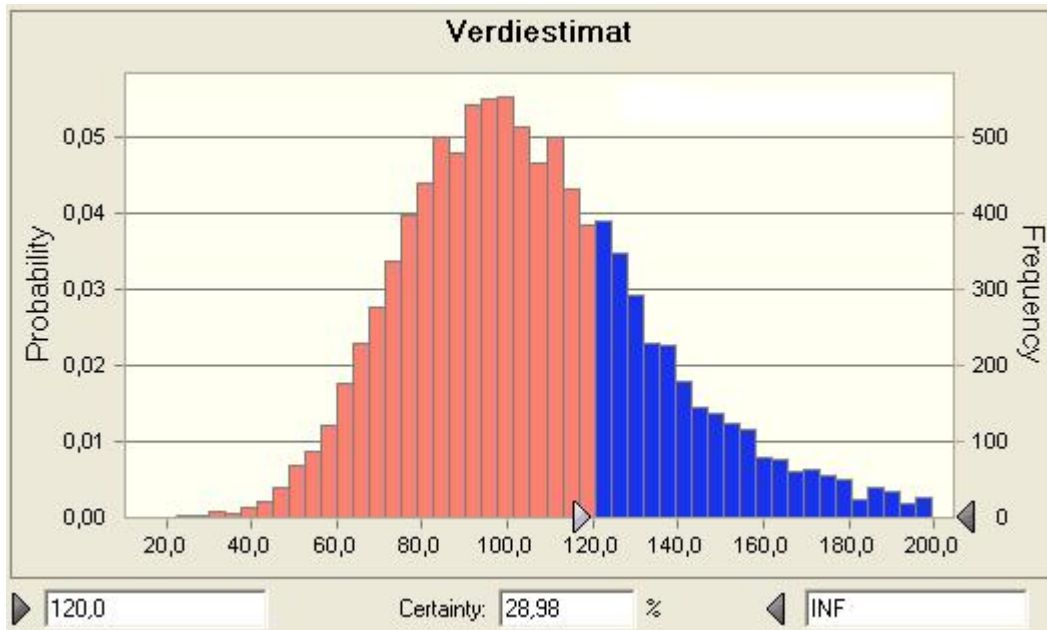
14.2.1 Nedsiderisiko



Figur 14-13: Nedsiderisiko gjennom simulering

Sannsynligheten for at verdien av Orkla-aksjen er under 85 NOK er 25 %.

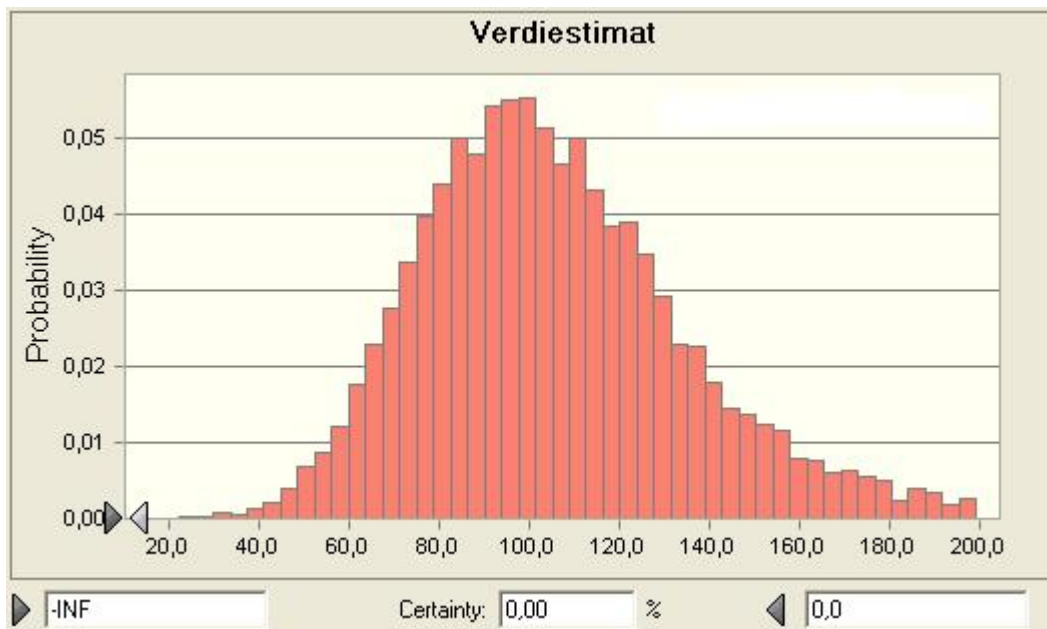
14.2.2 Oppsidepotensial



Figur 14-14: Oppsidepotensial gjennom simulering

Sannsynligheten for at verdien av Orkla-aksjen er over 120 NOK er 29 %.

14.2.3 Konkurranssynlighet



Figur 14-15: Konkurranssynlighet

Sannsynligheten for at Orkla aksjen er verdiløs er 0 %. Tidligere så vi at laveste verdi på bakgrunn av vår simulering var 1,5 hvilket bekrefter dette. Funnet samsvarer relativt godt med vårt anslag på konkurssannsynlighet på bakgrunn av syntetisk rating, nemlig 0,24 %¹³¹.

14.2.4 Oppsummering av simulering

Vi har nå vist usikkerheten i verdiestimatet gjennom en simuleringsprosess der kritiske budsjett- og verdidrivere ble gjort om til stokastiske variabler. Prosessen ga oss et normalfordelt verdiestimat med median som samsvarer med vårt "basisestimat" på 102,9 og et standardavvik på 32,9. Vi fant at nedsiderisikoen og oppsidepotensialet er omtrent like stort og konkurssannsynligheten er tilnærmet null.

På basis av fundamental verdsettelse og synliggjøring av usikkerhet i verdiestimatet skal vi nå konkludere med hva slags handlestrategi som kan være fornuftig i forhold til Orkla-aksjen.

¹³¹ Se kapittel 6.3

15 Konklusjon og handling

Børskursen til en aksje reflekterer hva slags forventninger markedet har til fundamentalverdier i et selskap og skapes i en balanse mellom tilbud og etterspørsel. Gjennom en grundig fundamentalanalyse har vi presentert vårt anslag på den underliggende fundamentalverdien i Orkla-aksjen pr 31.05.07. Dette endte på 102,9 NOK. Børskursen på det samme tidspunktet er 106,50 NOK. På basis av dette vil vi forsøke å komme med en anbefaling angående handel i aksjen.

Generelt kan man si at dersom verdiestimatet er høyere enn børskursen bør man kjøpe aksjen og vice versa. Dette er imidlertid en noe lite nyansert påstand. Selv om vår verdsettelsesprosess tar utgangspunkt i et godt utarbeidet teoretisk rammeverk og de ”grep” vi gjør underveis har støtte i teori og empiri er verdsettelse i stor grad basert på usikre antakelser om framtida. Dette har vi også forsøkt å synliggjøre gjennom analyse av usikkerhet i verdiestimatet. En bør derfor, med utgangspunkt i det utarbeidede verdiestimatet, sette en nedre og øvre grense for børskursen i forhold til når en skal handle i aksjen. For ei ”gate” som består av alle verdier mellom disse grensene vil anbefalingen være å holde på aksjen. Denne gaten setter vi skjønnsmessig til \pm ca 15% av verdiestimatet.

$$102,9 \cdot 0,85 \approx 87,5$$

Dersom børskursen på tidspunktet for utarbeidelsen av verdiestimatet er lavere enn 87,5 NOK pr aksje bør man kjøpe aksjen.

$$102,9 \cdot 1,15 \approx 118,5$$

Dersom børskursen på tidspunktet for utarbeidelsen av verdiestimatet er høyere enn 118,5 NOK pr aksje bør man selge aksjen.

Da vårt verdiestimat var ferdig utarbeidet var børskursen på Orkla-aksjen i overkant av 80 NOK. Dette ville gitt oss en klar kjøpsanbefaling. Imidlertid har kursen etter dette steget markant og er på sammenligningsdato for verdiestimatet som nevnt på 106,50.

Vi anbefaler på bakgrunn av vår analyse å holde på Orkla-aksjen.

Litteraturliste

Bøker:

Banken, Kjell, Tor Busch (1999): Analyse av finansregnskapet, 5. utgave, Tano Aschehoug, Trondheim

Barney, J. B. (1997): Gaining and sustaining competitive advantage, Addison-Wesley Publishing Company, New York

Besanko, David, David Dranove, Mark Shanley & Scott Schaefer (2004): The Economics of Strategy, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey

Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Marcus (2005): Investments, Sixth Edition, McGraw-Hill / Irwin, New York

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Franklin Allen (2006): Corporate Finance, Eighth Edition, McGraw-Hill / Irwin, New York

Dedekam jr., Anders (2002): Mikroøkonomi, Fagbokforlaget, Bergen

Hamal, G. and C. K. Prahalad (1994), Competing for the Future, Harvard Business School Press, Boston, MA.

Hill, Charles W. L., Gareth R Jones. (2004): Strategic Management Theory - an integrated approach, Sixth Edition, Houghton Mifflin Company, Boston, MA

Jakobsen, Erik W. og Lasse B. Lien (2001): Ekspansjon, Gyldendal Norsk Forlag, Oslo

Kinserdal, Arne (2005): Finansregnskap med analyse, 13. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo

Koller, Tim, Marc Goedhart, David Wessels (2005): Valuation, Measuring and managing the value of companies, Fourth Edition, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey

Kristoffersen, Trond (2005): Årsregnskapet - en grunnleggende innføring, 2. utgave, Fagbokforlaget, Bergen

Lynch, Richard (2006): Corporate Strategy, Fourth Edition, Pearson Education, Prentice Hall, Harlow

Penman, Stephen H (2003): Financial statement analysis and security valuation, Second Edition, The McGraw-Hill Companies, Inc, New York

Roos, Göran, Georg von Krogh , Johan Roos (2002): Innføring i strategi, 3. utgave, Fagbokforlaget, Bergen

Sørgard, Lars (2003): Konkurransestrategi - eksempler på anvendt mikroøkonomi, 2. utgave, Fagbokforlaget, Bergen

Artikler:

McGahan, Anita M. and Michael E. Porter (2002): What do we know about variance in accounting profitability? Boston University School of Management, Harvard Business School. Management Science, Volume 486, Number 7, July 2002.

Pettersen, Lars I (2005): IFRS for norske foretak –Hva innebærer det?

Kurs:

Knivsflå, Kjell Henry (2005): Forelesningsplansjer i kurset BUS 424, Strategisk regnskapsanalyse. (<http://portal.undervisning.nhh.no/master/bus424/>)

Knivsflå, Kjell Henry (2006): Forelesningsplansjer i kurset BUS 425, Regnskapsanalyse og verdsettelse. (<http://portal.undervisning.nhh.no/master/bus425/>)

Nettsider:

<http://www.orkla.no>

<http://www.rieberson.no/>

<http://www.nestle.com/>

<http://www.pg.com/>

<http://www.unilever.com/>

<http://www.alcoa.com/>

<http://www.memc.com/>

<http://www.natural.no/>

<http://www.solarworld.de>

<http://www.merrilllynch.com>

<http://www.skatteetaten.no/>

<http://www.norgesbank.no>

<http://www.lovdata.no>

<http://www.regnskapsstiftelsen.no>

<http://www.oslobors.no>

<http://www.datastream.com>

<http://www.crystalball.com>

<http://www.dn.no>

Årsrapporter:

Orkla:	2000 – 2006
Rieber & Søn:	2000 – 2006
Nestlé:	2000 – 2006
Procter & Gamble:	2000 – 2006
Unilever:	2000 – 2006
Alcoa:	2000 – 2006
MEMC:	2000 – 2006
Natural:	2000 – 2006
Solarworld	2000 – 2006

Aviser:

Dagens Næringsliv

Appendix 1 - Forklaring av notasjon

Kapittel 6.1.1 - Likviditetsgrad

KDG – Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KG – Kortsiktig gjeld

Kapittel 6.2.2 – Statisk finansieringsanalyse

DAM – Driftsanleggsmidler

FAM – Finansielle anleggsmidler

DOM – Driftsomløpsmidler

FOM – Finansielle omløpsmidler

TK – Totalkapital

EK – Egenkapital

MI – Minoritetsinteresser

LDG – Langsiktig driftsrelatert gjeld

LFG – Langsiktig finansiell gjeld

KDG – Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG – Kortsiktig finansiell gjeld

TE – Totale eiendeler

Kapittel 7.1 – Egenkapitalkravet

ekk	–	Egenkapitalkrav
r_f	–	Risikofri rente
β_{EK}	–	Beta til egenkapitalen
r_m	–	Markedsavkastning
$(r_m - r_f)$	–	Markedets risikopremie

Kapittel 8.1 - Egenkapitalrentabilitet

NRE	–	Nettoresultat til egenkapitalen
ekr	–	Egenkapitalrentabilitet
ndr	–	Netto driftsrentabilitet
nfgr	–	Netto finansiell gjeldsrente
nfgg	–	Netto finansiell gjeldsgrad
mir	–	Minoritetsrentabilitet
mig	–	Minoritetsgrad

Kapittel 12 – Fundamental verdsettelse

VEK	–	Verdi av egenkapitalen
FKE	–	Fri kontantstrøm til egenkapitalen
NBU	–	Netto betalt utbytte
ekk	–	Egenkapitalkrav
ekv	–	Egenkapitalvekst
SPE	–	Superprofitt til egenkapitalen
ekr	–	Egenkapitalrentabilitet
Δ SPE	–	Superprofittvekst
NRE	–	Nettoresultat til egenkapitalen
FKD	–	Fri kontantstrøm fra drift
ndk	–	Netto driftskrav
ndv	–	Netto driftsvekst
NFG	–	Netto finansiell gjeld
MI	–	Minoritetsinteresser
SPD	–	Superprofitt fra drift
NDK	–	Netto driftskapital
Δ SPD	–	Vekst i superprofitt fra drift
NDR	–	Netto driftsresultat
FKS	–	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital
skk	–	Krav til sysselsatt kapital

skv	–	Vekst i sysselsatt kapital
FG	–	Finansiell gjeld
SPS	–	Superprofitt til sysselsatt kapital
SSK	–	Sysselsatt kapital
Δ SPS	–	Vekst i superprofitt til sysselsatt kapital
NRS	–	Nettoresultat til sysselsatt kapital
FKED	–	Fri kontantstrøm til egenkapitalen fra drift
dekk	–	driftsegenkapitalkrav
dekv	–	Driftsegenkapitalvekst
FE	–	Finansielle eiendeler

Appendix 2 – Syntetisk rating

Grunnlag for ratingklasse

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Årlig konkurssansynlighet og kredittrisikofaktor basert på ratingklasse

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