

NORGES HANDELSHØYSKOLE  
Bergen, januar 2006

Siviløkonomutredning i fordypnings-/spesialfagområdet: Regnskap og økonomisk styring.  
Veileder: Førsteamanuensis Norvald Monsen



**Rieber & Søn ASA; en verdsettelse basert på strategisk regnskapsanalyse**

**av  
Anniken Helland Nordby**

«Denne utredningen er gjennomført som ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjennelsen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er fremkommet i arbeidet.»

# Forord

Som avslutning av siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole (NHH) skrives det en utredning innen det spesialområde en har valgt. Mitt spesialområde er regnskap og økonomisk styring, og det var derfor et naturlig valg å foreta en verdivurdering av et selskap. Ved å gjøre en slik verdivurdring, kunne jeg kombinere mye av det jeg har lært innen flere ulike fagkombinasjoner på NHH.

Siviløkonomutredningen er en praktisk måte å bruke kunnskap tilegnet gjennom hele studiet. I denne oppgaven har jeg brukt teori særlig fra fagene BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse og BUS425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse. Kjell Henry Knivsflå går i disse fagene gjennom et rammeverk for strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse. Min oppgave er laget med utgangspunkt i dette rammeverket. I tillegg brukes teori fra faget STR210 – Foretaksstrategi og etikk.

Til slutt vil jeg rette en takk til Førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå for gode forelesninger og til Førsteamanuensis Norvald Monsen for veiledning av oppgaven.

Bergen, 26.01.2006

Anniken Helland Nordby

## Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å finne et verdiestimat på egenkapitalen til Rieber & Søn ASA per 31.12.2005.

For å finne dette estimatet har jeg benyttet et rammeverk for strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse utarbeidet av Knivsflå (2005). I dette rammeverket tar en utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, og opererer således som en ekstern analytiker.

Jeg har først utarbeidet en strategisk analyse for å avdekke muligheter og trusler i Rieber & Søn ASA sine omgivelser. I tillegg har jeg analysert hvilke ressurser Rieber & Søn ASA besitter for å avdekke styrker og svakheter.

Videre har jeg foretatt en regnskapsanalyse, der jeg har omgruppert og justert Rieber & Søn konsernets offentliggjorte regnskapstall. Disse tallene er videre blitt analysert og jeg har sett på en rekke nøkkeltall.

På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen har jeg fått en pekepinn på om hvorvidt Rieber & Søn vil ha evne til å generere superprofitt i fremtiden. Jeg har da utarbeidet et fremtidsregnskap basert på analysene med en budsjettthorisont på 8 år.

Endelig har jeg beregnet verdien av egenkapitalen til Rieber & Søn ved hjelp av superprofittmodellen. Dette verdiestimatet ga en pris per aksje på 48,25. Aksjekursen 31.12.2005 var 50,25, og jeg konkluderte med at aksjen var noe overpriset i markedet.

# Innholdsfortegnelse

<b><i>Kapittel 1 Problem</i></b>	<b>8</b>	
<b><i>Kapittel 2 Metode</i></b>	<b>9</b>	
<b><i>Kapittel 3 Referanseramme</i></b>	<b>10</b>	
<b>3.1</b>	<b>Finansregnskapet</b>	<b>10</b>
3.1.1	Informasjon i finansregnskapet	10
3.1.2	Regnskapsprinsipper	10
3.1.3	Offentlige regnskapstall ved analyse	11
<b>3.2</b>	<b>Valg av verdsettelsesteknikk</b>	<b>13</b>
3.2.1	Oversikt over verdsettelsesteknikker	13
3.2.2	Valg av verdsettelsesteknikk	14
3.2.3	Rammeverk for fundamental verdsettelse	14
<b><i>Kapittel 4 Presentasjon av Rieber &amp; Søn</i></b>	<b>16</b>	
<b>4.1</b>	<b>Presentasjon av selskapet</b>	<b>16</b>
<b>4.2</b>	<b>Oppsummering av hovedtall fra finansregnskapet</b>	<b>19</b>
<b><i>Kapittel 5 Analyse</i></b>	<b>21</b>	
<b>5.1</b>	<b>Strategisk analyse</b>	<b>21</b>
5.1.1	Eksternanalyse	21
5.1.1.1	Porters "Five Forces"	22
5.1.1.2	PESTE-modellen	28
5.1.2	Internanalyse	30
5.1.3	SWOT analyse	34
<b>5.2</b>	<b>Regnskapsanalyse</b>	<b>35</b>
5.2.1	Valg av analyseperiode og komparative virksomheter	35
5.2.2	"Trailing" regnskap	35
5.2.3	Omgruppering for analyse	37
5.2.4	Målefeil	40
5.2.4.1	Gruppering av målefeil	40
5.2.4.2	Justering av målefeil	42
5.2.4.2.1	Justering av forskning og utvikling	42
5.2.4.2.2	Justering av netto pensjonskrav	43
5.2.4.2.3	Justering av netto utsatt skatt	44
<b>5.3</b>	<b>Nøkkeltallsanalyse</b>	<b>45</b>
5.3.1	Analyse av risiko	45
5.3.1.1	Likviditetsanalyse	45
5.3.1.2	Soliditetsanalyse	48
5.3.1.3	Syntetisk rating	50
5.3.2	Avkastningskrav	51
5.3.2.1	Egenkapitalkrav	51
5.3.2.2	Krav til avkastning for minoriteten	52
5.3.2.3	Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	52

5.3.2.4	Krav til avkastning på netto driftskapital	54
5.3.3	Analyse av lønnsomhet	55
5.3.3.1	Egenkapitalrentabilitet	55
5.3.3.2	Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten	56
5.3.4	Analyse av vekst	58
5.3.4.1	Kapitalvekst	58
5.3.4.2	Resultatvekst	59
<b>5.4</b>	<b>Fremtidsregnskap</b>	<b>59</b>
5.4.1	Valg av budsjettthorisont	59
5.4.2	Budsjettering til budsjettthorisonen	60
5.4.3	Fremtidige avkastningskrav	63
5.4.3.1	Egenkapitalkrav	63
5.4.3.2	Krav til avkastning på netto finansiell gjeld	64
5.4.3.3	Netto driftskrav	65
5.4.4	Fremskrivning av krav og verdidrivere etter budsjettthorisonen	65
<b>5.5</b>	<b>Fundamental verdsettelse</b>	<b>66</b>
5.5.1	Verdsettelse på basis av egenkapitalmetoden	66
5.5.2	Verdsettelse på basis av totalkapitalmetoden	67
5.5.3	Verdiestimatet og sensitivitetsanalyse	68
<b>Kapittel 6</b>	<b>Oppsummering og konklusjon</b>	<b>70</b>
6.1	Oppsummering	70
6.2	Handlestrategi	71
6.3	Råd til videre studier	71
<b>Vedlegg 1:</b>	<b>Rapportert resultatregnskap og balanse i analyseperioden, inkludert ”trailing” resultat og balanse for 2005</b>	<b>72</b>
<b>Vedlegg 2:</b>	<b>Omgruppert resultat, balanse og kontantstrømoppstilling</b>	<b>74</b>
<b>Vedlegg 3:</b>	<b>Justert og omgruppert resultat, balanse og kontantstrømoppstilling</b>	<b>76</b>
<b>Vedlegg 4:</b>	<b>Proforma resultat, balanse og kontantstrømoppstilling i perioden 2005-2013</b>	<b>78</b>
<b>Vedlegg 5:</b>	<b>Symbolliste</b>	<b>79</b>
<b>Referanser</b>		<b>80</b>

## Tabelloversikt

Tabell 1:	Hovedtall fra finansregnskapet
Tabell 2:	SVIMA-trappen
Tabell 3:	SVIMA-testen
Tabell 4:	SWOT analyse
Tabell 5:	Skattekostnad i ”trailingåret”
Tabell 6:	”Dirty surplus” i ”trailingåret”
Tabell 7:	Endring i egenkapitalen
Tabell 8:	Netto betalt utbytte
Tabell 9:	Unormalt netto driftsresultat
Tabell 10:	Driftsskattesats
Tabell 11:	Forholdstall for å avdekke kreativ regnskapsføring
Tabell 12:	Justering av forskning og utvikling
Tabell 13:	Justering av netto pensjonskrav
Tabell 14:	Justering av netto utsatt skatt
Tabell 15:	Kontantstrømanalyse med fokus på endring i finansielle eiendeler
Tabell 16:	Dekning av avdrag og rente
Tabell 17:	Statisk finansieringsanalyse
Tabell 18:	Statisk finansieringsanalyse i prosent
Tabell 19:	Syntetisk rating
Tabell 20:	Utrekning av forholdstall relevant for syntetisk rating
Tabell 21:	Syntetisk rating av Rieber & Søn
Tabell 22:	Utrekning av egenkapitalkrav
Tabell 23:	Finansiell eiendelsbeta
Tabell 24:	Beta til finansiell gjeld
Tabell 25:	Finansielt gjeldskrav
Tabell 26:	Finansielt eiendelskrav
Tabell 27:	Krav til netto finansiell gjeld
Tabell 28:	Netto driftsbeta
Tabell 29:	Egenkapitalbeta
Tabell 30:	Egenkapitalkrav
Tabell 31:	Krav til minoriteten
Tabell 32:	Netto driftskrav
Tabell 33:	Egenkapitalrentabilitet
Tabell 34:	Dekomponering av egenkapitalrentabilitet
Tabell 35:	Dekomponering av netto driftsrentabilitet
Tabell 36:	Normalisert egenkapitalvekst
Tabell 37:	Budsjettering av driftsinntektsvekst
Tabell 38:	Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler
Tabell 39:	Budsjettering av netto driftsmargin
Tabell 40:	Budsjettering av finansiell gjeldsdel
Tabell 41:	Budsjettering av finansiell eiendelsdel
Tabell 42:	Budsjettert egenkapitalbeta
Tabell 43:	Budsjettert egenkapitalkrav
Tabell 44:	Budsjettert finansielt eiendelskrav
Tabell 45:	Budsjettert rating av Rieber & Søn
Tabell 46:	Budsjettert kredittrisikopremie
Tabell 47:	Budsjettert krav til finansiell gjeld
Tabell 48:	Budsjettert krav til netto finansiell gjeld
Tabell 49:	Budsjettert netto driftskrav
Tabell 50:	Verdsettelse på basis av superprofitmodellen
Tabell 51:	Rieber & Søns utestående aksjer
Tabell 52:	Verdi per Rieber & Søn aksje

## Figuroversikt

Figur 1:	Rammeverk for fundamental verdsettelse
Figur 2:	Geografisk fordeling av netto salg
Figur 3:	Fordeling av netto salg per produktgruppe
Figur 4:	Eksternanalyse
Figur 5:	Likviditetsgrad 1 og 2
Figur 6:	Rentedekningsgrad
Figur 7:	Finansiell gjeldsdekning
Figur 8:	Egenkapitalprosent
Figur 9:	Superrentabilitet
Figur 10:	Driftsinntektsvekst
Figur 11:	Omløpet til netto driftseiendeler
Figur 12:	Netto driftsmargin
Figur 13:	Finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel
Figur 14:	Budsjettert egenkapitalrentabilitet vs –krav
Figur 15:	Sensitivitetsanalyse

## Kapittel 1

# Problem

Formålet med denne utredningen er å finne et verdiestimat på egenkapitalen til Rieber & Søn ASA (heretter kalt Rieber & Søn) per 31.12.2005. I tillegg håper jeg at jeg gjennom denne oppgaven kan videreformidle kunnskap som studenter og andre interesserte kan dra nytte av. På slutten av utredningen kommer jeg således med råd til videre studier innen temaet.

Jeg valgte å foreta en verdivurdering av et selskap, da dette er en praktisk måte å få brukt mye av teori tilegnet ved siviløkonomistudiet ved NHH. I tillegg er verdivurdering et felt en siviløkonom med stor sannsynlighet vil møte på i senere jobbsammenheng.

Da jeg er CEMS student, ønsket jeg å verdsette et selskap med et internasjonalt fokus. I tillegg ønsket jeg å se på et selskap lokalisert i Bergen. Det var også viktig at selskapet var notert på Oslo Børs grunnet større informasjonstilgjengelighet. Rieber & Søn ASA var i så måte et naturlig valg. Selskapet opererer i en spennende bransje, som står overfor en rekke utfordringer med stadig større internasjonal konkurranse. Videre er den internasjonale delen av Rieber & Søn sin virksomhet i stadig vekst.



## Kapittel 2

# Metode

For å løse problemstillingen i utredningen har jeg valgt å benytte meg av offentlig tilgjengelig informasjon. Som utgangspunkt har jeg benyttet meg av relevant litteratur tilegnet i siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole. Her har jeg særlig benyttet meg av et rammeverk for fundamental verdsettelse utarbeidet av Knivsflå (2005). Dette har vært et naturlig valg, da jeg har fulgt to av kursene hans innen emnet på master-nivå ved NHH. I utgangspunktet hadde jeg tenkt å benytte meg mer av råd fra ansatte i Rieber & Søn, men kom etter hvert frem til at informasjonen i årsrapporter og på nettsidene deres var mer enn tilstrekkelig.

Da dette er en siviløkonomutredning, ikke en verdsettelse gjort av en finansanalytiker, prøver jeg å trekke inn generell teori for regnskapsanalyse og verdivurdering i tillegg til ren analyse av Rieber & Søn.

I løpet av arbeidet med oppgaven har jeg måttet foreta enkelte valg for å ikke gjøre oppgaven alt for omfattende. Jeg har blant annet utelatt å analysere komparative virksomheter. I tillegg kunne justeringene av de offentlige regnskapstallene vært flere. Jeg kunne også valgt en noe lengre analyseperiode.

## Referanseramme

I dette kapitlet vil jeg først gå gjennom hvilken informasjon vi finner i offentlige finansregnskap, og begrunne hvorfor ikke denne informasjonen uten videre kan benyttes for å finne verdien av egenkapitalen til et selskap. Videre vil jeg diskutere ulike verdsettelsesteknikker, og begrunne mitt valg av teknikk. Endelig vil jeg gjøre rede for et rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2005), som min utredning bygger på.

### 3.1 Finansregnskapet

#### *3.1.1 Informasjon i finansregnskapet*

Et viktig formål ved utarbeidelse av finansregnskap er å gi brukerne informasjon som er av verdi når de skal fatte beslutninger av økonomisk karakter (Monsen, 1987). Rapportering av regnskapsinformasjon skjer gjennom offentliggjøring av resultatregnskap, balanse og kontantstrøm samt eventuelle noteopplysninger. Resultatregnskapet gir en sammenstilling av inntekter og kostnader, ikke kun inn- og utbetalinger. Dette gir et bedre grunnlag for å predikere kontantstrømmer (Monsen, 1987). Balansen gir en oversikt over selskapets eiendeler samt egenkapital og gjeld. Kontantstrømmen viser inn- og utbetalinger forbundet med drift, investering og finansiering. Informasjonen fra finansregnskapet skal være relevant og pålitelig for brukerne (Knivsflå, 2005).

#### *3.1.2 Regnskapsprinsipper*

Finansregnskapet bygger på en del viktige prinsipper. Dette gjør at sammenlikning av regnskapsdata på tvers av bedrifter blir enklere. I tillegg vil brukerne av regnskapene vite hva regnskapsdataene bygger på, og dermed kunne foreta bedre beslutninger (Monsen, 1987). De viktigste prinsippene ved utarbeidelse av finansregnskap er de følgende (Knivsflå, 2005):

*Transaksjonsprinsippet:*

*”Transaksjoner skal regnskapsføres til verdien av vederlaget på transaksjonstidspunktet”.*

Dette prinsippet innebærer at transaksjonen regnskapsføres til den historiske kostnaden, altså til virkelig verdi av vederlaget på transaksjonstidspunktet.

*Opptjeningsprinsippet:*

*”Inntekt skal resultatføres når den er opptjent”.*

Opptjeningen skjer etter hovedregelen når det skjer en transaksjon, f.eks ved levering av en vare. Imidlertid kan inntektsføringen utsettes hvis det er usikkert om inntekten vil innbetales. Dersom inntekten er basert på en bindende kontrakt, kan den derimot bli fremskyndt.

*Sammenstillingsprinsippet:*

*”Utgifter skal kostnadsføres i samme periode som tilhørende inntekt”.*

Dette prinsippet bygger på at det enten er en direkte sammenheng mellom inntekt og tilhørende kostnad, eller en indirekte sammenheng, f.eks ved avskrivning. Dersom en utgift ikke har en tilhørende inntekt skal den kostnadsføres med en gang.

*Forsiktighetsprinsippet:*

*”Urealisert tap skal resultatføres”.*

Dette prinsippet gjør at en skal regnskapsføre til den laveste verdien av historisk kost og virkelig verdi, noe som medfører en asymmetrisk tilpasning til virkelig verdi. En kan nemlig ikke oppskrive eiendeler til virkelig verdi, kun nedskrive (motsatt for gjeld). Det er viktig at vurderingen skjer etter best mulig estimat, altså forventet verdi.

*Sikring:*

*”Ved sikring skal gevinst og tap resultatføres i samme periode”.*

Dette prinsippet er en periodiseringsregel som gjelder for visse eiendeler som kan sees på som en portefølje som sikrer hverandre. Et eksempel er en aksje og en salgsoption. Hovedregelen for vurdering er imidlertid at eiendeler og gjeld skal vurderes individuelt (RL § 5-5).

### ***3.1.3 Offentlige regnskapstall ved analyse***

Strategisk regnskapsanalyse gjøres på bakgrunn av offentlig informasjon, særlig regnskapsinformasjon. Denne informasjonen skal, ideelt sett, avbilde underliggende økonomiske forhold. Norske regnskap utarbeides etter god regnskapsskikk, men denne regnskapsskikken påvirkes også av internasjonale standardsettere. Virksomheter notert på Oslo Børs må, gjennom EØS avtalen, rapportere etter internasjonale standarder (IFRS/IAS) fra og med 2005.

Regnskapsføring etter god regnskapsskikk og internasjonale regler reflekterer ikke alltid underliggende økonomiske forhold på den mest hensiktsmessige måte. Her kan særlig nevnes transaksjonsprinsippet, som også kalles historisk kost prinsippet. Dette prinsippet innebærer at de færreste transaksjoner regnskapsføres til virkelig verdi. På denne måten vil rapporterte tall i resultatregnskap og balanse ikke nødvendigvis være lik virkelige tall. I tillegg vil enkelte metoder som benyttes i praksis (f.eks lineære avskrivninger) innebære brudd også på historisk kost prinsippet, noe som kan medføre målefeil. Gjennom regnskapsanalyse vil en kunne avsløre eventuelle målefeil, som danner grunnlag for justering av det offentlige finansregnskapet.

Når det gjelder oppstilling av finansregnskapet etter god regnskapsføring, er denne først og fremst kreditororientert snarere enn investororientert. For investororientert regnskapsanalyse kan det i så måte være aktuelt å omgruppere disse tallene for å skreddersy oppstillingen for en investororientert analyse. Jeg vil komme mer tilbake til nytten ved å omgruppere og eventuelt justere regnskapstall i regnskapsanalyse-delen. Først vil jeg imidlertid begrunne mitt valg av teknikk for verdsettelse av egenkapitalen til Rieber & Søn.

## 3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

### 3.2.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker

Det finnes tre hovedteknikker for verdivurdering (Knivsflå, 2005):

- 1) Fundamental verdsettelse
- 2) Komparativ verdsettelse
- 3) Opsjonsbasert verdsettelse

Disse teknikkene er vanligvis ikke alternativ, men supplerer derimot hverandre. Jeg velger kort å presentere de ulike teknikkene, og deretter begrunne valg av en av teknikkene for å verdsette Rieber & Søn, nemlig fundamental verdsettelse.

#### 1) *Fundamental verdsettelse*

Fundamental verdsettelse er en teknikk basert på strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap. Det er den mest grunnleggende teknikken for verdivurdering. Denne teknikken bør brukes når virksomheten er i en moden fase (stabil drift) og når en har flere år med regnskapstall tilgjengelig. Teknikken bør altså ikke brukes hvis selskapet er i oppstarts- eller avviklingsfasen.

#### 2) *Komparativ verdsettelse*

Komparativ verdsettelse er verdivurdering basert på komparative virksomheter eller komparative eiendeler. Innen denne type verdivurdering finnes to hovedmodeller; Multiplikatormodeller og Substansverdimodeller. Multiplikatormodellen er mest brukt av de to, og modellen foretar en direkte verdsettelse av egenkapitalen ved å sammenlikne med hvordan et utvalg komparative virksomheter prises i aksjemarkedet. Dette er en enkel modell, og den brukes derfor mye i praksis. Ved substansverdimetoden foretas en indirekte komparativ verdsettelse av egenkapitalen gjennom å sammenlikne med markeds- eller salgsverdier på individuelle eiendeler og individuell gjeld. Metoden brukes mye i eiendoms- og shippingbransjen der viktige eiendeler har klare sammenlignbare verdier.

### *3) Opsjonsbasert verdsettelse*

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av fundamental verdsettelse, med det mål å bygge inn verdi av særlig fleksibilitet (realopsjoner). Realopsjonen verdsettes separat ved hjelp av f.eks Black & Scholes eller binomisk tilnærming. Eksempler på slike realopsjoner kan være opsjon til å ekspandere, vente eller avvikle. Opsjonsbasert verdsettelse vil være aktuelt når opsjonen lett kan identifiseres og når den utgjør en viktig del i vurderingen av bedriften. Imidlertid kan en ta hensyn til slike opsjoner også ved bruk av fundamental verdsettelse ved å innbake opsjonen i egenkapitalveksten.

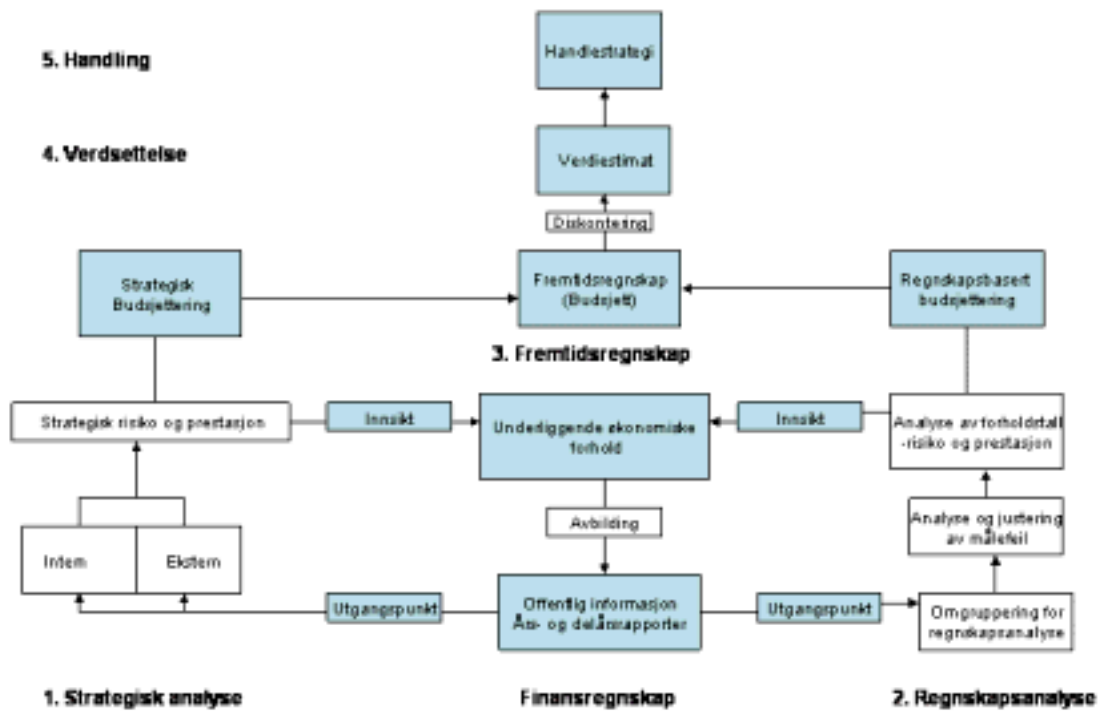
### ***3.2.2 Valg av verdsettelsesteknikk***

Jeg har valgt å benytte fundamental verdsettelse i min verdivurdering av Rieber & Søn. Denne teknikken er mest grundig, og passer godt da selskapet er i en moden bransje og har mange år med tilgjengelige regnskapstall.

### ***3.2.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse***

Ved utarbeidelse av fundamental verdsettelse tar en utgangspunkt i offentlig informasjon. På bakgrunn av denne informasjonen foretar man en strategisk analyse og deretter en regnskapsanalyse. Etter å ha utført disse analysene utarbeider man et fremtidsregnskap, som man videre diskonterer slik at en får et verdiestimat. Rammeverket (Knivsflå, 2005) er oppsummert i figuren på neste side.

## Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

Rammeverket vil belyses i analysedelen av oppgaven, kapittel 5. Først velger jeg imidlertid å presentere Rieber & Søn.

## Presentasjon av Rieber & Søn

### 4.1 Presentasjon av selskapet

Rieber & Søn ble etablert i Bergen i 1839. Selskapet var opprinnelig et handelsselskap, men engasjerte seg videre i næringsmiddelindustri og andre industrier, som f.eks byggevarer. TORO, som i dag er en av Norges sterkeste merkevarer, har sin opprinnelse fra 1948. I 1987 ble Rieber & Søn notert på Oslo Børs. Rieber & Søn startet sitt engasjement i Sentral- og Øst-Europa med overtakelsen av den tsjekkiske merkevaren Vitana. Denne delen av virksomheten har utviklet seg kraftig de senere år. I 2000 ble store deler av virksomheten solgt ut og det ble besluttet at selskapet kun skulle fokusere på næringsmiddelindustri. Dette fokuset gis det uttrykk for i selskapets visjon og forretningsidé ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)):

#### **Selskapets visjon:**

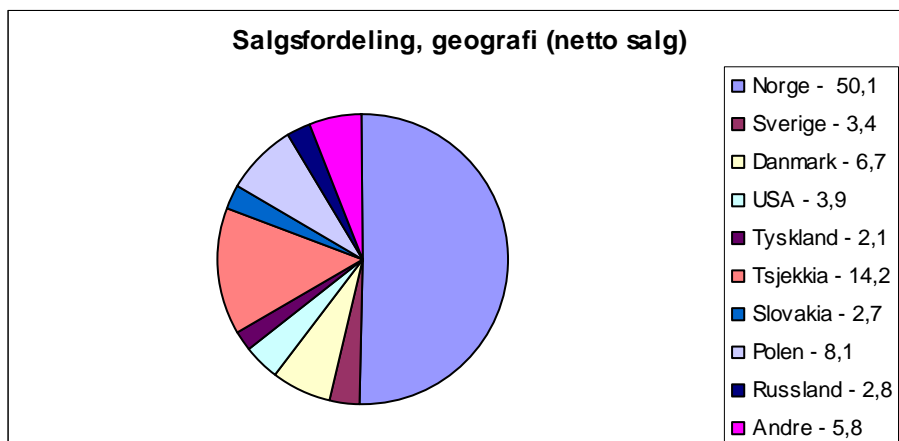
*Vi skal være “The Local Taste Champion”, den ledende merkevarebyggeren, dvs vi skal utvikle ettertraktede produkter forankret i konsumentenes lokale preferanser og behov.*

#### **Selskapets forretningsidé:**

*Vi skal inspirere konsumentene til å lage spennende og smakfulle måltider på en enklere måte.*

I dag er selskapet et av Norges ledende næringsmiddelkonsern med hele 3600 ansatte og 17 produksjonsenheter (Reinkind, 2005). Rieber & Søn produserer og selger merkevarer i 12 land. I tillegg eksporteres produktene til flere andre markeder. Hovedmarkedene er Norge, Norden og utvalgte land i Vest-Europa og Sentral- og Øst-Europa.

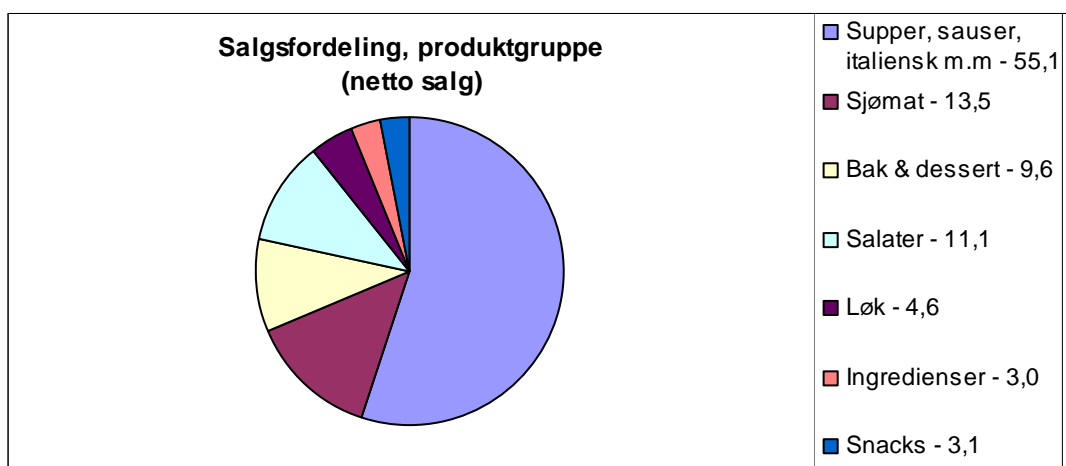




Figur 2: Geografisk fordeling av netto salg

Som vi ser av figuren er Norge det største geografiske markedet. Vi kan også se at de geografiske lokaliseringene utgjør to hovedsegmenter, Vest-Europa og Sentral- og Øst-Europa (CEE). Det Vest-Europeiske markedet utgjør i overkant av 62 %, mens CEE-området utgjør i underkant av 28 % av totalmarkedet.

Rieber & Søn er aktiv innen et bredt spekter av kategorier der de viktigste er middagsløsninger, kakemikser, bakeprodukter, krydder, smakstilsetninger, salater og hermetisk sjømat. Som vi ser fra figuren nedenfor utgjør supper, sauser og italiensk mat den største produktgruppen.



Figur 3: Fordeling av netto salg per produktgruppe

## **Organisering av selskapet**

Rieber & Søn ble i 2003 organisert i 9 forretningsenheter. Disse forretningsenhetene omfatter til sammen 25 merkevarer i 12 land. Toro, King Oscar, Vitana og Delecta opererer som hovedmerkenavn, hvor merkevarene brukes på et bredt sortiment av varer. De resterende merkevarene er produktmerkenavn som dekker et enkeltprodukt eller en kategori. Videre opererer merkevarene i ulike geografiske områder. Toro, Denja og Cronions hører til hovedsegmentet Vest-Europa, mens Vitana, Delecta og Rieber Russia hører til CEE-segmentet. King Oscar, Food Service og Rieber Food Ingredients opererer i begge hovedsegmentene. Jeg velger å kort presentere de 9 forretningsenhetene:

### *Toro*

Toro er et av Norges sterkeste merkenavn, og det produserer og markedsfører supper, sauser, gryteretter, italiensk mat, krydder, buljonger, hermetikk, nudler, ris, pasta, asiatiske produkter m.m. Produktene eksporteres i tillegg til blant annet Sverige og Island. Produksjonen av Toros varer finner sted i Norge

### *Denja*

Denja har sterke merkevarer som selges under merkenavnet Denja samt Vossafår spekepølse i det skandinaviske markedet. De viktigste produktene er kjølte produkter som salater, dressinger og sild samt spekepølser. Denjas merkevarer produseres i Norge og Danmark.

### *Cronions*

Cronions produserer og selger sprøstekt løk i de fleste land i Europa, særlig Tyskland og Danmark. Produksjonen foregår i Nederland.

### *King Oscar*

King Oscar selger hermetisk sjømat, der de mest kjente produktene er sardiner, makrell i tomat, torskerogn og torskelever. Sardinene selges over hele verden, med USA som det største markedet. Produksjonen skjer i Norge og Polen.

### *Rieber Food Ingredients*

Rieber Food Ingredients produserer og selger smaksingredienser til næringsmiddelprodusenter. Her kan nevnes krydderblandinger, buljonger samt ulike smaker basert på fisk og skalldyr. Produksjonen finner sted i Norge samt i Tsjekkia.

### *Food Service*

Food Service sørger for sortimentsutvikling, salg og markedsføring av produkter til storhusholdningsmarkedet i Skandinavia samt Tsjekkia og Slovakia. Kjente merkevarer som Toro, BlackBoy, King Oscar, Vestlandslefsa, Denja og Vitana selges tilpasset foodservice-markedet.

### *Vitana*

Vitana er en av Tsjekkias største næringsmiddelprodusenter og er blant annet merkevareleder innen supper, buljonger, krydder, kakemikser, sauser og ris i Tsjekkia. Merkevaren eksporteres også til nabolandene i CEE.

### *Delecta*

Delecta produserer og selger næringsmidler for det polske markedet. De mest kjente produktene er kaker, kakemikser, bakeingredienser, desserter og ferdige middagsretter. Produksjonen foregår i sin helhet i Polen.

### *Rieber Russia*

Rieber Russia produserer og markedsfører alle typer nøtter og andre snacks-produkter.

## **4.2 Oppsummering av hovedtall fra finansregnskapet**

Jeg vil her vise utviklingen i enkelte hovedtall fra finansregnskapet til Rieber & Søn konsernet i perioden 2000-2005. Da årsregnskapet for 2005 ikke er offentliggjort per dags dato, er kun tallene fra de tre første kvartalene tilgjengelige. Tallene fra 2005 er derfor ikke helt sammenlignbare med de øvrige tall.

Hovedtall fra finansregnskapet (tall i MNOK):

	<b>2005 (Q1-Q3)</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Netto salg	2580	3478	3222	3031	2920	2789
Driftsresultat (EBIT)	210	308	286	288	299	260
Resultat før skatt	192	279	277	293	227	284
Resultat per aksje (EPS), tall i NOK	1,76	2,37	2,35	2,48	1,87	1,72

Tabell 1: Hovedtall fra finansregnskapet ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no))

Vi ser en positiv utvikling i netto salg fram til 2004. Det ser imidlertid ut til å bli salgsnedgang i 2005. Når det gjelder driftsresultatet ser vi også en positiv utvikling fram til 2004, men med en liten nedgang i 2002. Også her ser Rieber & Søn ut til å levere et dårligere driftsresultat i 2005. Resultat før skatt svinger noe fra år til år. Tendensen med dårligere tall i 2005 er også gjeldende her. Resultat per aksje var økende fram til 2002, deretter synkende. Resultat per aksje blir trolig dårligere i 2005 enn i 2004. Offentliggjort resultatoppstilling og balanse er tilgjengelig i vedlegg 1.

I neste kapittel vil jeg analysere disse tallene nærmere ved hjelp av omgruppering, justering og dekomponering.

## **Analyse**

I dette kapittelet vil hele den fundamentale verdsettelsen, og dermed hoveddelen av utredningen min, finne sted. Jeg vil først utarbeide en strategisk analyse av Rieber & Søn. Deretter vil jeg foreta en regnskapsanalyse, der jeg vil omgruppere og justere offentlige regnskapstall. Videre vil jeg presentere enkelte av disse tallene ved hjelp av ulike nøkkeltall. På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen vil jeg utarbeide et fremtidsregnskap, som vil danne grunnlag for verdiestimatet på Rieber & Søns egenkapital per 31.12.2005.

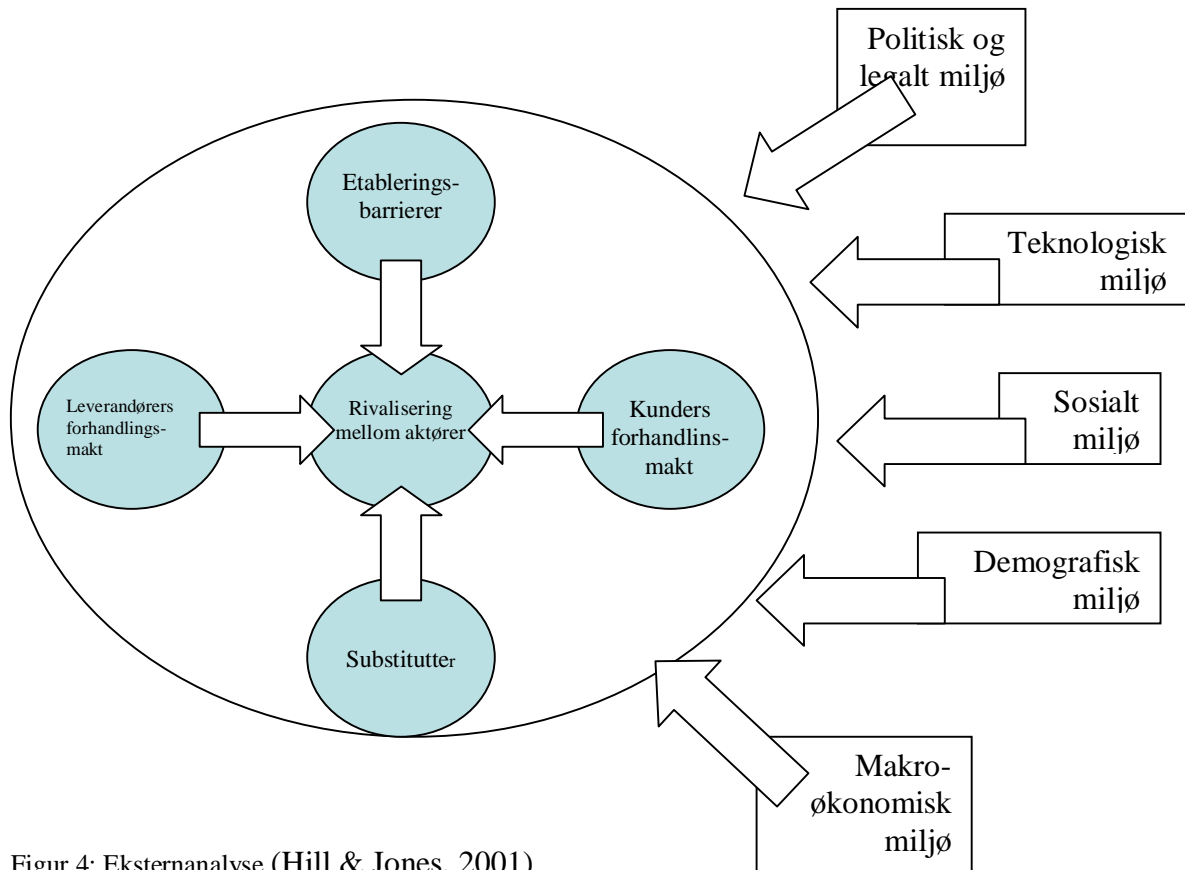
### **5.1 Strategisk analyse**

Hill & Jones (2001) definerer strategi som “*an action an organization takes to attain superior performance*”. Lønnsomhetsforskjeller mellom bedrifter vil i stor grad være avhengig av selskapets strategi, der bedriftens lønnsomhet er en funksjon av både egenskaper ved bransjen samt egenkaper ved bedriften (Lien, 2004).

Formålet med den strategiske analysen er å finne ut om selskapet har evne til å generere en strategisk fordel, altså en rentabilitet større enn kravet (superprofitt). Ved utarbeidelse av en strategisk analyse er det vanlig å foreta en bransjeorientert analyse (eksternanalyse), samt en ressursorientert analyse (internanalyse). Gjennom å utføre disse to typer analyse vil en finne muligheter og trusler i miljøet samt selskapets styrker og svakheter i forhold til sine konkurrenter.

#### **5.1.1 Eksternanalyse**

Formålet med en eksternanalyse er å identifisere muligheter og trusler i omgivelsene både nå og i fremtiden. Det er vanlig å dele opp eksternanalysen i industrianalyse samt se på ulike makrovariabler (Lien, 2004). Vanlige rammeverk ved industrianalyse er Porters ”The five forces model”, og ved analyse av makrovariabler brukes ofte PESTE-modellen. Hele eksternanalysen kan oppsummeres i figuren på neste side.



Figur 4: Eksternanalyse (Hill & Jones, 2001)

### 5.1.1.1 Porters "Five Forces"

Porters modell (1980) fokuserer på fem krefter som former konkurransen i en bransje:

- Etableringsbarrierer
- Grad av rivalisering mellom aktørene i bransjen
- Kundernes forhandlingsmakt
- Leverandørenes forhandlingsmakt
- Substitutter

Porter (1980) argumenterer for at jo sterkere disse konkurransekraftene er, jo mer begrenset er muligheten for å tjene superprofitt for de etablerte bedriftene i bransjen. Et mål på disse konkurransekraftene vil være å se på egenkapitalrentabiliteten i bransjen i forhold til rentabiliteten i andre bransjer (Knivsflå, 2005).

## **Etableringsbarrierer**

Etableringsbarrierer er faktorer som forhindrer eller svekker antall nyetableringer. Slike barrierer er faktorer som gjør det kostbart for potensielle konkurrenter å etablere seg i markedet. Determinanter for etableringsbarrierer kan være at en bedrift har eksklusiv tilgang på innsatsfaktorer, stordriftsfordeler, kapitalbehovet ved nyetablering er betydelig, etablerte har renommé for aggressiv respons, eller at de etablerte bedriftene er under offentlig beskyttelse. Dersom etablerte bedrifter har store merkenavn, vil dette også forhindre nyetableringer.

Innsatsfaktorer for Rieber & Søn er først og fremst enkelte råvarer samt emballasje. Det er ingen grunn til å anta at selskapet har eksklusiv tilgang på disse faktorene.

Når det gjelder stordriftsfordeler så har Rieber & Søn lenge hatt en dominerende stilling i det norske markedet, og vil ligge langt foran potensielle konkurrenter med hensyn på antall produksjonsanlegg. Overflødige produksjonsanlegg reduseres imidlertid kontinuerlig for å effektivisere og redusere fremtidig kostnads- og reinvesteringsnivå. Nye aktører vil ha en ulempe i forhold til fysisk kapital, dvs anlegg og lager i Norge. Dette må imidlertid sees i sammenheng med det høye kostnadsnivået i Norge, produksjons- og lønnskostnadene kan overstige de økte distribusjonskostnadene, og trenger derfor ikke være en etableringsbarriere. Det bør ikke være noe i veien for å produsere produktene utenlands, og kapitalbehovet ved nyetablering trenger derfor ikke å være betydelig.

Rieber & Søn lanserer stadig nye produkter, og kan derfor sies å ha renommé for aggressiv respons. Selskapet har et bredt produktspekter innen hver kategori og det vil være vanskelig for potensielle konkurrenter å finne hull som ikke er dekket.

Merkeloyalitet er en av de største styrkene til Rieber & Søn. Rieber & Søn's sterke merkevarer bidrar til å øke kundenes byttekostnader. Selskapets varer er kjent for kvalitet og trygg handel, og er godt forankret hos det norske folk. Nye aktører vil ha en stor jobb foran seg for å overbevise konsumentene om at de har noe bedre å tilby. Imidlertid står merkevarene overfor en stor trussel når det gjelder private labels. Slike produkter resulterer i redusert hylleplass og færre aktiviteter for selskapet. Dette så vi spesielt i 2004, da en ny kjede etablerte seg i Norge på hard-discount, noe som medførte at de etablerte kjedene økte sin satsing på private labels

([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)). Utfordringen for Rieber & Søn blir her å overbevise kjeder og konsumenter om at en bedre kvalitet er verdt den høyere prisen.

### **Rivalisering**

Rivalisering mellom aktører påvirkes av alle de andre faktorene i Porters "Five Forces" modell. Konkurransen mellom aktører fører til overføring av verdiskapning. Stor grad av rivalisering mellom etablerte bedrifter i en bransje kan føre til priskonkurransen og priskrig, altså er rivalisering en stor trussel mot superprofitt. Graden av rivalisering er normalt avhengig av tre faktorer: bransjens struktur, etterspørselsforhold og høyden på utgangsbarrierer i bransjen.

Dagligvarehandelen i Vest-Europa er preget av en konsentrert struktur, der to-tre merkeleverandører er ledende i hver kategori. Innenfor produktkategorien supper og sauser (Rieber & Søns viktigste produktkategori) er den eneste reelle konkurrenten til Rieber & Søn (ved TORO) Knorr. Knorr er den største merkevaren til Unilever, en av verdens største merkevareleverandører. Andre merker som er til stede under supper og sauser i norske dagligvarebutikker (om enn i mindre grad enn Toro og Knorr) er Heinz, Maggi (eies av Nestlé) og Campbell's.

I Øst-Europa er det fremdeles mange aktører innen hver dagligvarekategori. Her ser en imidlertid en utvikling mot færre og større aktører. Rieber & Søns målsetting er å lede an i kategoriene i denne utviklingen ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

Det er vanskelig å forestille seg at etterspørselen etter matvarer skal øke kraftig i årene fremover i Vest-Europa da markedet er mettet. Konkurransen om å betjene markedene kan likevel bli hardere og vil trolig både gjelde pris og differensiering. Her kommer vi inn på en av de viktigste utfordringene til Rieber & Søn. Økt rivalisering fører til press på marginene, dvs pris presses ned mot grensekostnad. Hittil har Rieber & Søn hatt en dominerende stilling i det norske markedet. I tillegg er enkelte av produktene relativt homogene produkter, så mulighetene for differensiering er begrenset.

Når det gjelder utgangsbarrierer i det norske markedet, trenger ikke disse være betydelige, da produktene kan produseres utenlands. En trenger derfor ikke nødvendigvis å måtte stenge fabrikker og si opp ansatte når en slutter å betjene det norske markedet.



## **Kundenes forhandlingsmakt**

En bedrifts kunder kan være sluttbrukere eller bedrifter som distribuerer produktene til sluttbrukerne. Kundenes forhandlingsmakt vil være sterk dersom de kan kreve lavere priser eller bedre service fra selskapet. Graden av forhandlingsmakt vil være avhengig av følgende faktorer:

- Mange leverandører, få og store kunder
- Kundene kjøper i store kvanta
- Kundene står for en stor andel av totale ordre
- Lave byttekostnader for kunden
- Mulig/lønnsomt for kunden å kjøpe råvarer fra flere bedrifter samtidig
- Kunden kan true med vertikal integrasjon, altså produsere sine egne råvarer

Dagligvarehandelen i Vest-Europa er preget av konsentrasjon på kundesiden, hvor noen få, store kjeder er dominerende. I Norge dominerer fire kjeder kundesiden innen dagligvaremarkedet, og disse utgjør Rieber & Sønns viktigste kundegruppe: Norges Gruppen, ICA, Coop Norden og Rema. Også i Danmark og Sverige er kundesiden konsentrert der henholdsvis 4 og 3 kjeder har 94 % av totalmarkedet (Reinkind, 2005). I CEE området er situasjonen en annen, der vi ser et stort antall små kjeder. Imidlertid er tendensen her en økende konsolidering samt at en ser at stadig flere internasjonale kjeder etablerer seg (Reinkind, 2005).

De fleste butikkene i Norge har en smalsortimentprofil, og hylleplassen er begrenset. Produktene i næringsmiddelbransjen er relativt like med tanke på produktegenskaper og bruksområde, så ekstrakostnader for både sluttbruker og dagligvarekjedene ved å bytte leverandør er minimale. I tillegg blir produktene stadig likere hverandre og kvalitetsforskjellene minker, noe som er en meget sterk trussel mot merkevarer i dag (Madsen, 2005).

Kundene kan hele tiden true med vertikal integrasjon, nemlig produsere egne produkter til sluttbrukerne, noe de gjør i stadig større grad ved hjelp av private labels. Økt andel av private labels fører til mindre hylleplass for merkevarerne, og introduksjonen av private labels er i dag en av de største truslene mot merkevarer (Madsen, 2005). Kundenes forhandlingsmakt er, etter min mening, den desidert største trusselen i bransjen for tiden.

Mange bedrifter i næringsmiddelindustrien opplever trusselen ved at de store matvarekjedene i større og større grad satser på egne billigmerker. Her kan nevnes Rema som har Landlord, Norges Gruppen som har First Price, og nå sist Lidl som i stor grad satser på egne merker. Ifølge en ny internasjonal undersøkelse fra ACNielsen (Evensen, 2005) utgjør handelens egne merker 23 % av butikksalget i Europa. I Norge er andelen 9,1 % av salgsvolumet i dagligvarebutikkene (eksklusive egne merker innen ferskvarer), og den er sterkt økende. Knut Gartland i ACNielsen sier i samme artikkel at Norge trolig vil nærme seg Europa-tallene om noen år. Rapporten viser også at egne merker vokser raskere enn industriens merker i to av tre land i undersøkelsen. Merkevarerleverandørene mener at kjedenes egne merker får større plass i butikken enn de burde hatt dersom merkene ble behandlet som en annen ekstern leverandør. I sum fører en stadig større andel private merker til lavere hylleplass for merkevarerleverandørene, herunder Rieber & Søn.

Her er det imidlertid verdt å nevne at Rieber & Søns viktigste produktgruppe (supper og sauser) har en spesiell stilling. I Tyskland utgjør private labels 25 % av dagligvarene. Når det gjelder supper, sauser og mikser utgjør de private merkene imidlertid kun 5 % av varene (Reinkind, 2005). Det kan her tyde på at det er høyere kundelojalitet for merkevarer innen denne produktgruppen. Trusselen fra private labels trenger derfor ikke være så alvorlig for Rieber & Søns produkter som en først har antatt.

I Øst-Europa går utviklingen gradvis bort fra tradisjonell handel, mot større supermarkedskjeder og lavprisbutikker. Dette vil i praksis skje ved at kundene har ulike valgmuligheter. Slik tilfellet er i dag, har Rieber & Søn en dominerende stilling innen de fleste produktgruppene den er representert i, og kundene har dermed en svak forhandlingsmakt innen dette produktspekteret. Dersom nye aktører får etablere seg, vil kundene få reelle valgmuligheter og kundenes forhandlingsmakt vil øke, noe som kan føre til konkurranse på pris.

## **Leverandørenes forhandlingsmakt**

Leverandørenes forhandlingsmakt er stor dersom de klarer å presse opp prisene selskapet må betale for råvarer eller redusere kvaliteten på de råvarer den tilbyr. I følge Porter (1980) har leverandørene høy grad av forhandlingsmakt hvis:

- Produktet som leverandøren selger har få substitutter og er viktig for selskapet
- Bransjen selskapet opererer i er ikke en viktig kunde for leverandøren
- Høye byttekostnader ved å skifte leverandør (differensierte produkter)
- Leverandøren kan true med vertikal integrasjon og dermed bli en direkte konkurrent med selskapet
- Selskapet kan ikke true med vertikal integrasjon, dvs ingen mulighet til å produsere sine egne råvarer.

Rieber & Søn har over tusen råvareleverandører. For å sikre kvaliteten på råvarene utdanner selskapet egne kvalitetsrevisorer ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)). Leverandørenes produkter er relativt homogene og tilbys av mange aktører. Faren for vertikal integrasjon fra leverandørenes side er ikke-eksisterende. Rieber & Søn kan i tillegg begynne å tilby sine egne halvfabrikata, og dermed true med vertikal integrasjon. Det tyder altså på at leverandørenes forhandlingsmakt er svak.

## **Substitutter**

Med substitutter menes produkter fra andre bedrifter eller industrier som kan tilfredsstillende de samme kundebehovene (Hill & Jones, 2001). Dersom slike substitutter eksisterer, vil de være en trussel for bransjen da de begrenser høye priser og dermed lønnsomheten i bransjen.

For Rieber & Sønns tilfelle vil matlaging fra bunnen av samt ferdigretter være substitutter. I Øst-Europa ligger det fremdeles stor stolthet i å lage mat fra bunnen av. Fokuset blir å se på selskapets produkter som viktige bidragsyttere i matlagingen ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)). Når det gjelder ferdigretter kan vi nevne Fjordland som tilbyr helt ferdig middagsmat som kun skal varmes opp. Denne type middagsløsning vil være en konkurrent til Rieber & Sønns lettvinde middagsretter.

Oppsummert kan en si at de sterkeste konkurransekraftene i bransjen fremfor alt er kundenes forhandlingsmakt. Rivalisering og, til en viss grad, etableringsbarrierer (særlig grunnet de sterke merkenavnene til Rieber & Søn) er også sterke krefter.

#### **5.1.1.2 PESTE-modellen**

Endringer i det makroøkonomiske miljøet kan ha direkte innvirkninger på noen eller alle kreftene i Porters modell (1980). Disse kan gjøre at den relative styrken til hver kraft og attraktiviteten til industrien endres. Jeg vil se på endringer i økonomiske, teknologiske, demografiske, sosiale og politiske sammenhenger (Hill & Jones, 2001). Endringer i det makroøkonomiske miljøet kan skape muligheter eller trusler for Rieber & Søn.

#### **Økonomiske krefter**

Økonomiske krefter virker inn på bedriftenes evne til å oppnå en tilfredsstillende kapitalavkastning. De viktigste faktorene innen makroøkonomien er vekstraten i økonomien, rentenivå, valutakurs og inflasjon (Hill & Jones, 2001).

Norsk økonomi har vært preget av konjunkturoppgang de seneste år. Dette har ført til økt inntekt hos forbrukerne og dermed økt konsum. Dette kan gi utslag i økt salg av Rieber & Søns produkter. Imidlertid er Rieber & Søns produkter mindre konjunkturavhengige enn produkter i andre bransjer da selskapets produkter tilfredsstiller et grunnleggende behov. Statistisk sentralbyrå forventer at denne konjunkturoppgangen vil svekkes noe i tiden fremover ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 1).

Rentenivået i Norge har vært historisk lavt de senere år. Statistisk sentralbyrå forventer at dette nivået vil øke noe, men fremdeles holde seg lavt ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 1). Et økt rentenivå vil først og fremst føre til redusert etterspørsel etter investeringsprodukter, noe Rieber & Søns produkter ikke er. Imidlertid vil en økt rente føre til høyere kostnader på selskapets finansielle gjeld, og gi en negativ resultatendring.

Valutakurs vil ha innvirkning på de produkter som Rieber & Søn eksporterer, her kan særlig nevnes King Oscar som har USA som sitt hovedmarked. En svakere USD i 3. kvartal 2005 har slått negativt ut på King Oscars salg i USA ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)). Det er forventet at kronkursen vil holde seg sterk i tiden framover, så lenge oljeprisen holder seg høy og rentene

i Norge minst er på høyde med nivået i euroområdet ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 1). Dette kan sees som et faresignal, særlig for King Oscars eksportsalg.

Inflasjonen i Norge har vært svært lav de senere år, og det er ventet at dette vil vedvare så lenge kronekursen forblir sterk ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 1). En lav inflasjon stabiliserer et lands økonomi og gir høy økonomisk vekst, lav rente og sikkerhet rundt den økonomiske situasjonen (Hill & Jones, 2001).

### **Teknologiske krefter**

Teknologiske endringer kan både være en mulighet og en trussel. Den kan gjøre at man får mer kreative løsninger som gjør at en kan produsere produktene på en bedre måte (f. eks til lavere kostnader). En slik positiv endring kan gjøre at inngangsbarrierene blir enda høyere og det vil bli lite lønnsomt for nye aktører å etablere seg. Imidlertid kan teknologiske endringer hos konkurrenten gjøre at Rieber & Søn sin produksjon foreldes og endringen kan da oppfattes som destruktiv for selskapet. Rieber & Søn kan ikke sies å være i en bransje der teknologiske krefter gir de største utslag. Teknologi kan imidlertid være et hjelpemiddel for å sikre best mulig effektiv produksjon.

### **Demografiske krefter**

Demografiske krefter har sitt utspring i karakteristikkendringer i befolkningen. Eksempler kan være endringer i alderssammensetning, innvandring, endret kjønnsmonster etc. Når det gjelder alderssammensetningen i Norge ser vi en stadig eldre befolkning. Per 1.1.2005 var 39,5 % av befolkningen i Norge over 45 år ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 2). I 2015 vil andelen over 45 år være ca 42,6 % (basert på et mellomalternativ for fremskrivning) og denne andelen vil bare øke ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 2). Den økende gjennomsnittsalderen gjør at denne aldersgruppen vil utgjøre en stadig større andel av Rieber & Sønns potensielle konsumenter, og denne gruppens preferanser blir dermed stadig viktigere ved avgjørelser om selskapets produktvalg.

### **Sosiale krefter**

Sosiale krefter vil si endringer i livsstil og verdier som kan ha innvirkning på industrien. Her kan vi nevne et stadig økt fokus på helse og sunnhet. I den siste tiden har det vært mye debatt om et stadig økende sukkerinntak. Trolig vil etterspørselen etter produkter med et lavt sukkerinnhold øke kraftig. For tiden utreder TORO muligheten for å erstatte vanlig sukker med andre søtningsstoffer med lavere glykemisk indeks. I tillegg har TORO de siste årene

reduisert saltinnholdet i produktene (www.rieberson.no). Det kan også nevnes at salget av kokebøker i Norge og Europa er økende. Dette kan tyde på en økende interesse for matlaging. Imidlertid er ambisjonen om å lage spennende mat sammenfallende med at generelle evner og tiden som brukes på å lage mat er synkende. TORO ønsker å fylle dette gapet ved å tilby spennende mat som går raskt å lage (Madsen, 2005).

### **Politiske og legale krefter**

Rieber & Søn har største del av virksomheten sin i Norden som er et meget politisk stabilt område. CEE-området er blitt en stadig viktigere del av selskapets virksomhet, og dette området er også blitt stadig mer stabilt etter at landene er blitt medlemmer av EU. Samlet sett vil risikoen for politisk ustabilitet være relativt liten i landene der Rieber & Søn opererer.

For å oppsummere vil de sosiale kreftene være mest avgjørende for å finne muligheter i makro-omgivelsene for Rieber & Søn. Selskapet kan dra stor nytte av å holde seg oppdatert på trender hos befolkningen. Det ser også ut som at Rieber & Søn ikke står overfor umiddelbare trusler på makro nivå.

### **5.1.2 Internanalyse**

Internanalyse gir en bedre innsikt i hvordan ressurser er med på å skape konkurransefortrinn. En slik ressursbasert analyse viser bedriftens styrker og svakheter. Et mål på dette vil være å se på selskapets egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalrentabiliteten i bransjen.

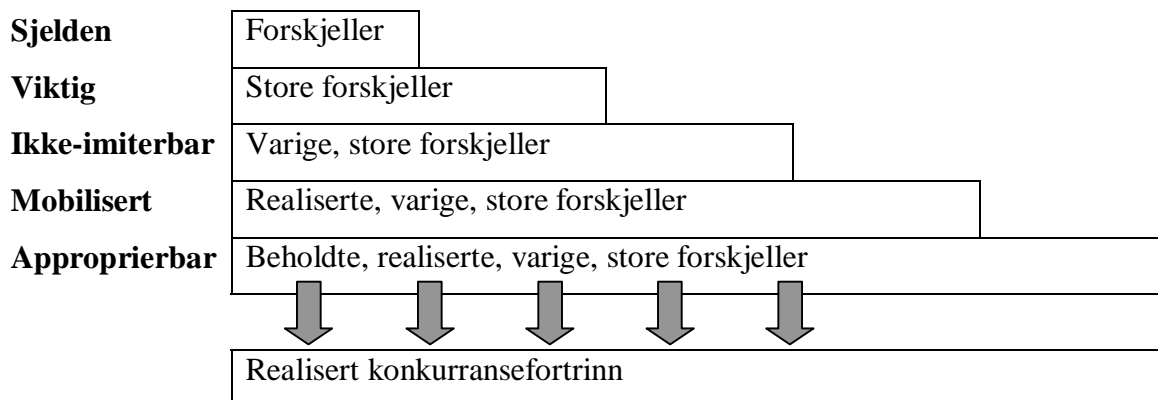
Et nytt verktøy, såkalt SVIMA –analyse, kan brukes til å avdekke bedriftens ressurser. Jacobsen og Lien (2001) definerer ressurser som *beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier*. Innsatsfaktorer kan være finansiell kapital, menneskene, organisasjonsstruktur, nettverksrelasjoner, kunnskap, eiendeler og lignende. De mest verdifulle ressursene er dynamiske ressurser, dvs ressurser som skaper nye ressurser eller øker nytten av eksisterende ressurser. SVIMA analysen gir oss 5 betingelser som må være tilstede for at en ressurs skal kunne skape konkurransefortrinn.

Disse betingelsene er:

1. Sjelden
2. Viktig
3. Ikke-imiterbar
4. Mobiliserbar
5. Appropriierbar

Med *sjelden* menes at konkurrentene ikke er i besittelse av samme ressurs i samme grad. *Viktig* vil si at ressursen må være relevant med hensyn på å konkurrere i produktmarkedet. Den må utgjøre en forskjell enten kostnads- eller inntektsmessig. *Ikke-imiterbarhet* er en avgjørende faktor for at ressursen skal være av verdi for bedriften over et lengre tidsrom. Ressursen bør ikke kunne kopieres eller erstattes av en annen ressurs. *Mobiliserbarhet* går ut på å kunne omgjøre ressursene til økonomiske verdier. Ved utvidelse av markedet og inntreden av nye aktører vil det bli avgjørende at ressursene er overførbare. Dette forutsetter at ressursen inngår i produktmarkedsstrategiene og at den spiller en avgjørende rolle i den strategien man faktisk har valgt. For at det faktisk er Rieber & Søn som blir sittende igjen med den økonomiske verdien som skapes, må ressursen kunne eies, dvs at ressursen må være *appropriierbar*.

#### Anvendelse av SVIMA-verktøyet:



Tabell 2: SVIMA-trappen (Jakobsen & Lien, 2001)

<b>Sjelden</b>	<b>Viktig</b>	<b>Ikke imiterbar</b>	<b>Mobilisert</b>	<b>Approprierbar</b>	<b>Utfall</b>
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Tabell 3: SVIMA-testen (Jakobsen & Lien, 2001)

For å anvende SVIMA verktøyet på Rieber & Søn lager man en liste over selskapets ressurser og utsetter disse for SVIMA-analysen. For Rieber & Søn er dagens ressurser: kapital, fysisk kapital i form av produksjonsanlegg, effektive prosesser, tradisjon/læring, ansattes kompetanse, nettverk/relasjoner og merkenavn/renommé.

Kapital er ikke en sjelden ressurs, men den er viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og kan eies. Utfallet av SVIMA-testen blir dermed paritet. Selskapet trenger blant annet kapital for å kunne gjøre verdiskapende oppkjøp. Dette er viktig for å kunne oppnå en kritisk masse i de markedene hvor selskapet er konkurransedyktige. Rieber & Søn satte seg i 2002 som mål å doble størrelsen på selskapet i løpet av 3-5 år, hvorav verdiskapende oppkjøp skulle stå for 2/3 av denne veksten ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)). Eksempler på slike oppkjøp er overtakelsen av Nopal (norsk produsent med merkevarer som Ming, Sopps og BlackBoy) og Mrs Cheng's (svensk produsent av asiatisk mat) i henholdsvis 2003 og 2004.

Det er imidlertid viktig at kapitalen brukes effektivt. Dette må skje gjennom interne forbedringer og fokus på effektivitet i alle prosesser. Her kan nevnes innføringen av RIGHT prosjektet fra 2003. Dette er et nytt Enterprise Resource Planning System, der målsettingen er å innføre felles arbeidsprosesser i alle forretningsenheter ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)). I tillegg er implementeringen av IMPRO 07 i gang. Målet med IMPRO 07 er å oppnå en større hastighet i implementeringen av eksisterende prosjekter samt identifisere nye prosjekter. Rieber & Søn regner med å oppnå 150 MNOK i årlige kostnadsbesparelser som følge av denne implementeringen (Reinkind, 2005).

Den fysiske kapitalen til Rieber & Søn er sjelden, viktig, mobilisert og approprierbar, men kan imiteres. Den representerer dermed kun et midlertidig fortrinn. Rieber & Søn ønsker å



redusere kapitalbindingen gjennom RIGHT prosjektet og gjennom færre og mer effektive produksjonsenheter. Bedre lagerstyring og logistikk vil i tillegg hjelpe til å frigjøre kapital ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

En annen sjelden, men viktig ressurs er læring. Rieber & Søn har lenge hatt en dominerende stilling i det norske markedet og vil derfor alltid ha en førstetrekksfordel, spesielt med hensyn på fysisk og finansiell kapital. Den kompetansen de sitter på tar tid for konkurrentene å opparbeide seg. Dersom det blir nyetablering av større utenlandske aktører, vil disse sitte på en kompetanse lik Rieber & Søn med hensyn til produksjon av produktene, men Rieber & Søn vil fremdeles ha et fortrinn, om enn ikke varig, når det gjelder kjennskap til det norske markedet.

Rieber & Søns ansatte er en svært avgjørende ressurs for selskapet. Selskapet fokuserer mye på kunnskapsoverføring og kompetanseutvikling, blant annet gjennom egne ledelsesutviklings- og merkevareledelsesskoler (Rieber Management School og Rieber Branding School). Kompetanseutveksling over landegrensler vil skape verdi i alle deler av konsernet, og er en forutsetning for å kunne konkurrere internasjonalt ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)). De ansatte er imidlertid en ressurs som selskapet "leier". Den kompetansen de besitter er ikke nødvendigvis bedriftsspesifikk, og kan lett overføres til konkurrenter om de velger å skifte arbeidsgiver. Utfordringen for Rieber & Søn blir her å holde på dyktige medarbeidere gjennom gunstige betingelser samt en attraktiv arbeidsplass. I tillegg er det en utfordring å få til en god flyt av kompetanse på tvers av avdelinger, nasjonale kulturer og språklige barrierer ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

Når det gjelder distribusjon og promotering av Rieber & Søns produkter, har selskapet gode rammebetingelser hos alle de største dagligvarekjedene i Norge. Dette er en sjelden, viktig og mobilisert ressurs, men kan ikke eies og det er derfor uklart hvem som tjener mest på det. Økning av private labels i hyllene kan gi lavere hylleplass til Rieber & Søn, og et godt nettverk med dagligvarekjedene blir stadig viktigere.

Rieber & Søns merkenavn og renommé er vanskelig, for ikke å si umulig å imitere på kort tid pga selskapets lange tradisjon i det norske markedet. Dette representerer en sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar ressurs, og representerer derfor et varig, beholdt

fortrinn. Det er ikke alltid et merkenavn og renommé lar seg overføre til en økonomisk ressurs, men da representerer det et potensielt varig fortrinn.

Alt annet like vil en ressurs øke i verdi jo mindre imiterbar den er, da dette forlenger ressursens avkastning. For Rieber & Søn er ikke produktene i seg selv vanskelig å imitere. Gitt dagens situasjon er Rieber & Sønns viktigste konkurransefortrinn merkenavnet/renommé.

### 5.1.3 SWOT analyse

Eksternanalysen og internanalysen kan oppsummeres i et SWOT diagram. Dette diagrammet viser muligheter/trusler samt styrker/svakheter for Rieber & Søn.

<p><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kompetanse (bl.a to egne skoler), muligheter for kunnskapsoverføring mellom land og dermed synergieffekter</li> <li>- Sterke merkevarer og høy kundelojalitet</li> <li>- Førstetrekksfordel grunnet lang erfaring i det norske markedet</li> <li>- Kvalitetsstempel</li> <li>- Kategorileder</li> <li>- Kapital og erfaring med å foreta oppkjøp</li> <li>- Fokus på effektiv kapitalbruk</li> <li>- Gode rammebetingelser hos de norske dagligvarekjedene</li> </ul>	<p><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Manglende effektivitet i enkelte prosesser og for mange produksjonsanlegg</li> <li>- Lavt inntjeningsnivå og svake vekstrater i enkelte markeder</li> <li>- Oppstartsproblemer i nye markeder, bl.a grunnet språklige og kulturelle barrierer.</li> </ul>
<p><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Overbevise kunder om at økt kvalitet er verdt en høyere pris</li> <li>- Skape synergier mellom ulike forretningsområder og mellom ulike land</li> <li>- Nye spisetrender, hente ut potensielle</li> <li>- Gjøre maten sunnere (mindre sukker, salt og fett) pga økt helsefokus hos befolkningen</li> <li>- Økt satsing på den eldre delen av befolkningen</li> <li>- Tilby helt ferdige middagsretter (som Fjordland)</li> <li>- Kjøpe opp konkurrerende aktører</li> <li>- Fortsatt satsing på Øst-Europa, bli kategorileder</li> </ul>	<p><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Høyt kostnadsnivå i Norge, nødvendig å flytte all produksjon utenlands på sikt?</li> <li>- Etablering av flere hard-discount aktører</li> <li>- Økt rivalisering som kan føre til priskrig</li> <li>- Vekst av private labels</li> <li>- Konsentrert kundeside, kundenes forhandlingsmakt er svært sterk</li> <li>- Fortsatt tap av hylleplass</li> <li>- Produktene blir stadig likere hverandre og kvalitetsforskjeller viskes ut</li> </ul>

Tabell 4: SWOT analyse

Gjennom den strategiske analysen har vi sett at Rieber & Søn både har interne ressurser samt muligheter i omgivelsene til å oppnå en strategisk fordel. Vi har også sett at truslene i bransjen er mange, og økt konkurranse vil på sikt trolig føre til at utsikter for å oppnå superprofitt (rentabilitet større enn avkastningskrav) blir færre. Utfordringen for Rieber & Søn blir å dra nytte av de muligheter som oppstår. I regnskapsanalysen som følger vil utregning av superprofitt være sentralt, og på bakgrunn av disse to analysene vil jeg vurdere hvordan muligheten for superprofitt vil være for Rieber & Søn i fremtiden.

## **5.2 Regnskapsanalyse**

### ***5.2.1 Valg av analyseperiode og komparative virksomheter***

Som kjent solgte selskapet ut deler av virksomheten sin i august 2000 med det formål å bli et fokusert næringsmiddelselskap. Av denne grunn ser jeg det mest hensiktsmessig å starte analyseperioden fra dette tidspunktet. Imidlertid vil jeg i analyse av vekst og ved å se på endring i regnskapstall også benytte tall et år tidligere. Jeg har derfor omgruppert og analysert tall for 1999.

Da Rieber & Søn produserer et bredt spekter av produkter og er lokalisert i mange land, vil svært mange virksomheter konkurrere i enkelte av markedene. For å best mulig kunne sammenligne regnskapstall bør en også analysere komparative virksomheter. Jeg har imidlertid valgt å ikke gjøre dette, da det ville gjort oppgaven for omfattende.

### ***5.2.2 "Trailing" regnskap***

Per dags dato, 26.01.2006, er tallene for 4. kvartal 2005 ikke offentliggjort. Siste kjente årsresultat er derfor fra 2004. For å bygge inn ferskest mulig tall inn i regnskapsanalysen utarbeides såkalt "trailing" resultat og balanse, der en utarbeider årsresultat basert på de fire siste kvartalsresultat og balanse basert på balansen i seneste kvartal. For mitt vedkommende er siste offentlige kvartalsrapport 3. kvartal 2005. Årsresultat for 2005 estimeres dermed på bakgrunn av 4. kvartal 2004 og de tre første kvartal for 2005, mens estimert balanse for 2005 blir balansen per 3. kvartal 2005. I årsresultatet trekkes unormale poster fra 4. kvartal 2004 ut, da disse vanligvis er engangsposter som ikke vil være gjeldende i 4. kvartal 2005. Jeg forutsetter dermed at selskapet ikke har unormale poster i 4. kvartal 2005.

Utarbeidelse av "trailing" resultat og balanse har bydd på en rekke problemer.

Hovedproblemet har vært at kvartalsrapportene er svært lite spesifikke, og mange av postene er slått sammen. Det har derfor vært nødvendig å ta en rekke forutsetninger for å prøve å lage et best mulig estimat. Her kan nevnes at fordelingen mellom finanskostnader og –inntekter ikke er oppgitt i rapportene, kun netto finansposter er oppgitt. Jeg har her valgt å forutsette at finanskostnadene for 2004 og 2005 er like. Balansen er også svært lite spesifikk og enkelte poster, blant annet kundefordringer og kortsiktig finansiell gjeld, er ikke oppgitt. Av denne grunn har jeg valgt å sette disse postene lik null.

#### *Nærmere om skattekostnad i "trailingåret"*

Jeg forutsetter at gjennomsnittlig skattesats for de tre første kvartal i 2005 vil være gjeldende for 4. kvartal. Utregning av skattesatsen for "trailingen" blir dermed som følger:

	Skattekostnad Q1-Q3	59 000
/	Resultat før skatt Q1-Q3	218 000
=	Effektiv skattesats	0,271
	Resultat før skatt 2005T	281 000
	<b>Skattekostnad 2005T</b>	<b>76 050</b>

Tabell 5: Skattekostnad i "trailingåret"

#### *"Dirty Surplus" i "trailingen"*

"Dirty Surplus" vil si føring direkte mot egenkapitalen. I prinsippet skal det ikke finnes "dirty surplus" i norske regnskap, da dette er et brudd på kongruensprissippet (RL § 4-3) om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. I praksis er imidlertid "dirty surplus" svært vanlig, og kan utgjøre store beløp. Et eksempel på dette er omregningseffekter, f.eks virkningen av å regne om utenlandsk datterselskap fra utenlands valuta til NOK ved konsolidering (Knivsflå 2005). "Dirty surplus" finnes på følgende måte:

	"Dirty surplus" så langt i år	(384052)
-	"Trailing" netto resultat	204950
+	Netto resultat Q1-Q3	159000
=	<b>"Dirty surplus" i "trailingåret"</b>	<b>(430002)</b>

Tabell 6: "Dirty surplus" i "trailingåret"

"Trailing" resultatoppstilling og balanse ligger vedlagt bakerst i oppgaven (vedlegg 1).

### 5.2.3 Omgruppering for analyse

Jeg har videre valgt å omgruppere de offentlige regnskapstallene. Som nevnt tidligere er grunnen til dette at jeg vil skreddersy oppstillingen til investororientert analyse. Oppstilling etter god regnskapsskikk er mer kreditororientert der fokuset i resultatet er om nettoresultatet til egenkapitalen er positiv, og balansen er gruppert rundt likviditet og forfallstidspunkt. Når vi omgrupperer for investororientert analyse blir oppstillingen mer sentrert rundt normalisert utdeling og verdiskapning samt at den forklarer kildene til verdiskapningen.

#### Steg i omgruppering for regnskapsanalyse:

##### 1. Omgrupper avsatt utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital

Det kan diskuteres hvorvidt avsatt utbytte er gjeld for eierne. Gjeld kan defineres som krav som er forventet å skulle føre til økonomiske ulemper for virksomheten i fremtiden. Det kan argumenteres for at dersom virksomheten er eierne, er ikke foreslått utbytte gjeld da eierne verken har til gode eller krav på penger av seg selv.

##### 2. Kartlegg "dirty surplus" og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen

Forklaring og utregning av "dirty surplus" er allerede gjort, og jeg kan nå vise endringene som skjer i egenkapitalen ved omgruppering:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Årsresultat	351027	136053	145144	190080	177531	179416	159000
+ Dirty surplus	(181 552)	37 587	12 880	(131 337)	65 874	38 046	(384 052)
- Netto betalt utbytte	196 814	330 623	690 691	68 755	585 157	77 218	7 000
<b>= Endring i EK</b>	<b>(27 339)</b>	<b>(156 983)</b>	<b>(532 667)</b>	<b>(10 012)</b>	<b>(341 752)</b>	<b>140 244</b>	<b>(232 052)</b>

Tabell 7: Endring i egenkapitalen

Netto betalt utbytte regnes ut på følgende måte:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Foreslått utbytte året før	149 398	147 694	61 114	65 331	527 945	83 044	-
+ Avvik mellom betalt og foreslått året før			1 631			33	
+ Kjøp/(salg egne aksjer)	47 416	182 929	227 418	3 424	57 212	(5 859)	7 000
+ Andre kapitaluttak/(- innskudd)			400 528				
<b>= Netto betalt utbytte</b>	<b>196 814</b>	<b>330 623</b>	<b>690 691</b>	<b>68 755</b>	<b>585 157</b>	<b>77 218</b>	<b>7 000</b>

Tabell 8: Netto betalt utbytte

3. *Skill mellom det normale og det unormale resultatet og fordel skattekostnaden på de to resultatene*

Unormale eller transitoriske poster er en- eller fågangsposter og er således lite relevante for fremtiden. Slike unormale poster kan være ekstraordinære (det vil si uvanlig, uregelmessig og vesentlig), diskontuerlige (altså resultat fra virksomhet som skal avvikles eller selges) eller andre unormale ("dirty surplus", engangsgevinst eller –tap, engangsnedskrivning, engangsavsetning, unormal driftsskatt, finansielle gevinster eller tap m.m.).

Ved omgrupperingen har jeg funnet unormale poster for alle år i analyseperioden:

- Nedskrivninger (2001-2004)
- Gevinst/tap ved salg (1999-2004)
- Engangsposter (2001 og 2005T). Engangsposter 3. kvartal 2005 skyldes sammenslåing av Denja og K-salat i Danmark og Sverige. Engangsposter i 2001 knytter seg til nedbemanning og lederskifte.
- Andre poster (1999-2001). Andre poster 2001 skyldes økning av avsetning vedrørende avhendet virksomhet i forbindelse med to tvister som var uavklarte pr. 31.12.2001. Resultatregnskapene for 1999 og 2000 viste en inntektsføring på posten andre poster. Inntektene representerer historisk driftsresultat inklusive engangsposter for avhendet virksomhet.
- I tillegg er "dirty surplus" for alle år gjeldende.
- Unormale finanskostnader og –inntekter er gjeldende i årene 2000 til 2004 og er henholdsvis tap eller gevinst på aksjer.

Utrekning av unormalt driftsresultat blir da som følger (der utregning av driftsskatten vises i neste avsnitt):

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
<b>Unormalt driftsresultat</b>	<b>469566</b>	<b>182769</b>	<b>-45128</b>	<b>-3727</b>	<b>-5838</b>	<b>3147</b>	<b>-17000</b>
- dss x UDR	165972	88334	-16487	-1314	-2089	1103	-4615
+ "Dirty surplus"	-181552	37587	12880	-131337	65874	38046	-430002
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-2278	25640	469	-3200	-1640	-3943	-30006
<b>= Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>124319</b>	<b>106382</b>	<b>-16231</b>	<b>-130550</b>	<b>63766</b>	<b>44033</b>	<b>-412380</b>

Tabell 9: Unormalt netto driftsresultat

#### 4. Grupper poster i resultatregnskap og balanse i drift og finansiering og fordel skattekostnaden på drifts- og finansresultat

I investororientert analyse ønsker vi å klart finne kildene til verdiskapning gjennom en god dekomponering i drift og finansiering. Ved fordeling av skattekostnaden forutsetter jeg at skattesatsen på finansresultat (både normalt og unormalt) er 28 %. Enkelte poster er imidlertid spesifisert etter skatt, i mitt tilfelle nettoresultat til minoriteten og dirty surplus.

Driftsskattesatsen regnes ut på følgende måte:

$$Dss = \frac{\text{Skattekostnad} - 28 \% \text{ skatt på finansresultat (normalt og unormalt)}}{\text{Driftsresultat (normalt og unormalt)}}$$

Normalisert driftsskattesats blir gjennomsnittlig driftsskattesats over perioden:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsskattesats	0,35	0,48	0,37	0,35	0,36	0,35	0,27
Normalisert dss*	0,36						
Driftsskattesats avvik (dss-dss*)	(0,01)	0,12	0,00	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,09)

Tabell 10: Driftsskattesats

Driftsskattesatsavviket, dvs unormal driftsskatt, faller under det unormale driftsresultatet.

#### Omgruppering av balansen

I moderne regnskapsanalyse og verdsettelse er det vanlig å fokusere enten på sysselsatt kapital eller netto driftskapital i stedet for på total kapital. Jeg har valgt å omgruppere balansen etter netto driftseiendeler og netto driftskapital. Også ved omgruppering av balansen tar jeg enkelte forutsetninger. Jeg forutsetter at kontanter er finansielle, selv om en trenger en viss mengde likvide midler for å drive en virksomhet. Videre forutsetter jeg at investeringer er finansielle, selv om de kan være av driftsrelatert natur. Når det gjelder finansielle anleggsmidler kan disse være både finansielle og driftsrelaterte. Jeg har gruppert pensjonsfondet som en driftseiendel siden pensjonskostnaden er en del av lønnskostnaden. Kortsiktig gjeld kan være driftsrelatert eller finansiell, jeg har valgt å kun inkludere kortsiktig rentebærende gjeld som finansiell gjeld, alt annet er omgruppert til driftsrelatert kortsiktig gjeld. Når det gjelder langsiktig gjeld er utsatt skatt, avsetning for krav samt annen rentefri langsiktig gjeld omgruppert til driftsrelatert gjeld mens den resterende langsiktig gjeld er finansiell.

Omgruppert resultat, balanse og kontantstrømoppstilling i analyseperioden følger i vedlegg 2 bakerst i oppgaven.

## 5.2.4 Målefeil

### 5.2.4.1 Gruppering av målefeil

Da jeg ønsker å måle virkelige økonomiske forhold, er det viktig å kartlegge og eventuelt justere for åpenbare målefeil. Målefeil kan være enten i nettoresultatet (NRE-VNRE) eller i egenkapitalen (EK-VEK). Målefeil kan deles opp i tre typer (Knivsflå, 2005), hvorav de to første er aksepterte målefeil:

#### *1) Målefeil av type 1: målefeil pga historisk kost*

Denne type målefeil skyldes at det oppstår avvik når en bruker korrekt historisk kost framfor verdibasert regnskapsføring. Selv om verdibasert regnskapsføring er mer relevant er det ofte ikke ønskelig å bruke denne type regnskapsføring da den ofte er subjektiv og lite pålitelig. Verdibasert regnskapsføring bør kun benyttes når det fins objektive, og dermed pålitelige estimat på virkelig verdi, f.eks. ved at verdien kan leses direkte av markedsprisen. Dette gjelder først og fremst for finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Det er også verdt å merke seg at IFRS går mot stadig større bruk av virkelige verdier.

Korrekt historisk kost verdi av en eiendel er nåverdien til fremtidige kontantstrømmer generert av eiendelen diskontert med internrenten. Resultatet ved bruk av korrekt historisk kost er lik internrenten multiplisert med den inngående balanseførte verdien. I praksis er det vanskelig å måle til korrekt historisk kost fordi det forutsetter at en har en forventning om fremtidige kontantstrømmer. Dette kan gi ledelsen stor fleksibilitet og medføre kreativ regnskapsføring. Korrekt historisk kost bør derfor brukes med forsiktighet og brukes når det ikke finnes pålitelige estimat på virkelig verdi. Denne type regnskapsføring er mest aktuelt for visse typer driftsrelaterte eiendeler og driftsrelatert gjeld.

#### *2) Målefeil av type 2: målefeil pga dårlig måling i samsvar med IFRS/GRS*

Målefeil av type 2 skyldes først og fremst at avskrivninger i praksis avviker mye fra korrekt historisk kost avskrivninger. I praksis brukes lineære avskrivninger av over 90 % av norske og internasjonale virksomheter (Knivsflå, 2005). Korrekte avskrivninger blir ofte sett på som teoretiske og lite pålitelige. Imidlertid kan bruk av lineære avskrivninger føre til potensielle store målefeil av type 2. I tillegg vil manglende balanseføring av investeringer (spesielt vanlig ved immateriell verdiskapning) skape store målefeil. En bør derfor redusere disse målefeilene



ved å skifte avskrivningsmetode til en metode som er mer i samsvar med kontantstrømmens profil og å balanseføre alle investeringsutgifter.

### 3) Målefeil av type 3: målefeil pga kreativ regnskapsføring

Kreativ regnskapsføring vil si avvik mellom rapporterte regnskapstall og det som skulle vært rapportert etter god regnskapsskikk. Dersom den frie kontantstrømmen er pålitelig, skjer kreativ påvirkning av netto driftsresultat kun gjennom at en vurderer netto driftseiendeler på en måte som ikke er i samsvar med god regnskapsskikk. Tilsvarende gjelder for netto finansresultatet, der kreativ påvirkning skjer gjennom en måling av netto finansiell gjeld som ikke er i tråd med god regnskapsskikk. Kreativ regnskapsføring kan skyldes både tilpasning til korrekt historisk kost eller regnskapsmanipulering.

Insentivene til kreativ regnskapsføring kan deles inn i to hovedtyper: maksimere verdi for eierne eller maksimere personlig gevinst i regi av lederne. Når det gjelder den førstnevnte kan en ha insentiv til å øke resultatet for å få høyere aksjekurs eller minke resultatet (for å få lavere skatt, mindre konkurranse, lavere lønnskrav etc.). En kan også ønske å stabilisere resultatet og dermed virke mindre risikofylt. Ledere kan blant annet ha insentiv til å øke resultatet for å oppnå høyere regnskapsbasert bonus, eller å få opp aksjekursen for å øke verdien av eventuelle opsjoner.

Jeg vil se på enkelte forholdstall for å vurdere om det finnes faresignaler for kreativ regnskapsføring i regnskapstallene til Rieber & Søn:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekt	2803874	2941266	3066858	3248755	3498375	3439000
/ Kundefordringer	758730	370619	371976	457522	461354	0
= <b>Driftsinntekt/Kundefordringer</b>	<b>3,695</b>	<b>7,936</b>	<b>8,245</b>	<b>7,101</b>	<b>7,583</b>	-
Avskrivning	150406	157606	156487	175719	193666	151000
/ Netto driftseiendeler 01.01	4208912	2114681	1458948	1361439	1875366	1962252
= <b>Avskrivningsprosent</b>	<b>0,036</b>	<b>0,075</b>	<b>0,107</b>	<b>0,129</b>	<b>0,103</b>	<b>0,077</b>

Tabell 11: Forholdstall for å avdekke kreativ regnskapsføring

Vi ser at driftsinntekt dividert på balanseførte kundefordringer har vært økende fram til 2002, og mellom 2003 og 2004. Tallene fra og med 2001 er imidlertid rimelige stabile.

Avskrivningsprosenten har vært økende fram mot 2002, noe som kan være et faresignal.

Imidlertid faller denne mot 2005, og det er lite trolig at tallene er preget av kreativ regnskapsføring.

#### **5.2.4.2 Justering av målefeil**

Etter at finansregnskapet er omgruppert kan det diskuteres om hvorvidt en bør justere de offentlige tallene. Målet for en slik justering er at det omgrupperte og justerte årsregnskapet skal gi et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold enn det omgrupperte årsregnskapet som er basert på offentlige tall. Konsulentselskapet Stern Stewart har en lang liste på mer enn 150 mulige justeringer, men i praksis kokes dette ned til rundt 3-5 justeringer. Knivsflå (2005) er tilhenger av visse justeringer av offentlige regnskapstall. Han argumenterer for at det potensielt er store målefeil i finansregnskapet særlig pga manglende balanseføring av immateriell verdiskapning. Penman (2003) er ingen stor tilhenger av justering, da han mener at en del målefeil visker hverandre ut og at verdsettelse er uavhengig av grad av målefeil i budsjetterte regnskapstall. Knivsflå (2005) innrømmer at verdsettelse er uavhengig av grad av målefeil, men sier at målefeil kan påvirke regnskapsanalysen og dermed vurderingene bak budsjettet – og dermed verdsettelsen.

Jeg mener at det er en svært ambisiøs målsetting at justerte tall vil gi et bedre bilde enn de rapporterte tallene. Justeringer bygger ofte på subjektive vurderinger og skjønn, og vil kunne tilføre mer støy i tallene. Jeg velger likevel å foreta enkelte justeringer, der målefeilene er åpenbare.

##### **5.2.4.2.1 Justering av forskning og utvikling**

I Rieber & Søns årsrapporter kan en lese at ”utgifter knyttet til forskning og utvikling kostnadsføres direkte”. Dette er i tråd med hva som vanligvis gjøres i praksis. I analysesammenheng er det imidlertid mer korrekt å balanseføre alle FoU utgifter samt kostnader forbundet med markedsføring og kunnskapsutvikling, og avskrive de over beste eksterne estimat på forventet levetid. Årsaken er at slike utgifter i gjennomsnitt er lønnsomme investeringer – ikke tap. Dette kan også leses i årsrapportene ”Det legges til grunn at samlet forventet inntjening av pågående forskning og utvikling minst motsvarer medgåtte samlede utgifter”.

I de rapporterte tallene inngår FoU kostnader i en samlepost ”andre driftskostnader”. I denne posten inngår også honorarer (revisjons- og andre), leasing og leie av administrasjonsbygninger samt andre driftskostnader. FoU kostnadene er ikke eksplisitt oppgitt, men en får oppgitt kostnadene for revisjon og leasing og leie av administrasjonsbygninger. Når en trekker fra disse oppgitte kostnadene fra de totale andre driftskostnader står en igjen med ca 85 % årlig. Jeg velger derfor å anta og forutsette at FoU kostnader utgjør i snitt 80 % av totale andre driftskostnader. Jeg velger videre å avskrive FoU-utgiftene over 10 år. Inngående beholdning av FoU kapital i 1999 er forutsatt slik at avskrivningen for 1999 tilsvare FoU utgiftene for 1999.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
<b>FoU kostnader</b>	<b>45339</b>	<b>61071</b>	<b>86090</b>	<b>85731</b>	<b>113329</b>	<b>105654</b>	<b>105654</b>
<b>FoU kapital 01.01</b>	<b>408051</b>	<b>408051</b>	<b>422210</b>	<b>457471</b>	<b>488882</b>	<b>541990</b>	<b>582879</b>
+ Balanseføring av FoU utgifter	45339	61071	86090	85731	113329	105654	105654
= <b>Avskrivningsgrunnlag</b>	<b>453390</b>	<b>469122</b>	<b>508301</b>	<b>543202</b>	<b>602211</b>	<b>647643</b>	<b>688533</b>
- Årets avskrivning	45339	46912	50830	54320	60221	64764	68853
= <b>FoU kapital 31.12</b>	<b>408051</b>	<b>422210</b>	<b>457471</b>	<b>488882</b>	<b>541990</b>	<b>582879</b>	<b>619680</b>
Virkning på Driftseiendel	408051	422210	457471	488882	541990	582879	619680
- Virkning på utsatt skatt (0,28)	114254	118219	128092	136887	151757	163206	173510
= <b>Virkning på EK (0,72)</b>	<b>293797</b>	<b>303991</b>	<b>329379</b>	<b>351995</b>	<b>390233</b>	<b>419673</b>	<b>446169</b>
Tilbakeførte utgifter		61071	86090	85731	113329	105654	105654
- Økt avskrivning		46912	50830	54320	60221	64764	68853
= Virkning driftsresultat		14159	35260	31411	53108	40890	36801
- Økning utsatt skatt		3965	9873	8795	14870	11449	10304
= <b>Virkning nettoresultat</b>		<b>10195</b>	<b>25387</b>	<b>22616</b>	<b>38238</b>	<b>29441</b>	<b>26496</b>

Tabell 12: Justering av forskning og utvikling

#### 5.2.4.2.2 Justering av netto pensjonskrav

Netto pensjonskrav blir vanligvis balanseført til estimert virkelig verdi minus ikke balanseførte krav, der det ikke-balanseførte kravet blir periodisert over tid. På denne måten blir svingninger i den virkelige verdien jevnet ut over tid (”smoothing”). Rieber & Søn fører også netto pensjonskrav på denne måten. Imidlertid vil denne type føring undervurdere netto pensjonskrav i balansen, og det vil være mer korrekt å føre netto pensjonskrav til virkelig verdi. Virkningen av å tilbakeføre ”smoothing” bør en la være unormal på netto driftsresultat.

	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005T
Markedsverdi av pensjonskrav	789 400	683 671	597 347	696 951	766 772	699 543	699 543
- Virkelig verdi av pensjonsfond	623 468	625 575	503 009	539 444	539 319	507 879	507 879
= <b>Netto pensjonskrav til virkelig verdi</b>	<b>165 932</b>	<b>58 096</b>	<b>94 338</b>	<b>157 507</b>	<b>227 453</b>	<b>191 664</b>	<b>191 664</b>
- Ikke balanseført pga "smoothing"	90 135	73 078	71 393	101 475	140 712	96 361	96 361
= <b>Balanseført netto pensjonskrav</b>	<b>75 797</b>	<b>-14 982</b>	<b>22 945</b>	<b>56 032</b>	<b>86 741</b>	<b>95 303</b>	<b>95 303</b>
<i>Virkning på...</i>							
Langsiktig driftsgjeld før skatt	90 135	73 078	71 393	101 475	140 712	96 361	96 361
- Utsatt skatt	-25 238	-20 462	-19 990	-28 413	-39 399	-26 981	-26 981
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>-64 897</b>	<b>-52 616</b>	<b>-51 403</b>	<b>-73 062</b>	<b>-101 313</b>	<b>-69 380</b>	<b>-69 380</b>
<b>EK</b>	<b>-64 897</b>	<b>-52 616</b>	<b>-51 403</b>	<b>-73 062</b>	<b>-101 313</b>	<b>-69 380</b>	<b>-69 380</b>
<i>Virkning på...</i>							
Unormalt driftsresultat		17 057	1 685	-30 082	-39 237	44 351	0
- Endring utsatt skatt		4 776	472	-8 423	-10 986	12 418	0
= <b>Unormalt netto driftsresultat</b>		<b>12 281</b>	<b>1 213</b>	<b>-21 659</b>	<b>-28 251</b>	<b>31 933</b>	<b>0</b>

Tabell 13: Justering av netto pensjonskrav

### 5.2.4.2.3 Justering av netto utsatt skatt

I balansen er netto utsatt skatt (dvs utsatt skatt minus utsatt skattefordel) rapportert til nominell verdi. Ved vurdering til nominell verdi vil utsatt skatt være overvurdert, og en bør justere den til diskontert verdi. Nåverdien av latent skatt knyttet til et varig driftsmiddel som blir saldoavskrevet kan tilnærmes ved:

$$NUS^* = \frac{gss}{gss + ndi} \cdot NUS$$

Ved årsslutt 2004 utgjorde bygninger og annen fast eiendom i overkant av 50 % av balanseførte varige driftsmidler. Skip og tomter utgjorde totalt 2,6 %, mens maskiner og anlegg samt driftsløsøre, inventar o.l utgjorde det resterende. Bygninger og annen fast eiendom avskrives skattemessig med 4 % saldo, mens maskiner, inventar etc avskrives med 20 % (www.ey.com). En passende gjennomsnittlig saldossats blir dermed tilnærmet lik 12 %. Videre forutsetter jeg at netto driftsinternrente er 7,5 %. Justeringsfaktoren blir dermed 0,615.

	1999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005T
<b>Utsatt skatt i balansen</b>	<b>318669</b>	<b>183981</b>	<b>109699</b>	<b>79640</b>	<b>59634</b>	<b>53177</b>	<b>0</b>
+ Virkning av å balanseføre FoU	114254	118219	128092	136887	151757	163206	173510
+ Virkning av å justere netto pensjonskrav	-25 238	-20 462	-19 990	-28 413	-39 399	-26 981	-26 981
= <b>Netto utsatt skatt etter justeringer</b>	<b>407685</b>	<b>281738</b>	<b>217801</b>	<b>188114</b>	<b>171992</b>	<b>189402</b>	<b>146529</b>
* Justeringsfaktor	0,615	0,615	0,615	0,615	0,615	0,615	0,615
= <b>Justert netto utsatt skatt</b>	<b>250883</b>	<b>173377</b>	<b>134031</b>	<b>115762</b>	<b>105841</b>	<b>116555</b>	<b>90172</b>
<b>Virkning langsiktig driftsgjeld</b>	<b>-67786</b>	<b>-10604</b>	<b>24332</b>	<b>36122</b>	<b>46207</b>	<b>63378</b>	<b>90172</b>
<b>Virkning på egenkapitalen</b>	<b>156802</b>	<b>108361</b>	<b>83770</b>	<b>72352</b>	<b>66151</b>	<b>72847</b>	<b>56357</b>
<b>Virkning på unormalt netto driftsresultat</b>		<b>-48441</b>	<b>-24591</b>	<b>-11418</b>	<b>-6201</b>	<b>6696</b>	<b>-16490</b>

Tabell 14: Justering av netto utsatt skatt

Det justerte og omgrupperte resultatregnskapet, balanse og kontantstrøm følger i vedlegg 3 bakerst i besvarelsen.

## 5.3 Nøkkeltallsanalyse

### 5.3.1 *Analyse av risiko*

Totalrisikoen til en investering blir målt ved hjelp av variansen til den realiserte avkastningen. Denne totalrisikoen kan igjen deles opp i systematisk og usystematisk risiko, der den systematiske risikoen også kalles betarisiko. Den usystematiske risikoen er en tilleggsrisiko som kan diversifiseres bort. Den vil altså ikke være relevant hvis investoren har en veldiversifisert portefølje. Imidlertid vil denne type risiko alltid være relevant for långivere samt for investorer som ikke er veldiversifiserte grunnet imperfeksjoner i kapitalmarkedet. Selskapsspesifikk risiko er dermed relevant ved regnskapsbasert risikoanalyse med tanke på å avdekke selskapsspesifikke risikofaktorer (Knivsflå, 2005).

Selskapsspesifikk risikoanalyse kan deles opp i analyse av risiko som er henholdsvis kortsiktig (likviditetsanalyse) eller langsiktig (soliditetsanalyse).

#### 5.3.1.1 Likviditetsanalyse

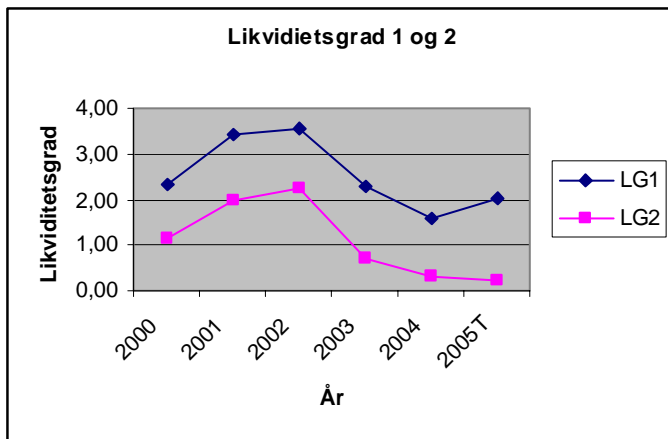
Analyse av likviditet fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, det vil si om virksomheten har likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Ved analyse av likviditet er standard analyseverktøy å se på forholdstall, kontantstrømanalyse med fokus på endring i likviditet samt analyse av fremtidig forfallsstruktur på gjeld.

##### *Forholdstall*

Da de fleste forholdstall er korrelerte, velger jeg kun å se på et par forholdstall, nemlig likviditetsgrad 1 og 2 samt rentedekningsgrad.

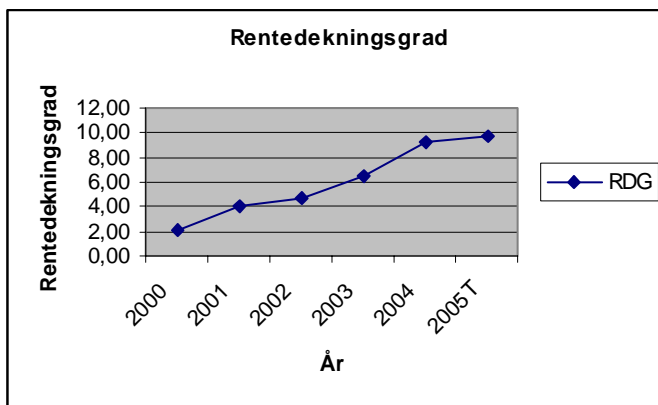
*Likviditetsgrad 1 = omløpsmidler/kortsiktig gjeld*

*Likviditetsgrad 2 = finansielle omløpsmidler/kortsiktig gjeld*



Figur 5: Likviditetsgrad 1 og 2

*Rentedekningsgrad = Nettoresultat til sysselsatt kapital/Netto finanskostnader*



Figur 6: Rentedekningsgrad

Når det gjelder likviditetsgrad 1 og 2 ser vi en negativ utvikling de seneste år. Likviditetsgrad 1 ser imidlertid ut til å bedre seg noe i 2005. Rentedekningsgraden, derimot, viser en meget positiv utvikling de seneste år. Ellers kan vi merke oss en svært positiv virkning av likviditeten etter omstruktureringen i 2000.

## Kontantstrømanalyse

Jeg velger her å fokusere på endring av finansielle eiendeler for å forklare endringen av likviditeten.

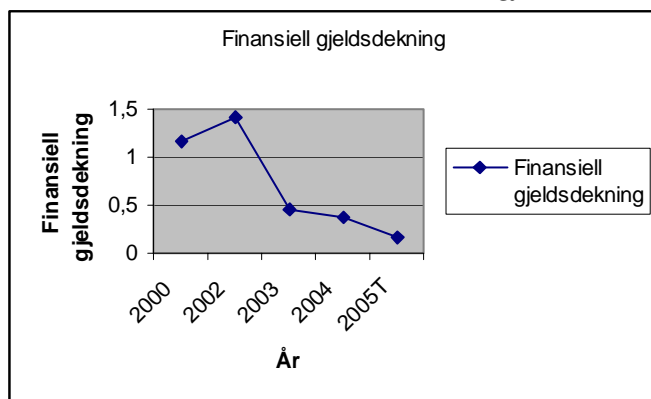
	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2005T
Netto driftsresultat	174 963	214 578	208 124	223 960	223 459	233 984
+ Unormalt netto driftsresultat	70 222	(39 609)	(163 627)	29 314	82 662	(428 869)
- Endring i netto driftseiendeler	(2 120 197)	(653 724)	(107 970)	517 713	154 956	167 755
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>2 365 382</b>	<b>828 693</b>	<b>152 466</b>	<b>(264 439)</b>	<b>151 165</b>	<b>(362 640)</b>
- Netto finanskostnad	90 258	70 309	58 407	39 826	24 643	24 643
+ Endring i finansiell gjeld	(692 947)	(323 234)	44 414	(90 028)	(210 968)	295 739
- Netto minoritetsresultat	(12 204)	(52)	10	(59)	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	(11 855)	(24 570)	(10)	(4 057)	(1 057)	-
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift</b>	<b>1 582 525</b>	<b>410 631</b>	<b>138 453</b>	<b>(398 291)</b>	<b>(85 503)</b>	<b>(91 544)</b>
- Netto betalt utbytte	330 623	690 691	68 755	585 157	77 218	7 000
<b>= Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift</b>	<b>1 251 902</b>	<b>(280 060)</b>	<b>69 698</b>	<b>(983 448)</b>	<b>(162 721)</b>	<b>(98 544)</b>
+ Netto finansinntekter	9 288	68 336	62 252	33 680	4 045	4 483
+ Unormalt netto finansresultat	(217)	10 207	(49)	4	9	-
<b>= Endring i finansielle eiendeler</b>	<b>1 260 973</b>	<b>(201 516)</b>	<b>131 901</b>	<b>(949 764)</b>	<b>(158 667)</b>	<b>(94 061)</b>
+ Finansielle eiendeler 01.01	213883	1446327	1221590	1353494	403727	245062
<b>= Finansielle eiendeler 31.12</b>	<b>1 474 856</b>	<b>1 244 811</b>	<b>1 353 491</b>	<b>403 730</b>	<b>245 060</b>	<b>151 001</b>

Tabell 15: Kontantstrømanalyse med fokus på endring i finansielle eiendeler

Vi ser her en negativ endring av finansielle eiendeler de senere år. Den negative endringen har imidlertid blitt noe mindre i 2004 og 2005. I 2003 og 2004 kan dette skyldes at finansiell gjeld har blitt nedbetalt.

Jeg velger i tillegg å se på hvordan forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld endrer seg i løpet av analyseperioden.

$$\text{Finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$



Figur 7: Finansiell gjeldsdekning

Når det gjelder finansiell gjeldsdekning, ser vi en negativ utvikling som kan volde grunn til bekymring. Per 2005T utgjør de finansielle eiendelene kun 16 % av finansiell gjeld.

#### *Analyse av fremtidig forfallsstruktur på gjeld*

Videre vil jeg analysere forfallsstrukturen til finansiell gjeld. Målet med dette er å identifisere risikoen for å komme i likviditetsproblemer når store lån forfaller til betaling.

$$\text{Dekning av avdrag og rente} = \frac{\text{Finansielle eiendeler 01.01} + \text{Finansinntekt}}{\text{Avdrag og rente på FG i løpet av året}}$$

	2005	2006	2007	2008	Etter 2008
Avdrag	4757	2850	2934	2926	462042
Finansiell gjeld 01.01	655261	951000			
- Forfall finansiell gjeld i 2005	4757	2850			
+ Bruttoptak av finansiell gjeld i 2005T	300496	?			
<b>= Finansiell gjeld 30.09.2005</b>	<b>951000</b>	<b>?</b>			
Finansielle eiendeler 01.01	151000				
+ Finansinntekt	5436				
/ Avdrag og rente på finansiell gjeld i løpet av året	37086				
<b>= Dekning av avdrag og rente i 2006E</b>	<b>4,218196</b>				

Tabell 16: Dekning av avdrag og rente

Faren for finansiell krise i 2006 ser ut til å være svært liten for Rieber & Søn. Selskapet hadde den 30.09.2005 mer enn nok finansielle eiendeler til å dekke avdrag og rente et år framover. Jeg forutsetter her at rente på finansiell gjeld og finansielle eiendeler er lik 5 % før skatt.

#### **5.3.1.2 Soliditetsanalyse**

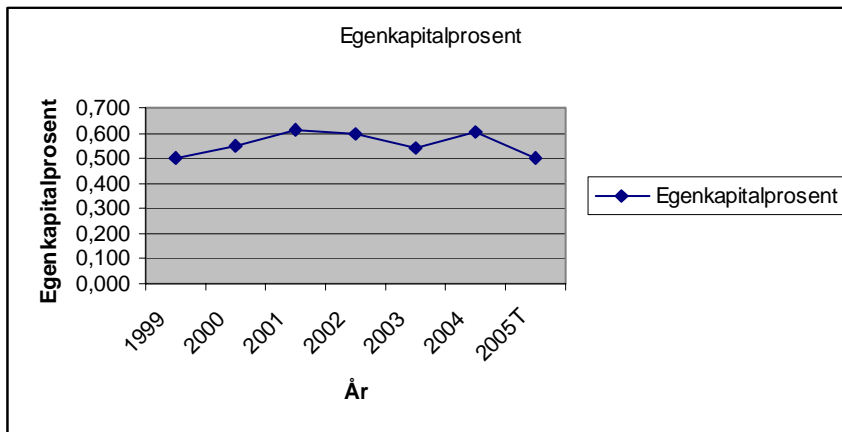
Analyse av soliditet har som mål å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap. Standard analyseverktøy ved analyse av langsiktig risiko er forholdstallsanalyse av kapitalstruktur (egenkapitalprosent) samt statistisk finansieringsanalyse.

#### *Egenkapitalprosent*

Ved risikoanalyse for et konsern er det vanlig å benytte følgende formel for utregning av egenkapitalprosent:

$$Ekp = \frac{EK + MI + NUS}{TK}$$





Figur 8: Egenkapitalprosent

Vi ser at egenkapitalprosenten har ligget mellom 50 og 60 % i analyseperioden. I 2005 ser det ut til at den faller noe, men som tidligere nevnt er estimatet per 2005 noe usikkert, og dette trenger derfor ikke være et faresignal.

### Statisk finansieringsanalyse

En statisk finansieringsanalyse viser hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt, og er gjerne vist i form av en finansieringsmatrise. Egenkapitalfinansiering er minst risikabel og følgelig ønsker en at størst mulig del av eiendelene er finansiert med egenkapital.

Finansieringsmatrise i 2005T for Rieber & Søn:

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1753147	0	428533	345000			2526680
FAM				35000			35000
DOM				571000	440000		1011000
FOM					116000		116000
<b>TK</b>	<b>1753147</b>	<b>0</b>	<b>428533</b>	<b>951000</b>	<b>556000</b>	<b>0</b>	<b>3688680</b>

Tabell 17: Statisk finansieringsanalyse

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	0,694	0,000	0,170	0,137			0,685
FAM				1,000			0,009
DOM				0,565	0,435		0,274
FOM					1,000		0,031
<b>TK</b>	<b>0,475</b>	<b>0,000</b>	<b>0,116</b>	<b>0,258</b>	<b>0,151</b>	<b>0,000</b>	<b>1,000</b>

Tabell 18: Statisk finansieringsanalyse i prosent

Vi ser at egenkapitalen til Rieber & Søn ikke klarer å dekke mer enn 69,4 % av driftsrelaterte anleggsmidler. I tillegg må all langsiktig driftsrelatert gjeld samt noe av langsiktig finansiell gjeld dekke disse midlene. Kortsiktig driftsrelatert gjeld dekker rundt halvparten av

driftsrelaterte omløpsmidler samt alle finansielle omløpsmidler. Vi har ingen informasjon om kortsiktig finansiell gjeld per 30.09.2005, og denne vil da ikke dekke noe av eiendelene.

### 5.3.1.3 Syntetisk rating

Likviditets- og soliditetsanalysen kan til slutt oppsummeres ved hjelp av syntetisk rating. Det mest kjente ratingselskapet er Standard & Poor's. De deler inn selskaper i ratingklasser fra AAA til D, der AAA er den beste ratingklassen. Den mest vanlige ratingen er BBB. En forenkling av det grundige ratingsystemet til S&P er en enkel syntetisk rating. Knivsfå (2005) har laget en syntetisk rating basert på fire forholdstall der en tar utgangspunkt i det omgrupperte resultatregnskapet.

Rating	Konkurssansynlighet	Kredittrisikofaktor	LG1	RDG	EKP	NDR
AAA	0,0001	0,1	11,600	16,900	0,940	0,350
			<b>8,900</b>	<b>11,600</b>	<b>0,895</b>	<b>0,308</b>
AA	0,0012	0,15	6,200	6,300	0,850	0,266
			<b>4,600</b>	<b>4,825</b>	<b>0,755</b>	<b>0,216</b>
A	0,0024	0,25	3,000	3,350	0,660	0,166
			<b>2,350</b>	<b>2,755</b>	<b>0,550</b>	<b>0,131</b>
BBB	0,0037	0,40	1,700	2,160	0,440	0,096
			<b>1,450</b>	<b>1,690</b>	<b>0,380</b>	<b>0,082</b>
BB	0,136	0,60	1,200	1,220	0,320	0,068
			<b>1,050</b>	<b>1,060</b>	<b>0,270</b>	<b>0,054</b>
B	0,0608	1,00	0,900	0,900	0,220	0,040
			<b>0,750</b>	<b>0,485</b>	<b>0,175</b>	<b>0,026</b>
CCC	0,3085	3,00	0,600	0,070	0,130	0,012
			<b>0,550</b>	<b>-0,345</b>	<b>0,105</b>	<b>-0,002</b>
CC	0,5418	9,00	0,500	-0,760	0,080	-0,016
			<b>0,450</b>	<b>-1,170</b>	<b>0,030</b>	<b>-0,030</b>
C	0,7752	27,00	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
			<b>0,350</b>	<b>-1,995</b>	<b>-0,100</b>	<b>-0,058</b>
D	0,9999	1000,00	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 19: Syntetisk rating (Knivsfå, 2005)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Likviditetsgrad 1	2,31	3,41	3,55	2,30	1,58	2,03
Rentedekningsgrad	2,04	4,02	4,63	6,47	9,23	9,68
Egenkapitalprosent	0,55	0,61	0,59	0,54	0,60	0,50
Netto driftsrentabilitet	0,05	0,11	0,13	0,12	0,10	0,10

Tabell 20: Utregning av forholdstall relevant for syntetisk rating

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Likviditetsgrad 1	BBB	A	A	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	BBB	A	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	BBB	A	A	BBB	A	BBB
Netto driftsrentabilitet	B	BBB	A	BBB	BBB	BBB
<b>Sum</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>

Tabell 21: Syntetisk rating av Rieber & Søn

Vi ser fra tabellen at Rieber & Søn blir ratet mellom BBB og A i analyseperioden, og sannsynligheten for konkurs er altså svært lav. Ratingen brukes videre til å regne ut avkastningskrav.

### **5.3.2 Avkastningskrav**

Avkastningskrav blir brukt på to måter, nemlig som en målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente i verdivurderinger. Når det gjelder bruk av kravet som målestokk, ser en om selskapet klarer å generere superprofitt, dvs rentabilitet større enn avkastningskravet.

#### **5.3.2.1 Egenkapitalkrav**

Kravet til avkastning på egenkapitalen regnes vanligvis ut ved hjelp av kapitalverdimodellen. Denne forutsetter at kapitalmarkedet er perfekt, slik at investorer kun får betalt for å bære systematisk risiko. Usystematisk risiko kan enkelt diversifiseres bort.

$$Ekk = \text{risikofri rente} + \text{beta} * (\text{markedsavkastningen} - \text{risikofri rente}) + \text{illikviditetspremie}$$

##### *Risikofri rente*

Et mål på risikofri rente før skatt er 3 måneders effektiv Nibor-rente med fradrag av en risikopremie på 10 % av denne renten (Knivsflå, 2005).

##### *Risikopremie*

Markedets risikopremie vil si avkastning i markedet utover risikofri rente etter skatt. Da markedets avkastning svinger svært mye, bruker Knivsflå (2005) både et langsiktig og et kortsiktig perspektiv ved utregning av risikopremien over analyseperioden. Dette baseres på vekting; 2/3 årlig risikopremie 1958-2005 (langsiktig perspektiv) og 1/3 årlig risikopremie 1995-2005 (kortsiktig perspektiv).

##### *Egenkapitalbeta*

Ved hjelp av børsdatabasen ved NHH (<http://euro.undervisning.nhh.no/borsprosjektet>) har jeg fått et estimat på gjennomsnittlig egenkapitalbeta over analyseperioden. Denne er beregnet til å være 0,47. Gjennomsnittlig beta er beregnet av 60 observasjoner mellom 29.02.2000 og 28.02.2005. Merrill Lynch anbefaler å justere denne betaen mot 1. Grunnen til dette er at et estimat på beta før den er estimert er 1.

$$\text{Justert beta} = 2/3 * \text{estimert beta} + 1/3 * 1$$

$$2/3 * 0,47 + 1/3 * 1 = 0,647$$

For å finne egenkapitalbeta år for år trenger vi imidlertid å regne ut andre avkastningskrav.

### *Illikviditetspremie*

Illikviditetspremien bør vanligvis være mellom 0-5 % avhengig av graden av markedssvikt og selskapsspesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten (Knivsflå 2005). Rieber & Søn er fra 11. mars 2005 notert på OB Match listen på Oslo Børs. Tidligere var selskapet notert på OB Standard. ABG Sundal Collier stilte som godkjent likviditetsgarantist da selskapet ble flyttet til OB Match listen (www.newsweb.no). Selskapet er imidlertid ikke blant de mest likvide aksjene på børsen, og det kan derfor argumenteres for en illikviditetspremie. Jeg velger å sette denne til 2 % fram til og med 2004 og 1 % fra 2005.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Nibor-rente 3 mnd	0,070	0,075	0,072	0,042	0,020	0,022	0,050
- Risikotillegg; 10 % av Nibor	0,007	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
<b>= Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,063</b>	<b>0,068</b>	<b>0,065</b>	<b>0,038</b>	<b>0,018</b>	<b>0,020</b>	<b>0,045</b>
- 28 % skatt	0,018	0,019	0,018	0,011	0,005	0,006	0,013
<b>= Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,045</b>	<b>0,049</b>	<b>0,047</b>	<b>0,027</b>	<b>0,013</b>	<b>0,014</b>	<b>0,033</b>
+ Justert beta	?	?	?	?	?	?	0,647
* Risikopremie etter skatt	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,046
+ Illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,010	0,018
<b>= Egenkapitalkrav</b>	<b>?</b>	<b>?</b>	<b>?</b>	<b>?</b>	<b>?</b>	<b>?</b>	<b>0,077</b>

Tabell 22: Utrekning av egenkapitalkrav

### **5.3.2.2 Krav til avkastning for minoriteten**

Dette var kun relevant da selskapet hadde minoritetsinteresser, nemlig fram til 2003.

Avkastningskravet finner en ved å legge til en ekstra illikviditetspremie på egenkapitalkravet.

I følge Knivsflå (2005) er en passende premie 2-3 %, og jeg velger å sette premien til 2 %.

### **5.3.2.3 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld**

Jeg velger å forutsette at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, slik at beta til netto finansiell gjeld er lik null.

$$\text{Beta til NFG} = \text{Beta til FG} * \text{FG/NFG} - \text{Beta til FE} * \text{FE/NFG}$$

Da beta til NFG er lik null får vi at:

$$Beta\ til\ FG = Beta\ til\ FE * FE/FG$$

Beta til finansielle eiendeler er lik et vektet snitt av beta til henholdsvis kontanter, fordringer og investeringer. Kontanter er risikofrie (beta = 0), og jeg forutsetter at dette også er tilfelle for finansielle fordringer. Investeringer vil i snitt ha en beta på 1. Beta til finansielle eiendeler blir dermed:

$$Beta\ til\ FE = 1 * INV/FE = INV/FE$$

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0,187	0,048	0,023	0,096	0,179	0,000	0,089
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,187</b>	<b>0,048</b>	<b>0,023</b>	<b>0,096</b>	<b>0,179</b>	<b>0,000</b>	<b>0,089</b>

Tabell 23: Finansiell eiendelsbeta

Vi kan dermed finne beta til finansiell gjeld

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,219</b>	<b>0,064</b>	<b>0,032</b>	<b>0,045</b>	<b>0,067</b>	<b>0,000</b>	<b>0,071</b>
* Finansiell gjeldsvekt	-5,847	-2,944	-2,407	1,873	1,597	1,189	-1,090
- Finansiell eiendelsbeta	0,187	0,048	0,023	0,096	0,179	0,000	0,089
* Finansiell eiendelsvekt	-6,847	-3,944	-3,407	0,873	0,597	0,189	-2,090
= Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 24: Beta til finansiell gjeld

Kreditrisikopremie er lik kreditrisikofaktor (fra tabell 19) multiplisert med risikofri rente etter skatt. Jeg kan dermed finne finansielt gjeldskrav på følgende måte:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
<b>Syntetisk rating</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	
Risikofri rente etter skatt	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,033
+ Beta til finansiell gjeld	0,219	0,064	0,032	0,045	0,067	0,000	0,071
* Markedets risikopremie	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,046
+ Kreditrisikopremie	0,018	0,012	0,012	0,011	0,003	0,006	0,010
= <b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,076</b>	<b>0,063</b>	<b>0,059</b>	<b>0,040</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,046</b>

Tabell 25: Finansielt gjeldskrav

Finansielt eiendelskrav finner vi på denne måten:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Kontantkrav (= risikofri rente)	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,033
* Kontantvekt	0,754	0,879	0,962	0,885	0,778	0,768	0,838
Finansielt fordringskrav (= kravet på finansiell gjeld)	0,076	0,063	0,059	0,040	0,020	0,020	0,046
* Finansiell fordringsvekt	0,059	0,073	0,016	0,019	0,043	0,232	0,074
+ Investeringskrav (markedskravet)	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,046
* Investeringsvekt	0,187	0,048	0,023	0,096	0,179	0,000	0,089
= <b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0,050</b>	<b>0,049</b>	<b>0,046</b>	<b>0,028</b>	<b>0,021</b>	<b>0,016</b>	<b>0,035</b>

Tabell 26: Finansielt eiendelskrav

Vi kan dermed finne kravet til netto finansiell gjeld:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Krav til finansiell gjeld	0,076	0,063	0,059	0,040	0,020	0,020	0,046
* Finansiell gjeldsgrad	-5,847	-2,944	-2,407	1,873	1,597	1,189	-1,090
- Krav til finansielle eiendeler	0,050	0,049	0,046	0,028	0,021	0,016	0,035
* Finansielle eiendelsgrad	-6,847	-3,944	-3,407	0,873	0,597	0,189	-2,090
<b>Krav til netto finansiell = gjeld</b>	<b>-0,106</b>	<b>0,008</b>	<b>0,016</b>	<b>0,050</b>	<b>0,019</b>	<b>0,021</b>	<b>0,022</b>

Tabell 27: Krav til netto finansiell gjeld

### 5.3.2.4 Krav til avkastning på netto driftskapital

Kravet til netto driftskapital finner en gjennom bruk av vektet avkastningskrav. I følge Miller & Modigliani (1958) vil beta og kravet til netto driftskapital være uavhengig av kapitalstruktur. Dette vil si at beta til netto driftskapital vil være konstant over tid. Når det gjelder kravet til netto driftskapital, vil dette endre seg ved endring i risikofri rente og estimatet på risikopremien. Dette bygger på et perfekt kapitalmarked som blant annet forutsetter et nøytralt skattesystem, ingen transaksjonskostnader, symmetrisk informasjon m.m (Brealey & Myers, 2003). Det er sjelden at disse forutsetningene er tilfelle, men jeg velger likevel å bruke Miller & Modiglianis teori. Ved å forutsette at netto driftsbeta er konstant over tid, finner vi egenkapitalbetaen år for år.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	0,647
* EK/NDK	0,928	0,969	1,024	0,633	0,651	0,517	0,787
+ Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	0,647
* MI/NDK	0,012	0,003	0,003	0,000	0,000	0,000	0,003
Netto finansiell + gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	-0,085	-0,170	-0,232	0,207	0,172	0,313	0,034
<b>= Netto driftsbeta</b>	<b>0,511</b>	<b>0,511</b>	<b>0,511</b>	<b>0,511</b>	<b>0,511</b>	<b>0,511</b>	<b>0,511</b>

Tabell 28: Netto driftsbeta

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
<b>Egenkapitalbeta</b>	<b>0,471</b>	<b>0,437</b>	<b>0,415</b>	<b>0,644</b>	<b>0,617</b>	<b>0,744</b>	<b>0,647</b>

Tabell 29: Egenkapitalbeta

Dermed finner vi også egenkapitalkravet for hvert år i analyseperioden:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Risikofri rente etter skatt	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,033
+ Justert beta	0,471	0,437	0,415	0,644	0,617	0,744	0,647
* Risikopremie etter skatt	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,062	0,046
+ Illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,010	0,018
<b>= Egenkapitalkrav</b>	<b>0,093</b>	<b>0,087</b>	<b>0,077</b>	<b>0,068</b>	<b>0,066</b>	<b>0,070</b>	<b>0,077</b>

Tabell 30: Egenkapitalkrav

Videre finner jeg avkastningskravet til minoriteten (kun relevant frem til 2003).

	2000	2001	2002	2003
Egenkapitalkrav	0,093	0,087	0,077	0,068
+ Ekstra likviditetspremie for minoriteten	0,030	0,030	0,030	0,030
= <b>Krav til avkastning på minoriteten</b>	<b>0,123</b>	<b>0,117</b>	<b>0,107</b>	<b>0,098</b>

Tabell 31: Krav til minoriteten

Til slutt regner jeg ut kravet til netto driftskapital ved å vekte de ulike kravene.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Egenkapitalkrav	0,093	0,087	0,077	0,068	0,066	0,070	0,077
* EK/NDK	0,928	0,969	1,024	0,633	0,651	0,517	0,787
+ Minoritetskrav	0,123	0,117	0,107	0,098	-	-	-
* MI/NDK	0,012	0,003	0,003	0,000	0,000	0,000	0,003
Netto finansielt							
+ gjeldskrav	-0,106	0,008	0,016	0,050	0,019	0,021	0,001
* NFG/NDK	-0,085	-0,170	-0,232	0,207	0,172	0,313	0,034
= <b>Netto driftskrav</b>	<b>0,097</b>	<b>0,083</b>	<b>0,075</b>	<b>0,054</b>	<b>0,046</b>	<b>0,043</b>	<b>0,066</b>

Tabell 32: Netto driftskrav

### 5.3.3 Analyse av lønnsomhet

#### 5.3.3.1 Egenkapitalrentabilitet

Rentabiliteten til et tall er et forholdstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis avkastning, og gjør det mulig å sammenlikne lønnsomhet over tid og mellom virksomheter (Knivsflå 2005).

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultatet til kapitalen}}{\text{Kapital}}$$

Rentabiliteten til en kapital er kun ”god” dersom den er større enn kravet til avkastning. Rentabilitet utover avkastningskravet kalles superrentabilitet eller superprofitt. Denne superrentabiliteten er et mål på strategisk fordel (jamfør den strategiske analysen). Det er viktig å nevne at superrentabilitet ikke vil vare for evig. Grunnet konkurranse vil rentabiliteten drives mot avkastningskravet over tid.

I rentabilitetsanalyse bruker vi et normalisert resultat, da dette er mest fremoverskuende, og dermed mest relevant ved budsjettering og verdsettelse. Når det gjelder nevneren, bør vi velge en type kapital som gjør at vi får en etterskuddsrente. Dette er fordi kravet er regnet ut på etterskuddsbasis, og en etterskuddsrentabilitet vil være mest relevant å sammenlikne med

dette kravet. Vi får en etterskuddsrentabilitet ved å bruke gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden som kapitalbase, altså:

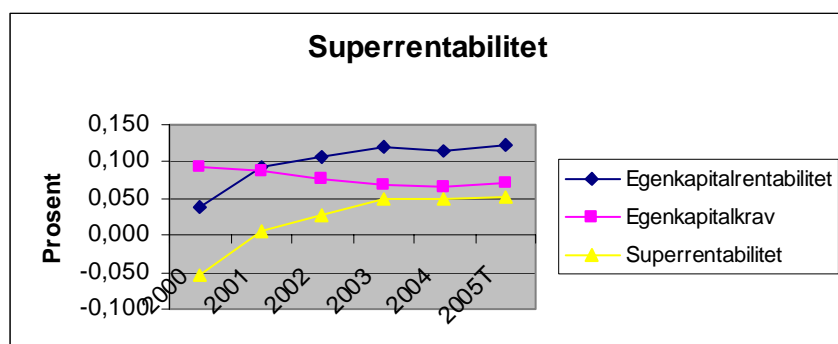
$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Inngående kapital} + (\text{Endring i kapital} - \text{nettoresultat})/2}$$

Under vises utregning av egenkapitalrentabiliteten for Rieber & Søn i analyseperioden:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Normalisert nettoresultat til EK	106197	212656	211958	217873	202861	213824	194228
EK 01.01	2838924	2655975	2125317	2104844	1766879	1975192	2244522
Endring i EK i perioden	-182949	-530658	-20473	-337966	208314	-222045	-180963
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>0,039</b>	<b>0,093</b>	<b>0,105</b>	<b>0,119</b>	<b>0,115</b>	<b>0,122</b>	<b>0,099</b>

Tabell 33: Egenkapitalrentabilitet

Vi kan dermed sammenlikne egenkapitalrentabiliteten i forhold til kravet for å se om Rieber & Søn genererer superprofitt i analyseperioden:



Figur 9: Superrentabilitet

Vi ser at selskapet har generert superprofitt i alle år fra 2001, og superprofitten er stabilt høy (rundt 5 %) fra 2003. Dette er meget positivt.

### 5.3.3.2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet bør splittes opp for å vise hvor lønnsomheten genereres. Jeg velger å splitte den opp i drift kontra finansiering. I tillegg kunne jeg sett på de to geografiske hovedsegmentene.



	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Netto driftsrentabilitet	0,051	0,105	0,125	0,120	0,102	0,099	<b>0,100</b>
+ Netto driftsrentabilitet	0,051	0,105	0,125	0,120	0,102	0,099	<b>0,100</b>
Netto finansiell							
- gjeldsrente	0,114	-0,008	0,011	0,208	0,048	0,034	<b>0,068</b>
Netto finansiell							
* gjeldsgrad	0,264	-0,114	-0,175	0,016	0,241	0,339	<b>0,095</b>
+ Netto driftsrentabilitet	0,051	0,105	0,125	0,120	0,102	0,099	<b>0,100</b>
Netto							
- minoritetsrentabilitet	-0,292	-0,003	0,002	-0,019	0,000	0,000	<b>-0,052</b>
* Minoritetsgrad	0,013	0,008	0,003	0,002	0,000	0,000	<b>0,004</b>
= <b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>0,039</b>	<b>0,093</b>	<b>0,105</b>	<b>0,119</b>	<b>0,115</b>	<b>0,122</b>	<b>0,099</b>

Tabell 34: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Netto driftsrentabilitet kan videre dekomponeres i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin viser hvorvidt selskapet har evne til å generere netto driftsresultat per omsatt krone, mens omløpet til netto driftsmargin måler effektiviteten i kapitalbruken, dvs evne til å skape driftsinntekter per krone investert:

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	00-05
Netto driftsresultat	174963	214578	208124	223960	223459	233984	213178
/ Driftsinntekter	2803874	2941266	3066858	3248755	3498375	3439000	3166355
= <b>Netto driftsmargin</b>	<b>0,062</b>	<b>0,073</b>	<b>0,068</b>	<b>0,069</b>	<b>0,064</b>	<b>0,068</b>	<b>0,067</b>
Driftsinntekter	2803874	2941266	3066858	3248755	3498375	3439000	3166355
Gjennomsnittlig							
/ kapital	3447034	2040266	1662647	1859600	2196185	2352277	2259668
= <b>Omløpet til NDE</b>	<b>0,813</b>	<b>1,442</b>	<b>1,845</b>	<b>1,747</b>	<b>1,593</b>	<b>1,462</b>	<b>1,484</b>
<b>Netto</b>							
<b>driftsrentabilitet</b>	<b>0,051</b>	<b>0,105</b>	<b>0,125</b>	<b>0,120</b>	<b>0,102</b>	<b>0,099</b>	<b>0,100</b>

Tabell 35: Dekomponering av netto driftsrentabilitet

Både netto driftsmargin og omløpet til netto driftsmargin kan dekomponeres ytterligere, men jeg velger å se bort i fra dette i resten av oppgaven.

Videre kan en se på virkningen av netto finansiell gearing og ”minoritetsgearing” på egenkapitalrentabiliteten. Virkning av netto finansiell gearing er positiv i 2004 og 2005 da driften kaster av seg mer enn kostnaden ved å bruke netto finansiell gjeld.

Minoritetsinteressene har en positiv virkning på egenkapitalrentabilitet i alle år når selskapet har minoritetsinteresser ved at minoriteten har en rentabilitet mindre enn avkastningen på driften.

### 5.3.4 Analyse av vekst

Vekstfaktoren er den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid, og er viktig ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og ved fundamental verdsettelse. Ved regnskapsanalyse fokuserer en på to typer vekst, nemlig kapitalvekst og resultatvekst. Videre kan vekst deles inn i to perioder; vekst på lang sikt og vekst på kort sikt. Langsiktig økonomisk vekst får en fra generell markroøkonomisk analyse. Gjennomsnittlig årlig realvekst i BNP i Norge fra 1970-2002 er 3 %, og trenden er stigende ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 3). De siste ti årene er gjennomsnittlig prisvekst 2,1 % ([www.ssb.no](http://www.ssb.no), 4). Veksten kan på lang sikt ikke være større enn forventet realvekst pluss inflasjon, altså maksimalt 5,1 %. På kort sikt vil veksten avhenge av generell bransjevekst og interne ressurser til vekst. I den strategiske analysen har vi sett at bransjen i Vest-Europa ikke vokser spesielt mye. Rieber & Søn kan derfor kun vokse ved å ta markedsandeler fra konkurrenter eller begynne å operere i flere markeder. CEE-området er i så måte et videre satsingsområde.

#### 5.3.4.1 Kapitalvekst

Ved fremskrivning av tall vil normalisert egenkapitalvekst være mest relevant. Denne finner man ved å trekke ut den unormale veksten (unormal rentabilitet eller unormalt utbytte eller kapitalinnskudd). Ifølge årsrapporten ser vi at Rieber & Søn har hatt som policy å betale ut 40 % av resultat per aksje i utbytte. Styret har vedtatt å opprettholde dette utdelingsforholdet forutsatt at konsernet har en tilfredsstillende kapitalsituasjon. Jeg velger dermed å sette normalisert utdelingsforhold til 40 %. Den normaliserte egenkapitalveksten blir da som følger:

$$Ekv = (1-eku) * ekr$$

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	00-05
Normalisert utdelingsforhold	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
Normalisert egenkapitalrentabilitet	0,039	0,093	0,105	0,119	0,115	0,122	0,099
<b>Vedvarende egenkapitalvekst</b>	<b>0,024</b>	<b>0,056</b>	<b>0,063</b>	<b>0,072</b>	<b>0,069</b>	<b>0,073</b>	<b>0,059</b>

Tabell 36: Normalisert egenkapitalvekst

Av utregningen kan vi slutte at den gjennomsnittlige normaliserte veksten er 5,9 %, altså høyere enn forventet vedvarende langsiktig vekst.

### **5.3.4.2 Resultatvekst**

Ved analyse av resultatvekst ser en gjerne på veksten i ulike poster i resultatet år for år, spesielt driftsinntekter, netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapital. Dette kommenteres videre i det følgende kapittel.

## **5.4 Fremtidsregnskap**

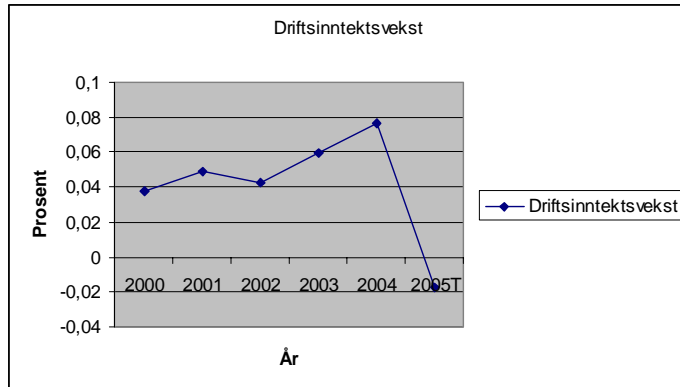
### ***5.4.1 Valg av budsjettthorison***

Budsjettthorisonen avhenger av kvaliteten på regnskapsføringen samt tid til ”steady state”, dvs det tidspunktet der konstant vekst er en rimelig forutsetning. Regnskapet til Rieber & Søn er ført etter god regnskapsskikk, der jeg har justert for åpenbare målefeil for å komme nærmere korrekt historisk kost. En vanlig budsjettthorison ved korrekt historisk kost er mellom 5 og 10 år. Videre kan Rieber & Søn ha store vekstpotensialer i Øst-Europa, men disse vil trolig viskes bort ved økende konkurranse i dagens hovedmarkeder. Det er derfor trolig at Rieber & Søn nærmer seg ”steady state”. Basert på kvaliteten til regnskapsføringen og at Rieber & Søn ikke opererer i en utpreget vekstbransje velger jeg å sette budsjettthorisonen til 8 år, altså konstant vekst fra og med 2013. Videre er det vanlig at en i budsjettering for fundamental verdsettelse forutsetter at kontantstrømmen skjer den 31.12, noe jeg også velger å gjøre. Ved å forutsette dette, bruker en inngående kapital som kapitalbase ved utregninger.

## 5.4.2 Budsjettering til budsjetthorisonten

Budsjettering fram til budsjetthorisonten i 2013 skjer gjennom seks steg.

### Steg 1: Driftsinntekter



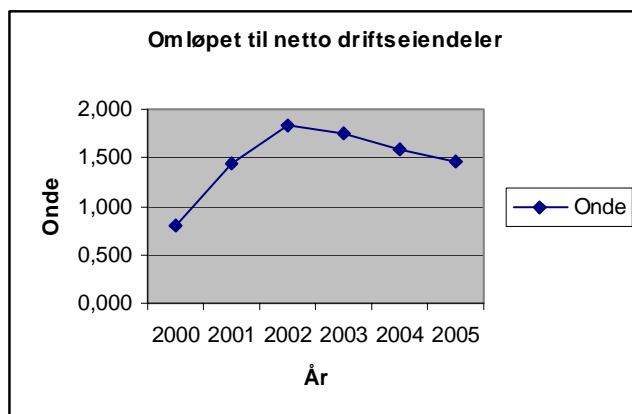
Figur 10: Driftsinntektsvekst

Vi ser at Rieber & Søn har hatt en jevn vekst i driftsinntektene fram til 2004. I 2005 ser det imidlertid ut som at driftsinntektene faller, men dette kan skyldes at jeg ikke har beregnet vekst i 4. kvartal i trailingen. Jeg velger å forutsette en svak vekst i driftsinntektene, som vil øke lineært fra dagens negative nivå til 4,1 % i 2009 (gjennomsnittlig driftsinntektsvekst i analyseperioden). Deretter vil den øke svakt til 5 % på budsjetthorisonten.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Div	0,010	0,025	0,039	0,041	0,044	0,046	0,048	0,050

Tabell 37: Budsjettering av driftsinntektsvekst

### Steg 2: Netto driftseiendeler



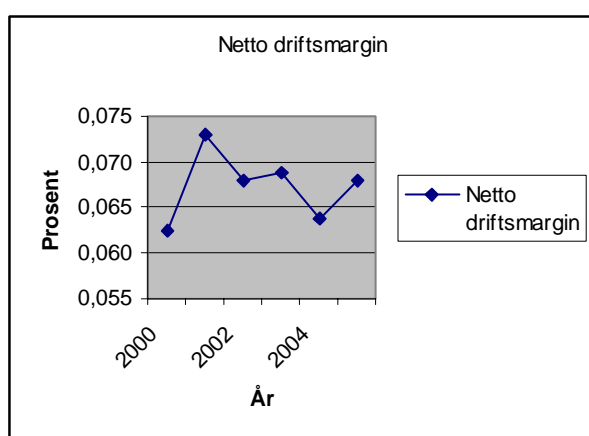
Figur 11: Omløpet til netto driftseiendeler

Fra figuren ser vi at omløpet til netto driftseiendeler har vært fallende siden 2002. Jeg velger å forutsette at det vil fortsette å falle fram til 2008. Jeg velger å sette årlig reduksjon til 12,8 % (gjennomsnittlig reduksjon i perioden 2003-2005.) Deretter vil den øke til gjennomsnittet i perioden 2001-2005, da 2000 var preget av store omstillinger og ville dermed trukket gjennomsnittet for mye ned, grunnet økt effektivisering på grunn av RIGHT og IMPRO 07 prosjektene.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Onde	1,334	1,207	1,079	1,187	1,295	1,402	1,510	1,618

Tabell 38: Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler

### Steg 3: Netto driftsresultat



Figur 12: Netto driftsmargin

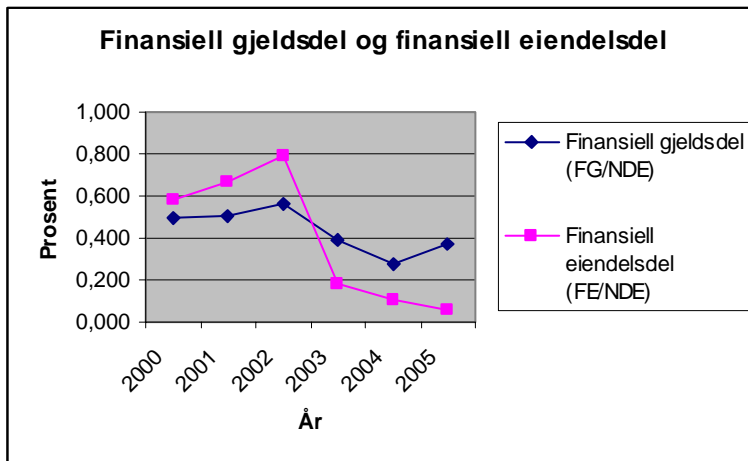
Vi ser at netto driftsmargin har holdt seg rimelig konstant i løpet av analyseperioden. Jeg velger å forutsette at Rieber & Søn vil ha problemer med å holde marginene oppe på kort sikt grunnet høye kostnader (IMPRO 07 og markedsføring). På lang sikt vil imidlertid disse bedre seg. Jeg forutsetter at netto driftsmargin vil falle lineært til 6,4 % (den laveste marginen i analyseperioden bortsett fra år 2000) i 2009, deretter vil den øke til gjennomsnittlig driftsmargin i analyseperioden, 6,7 %, på budsjettthorisonten.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ndm	0,067	0,066	0,065	0,064	0,065	0,066	0,066	0,067

Tabell 39: Budsjettering av netto driftsmargin

### Steg 4: Netto finansiell gjeld

Kapitalstrukturen og dermed netto finansiell gjeldsdel er rimelig stabil over tid. Posten består av to ulike budsjett drivere, finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel (henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler i prosent av netto driftseiendeler). Jeg finner det mest hensiktsmessig å budsjettere de to driverne hver for seg.



Figur 13: Finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel

#### *Finansiell gjeldsdel:*

Vi ser at finansiell gjeldsdel har vært redusert siden 2002. Imidlertid ser den ut til å øke noe i 2005. Det er i tillegg trolig at denne vil øke igjen grunnet stadig nye oppkjøp av virksomheter. Jeg velger derfor å forutsette at denne vil øke gradvis mot gjennomsnittet i analyseperioden.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
fgd	0,380	0,387	0,395	0,402	0,410	0,417	0,425	0,432

Tabell 40: Budsjettering av finansiell gjeldsdel

#### *Finansiell eiendelsdel:*

Vi ser en klar tendens mot stadig synkende finansiell eiendelsdel i perioden. Spesielt skjer det et stort negativt skift mellom 2002 og 2003. Dette så vi i likviditetsanalysen at trolig skyldes finansiering av driftseiendeler samt betaling for opptak av finansiell gjeld. Jeg velger å forutsette at denne vil øke noe, men kun til nivået i 2003 på budsjettthorisonten.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
fed	0,059	0,074	0,090	0,105	0,120	0,135	0,151	0,166	0,181

Tabell 41: Budsjettering av finansiell eiendelsdel

### **Steg 5: Netto finanskostnad**

På sikt er det rimelig å anta at den betalte renten på netto finansiell gjeld er lik netto finansielt gjeldskrav. Dette kravet avhenger blant annet av kapitalstruktur, renteutvikling og kredittrisiko. Jeg forutsetter dermed også at finansiell gjeldsrente i fremtida er lik finansielt gjeldskrav. For en utregning av finansielt gjeldskrav, se avsnitt 5.4.3.2.

## Steg 6: Netto finansinntekt

Jeg forutsetter også at finansiell eiendelskrav er lik finansiell rente. For utregning se avsnitt 5.4.3.2.

Proforma resultat, balanse og kontantstrømoppstilling for perioden 2005-2013 vises i vedlegg 4.

### 5.4.3 Fremtidige avkastningskrav

#### 5.4.3.1 Egenkapitalkrav

##### *Risikofri rente*

Risikofri rente vil returnere lineært til det historiske 10 års gjennomsnittet. Det løpende 10 årige gjennomsnittet for 10 årige statslån var 4 % per 28.02.2005 (Knivsflå, 2005). Her trekkes det fra en risikopremie på lange lån på 0,4 %, noe som gir 3,6 %. 3 måneders Nibor rente per 05.01.2006 (en vilkårlig dato) er 2,54 %. Etter en 10 % risikopremie og 28 % skatt blir denne 1,65 %. Jeg velger å bruke denne som et estimat på risikofri rente etter skatt i 2006. Deretter forutsetter jeg en lineær utvikling til den langsiktige renten i 2013.

##### *Risikopremie*

En gjennomsnittlig, trimmet (de 10 % høyeste og de 10 % laveste observasjonene er fjernet siden analyseperioden er såpass kort) risikopremie på Oslo Børs fra 1958 til 2004 er 5,5 % (Knivsflå, 2005). Jeg velger å bruke dette som et estimat på de fremtidige risikopremiene.

##### *Egenkapitalbeta*

Da en vet at beta til netto driftskapital er konstant over tid, ifølge Miller & Modigliani (1958), og en videre forutsetter at beta til netto finansiell gjeld er lik null, kan jeg finne egenkapitalbetaen år for år:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beta til netto driftskapital	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511	0,511
/ EK/NDK		0,694	0,702	0,710	0,718	0,725	0,733	0,741	0,749
= Egenkapitalbeta		<b>0,736</b>	<b>0,727</b>	<b>0,720</b>	<b>0,712</b>	<b>0,704</b>	<b>0,697</b>	<b>0,689</b>	<b>0,682</b>

Tabell 42: Budsjettert egenkapitalbeta

Dermed kan jeg finne kravet til egenkapitalen:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,016	0,019	0,022	0,025	0,028	0,030	0,033	0,036
Risikopremie til									
+ markedet	0,062	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
* Egenkapitalbeta	0,744	0,736	0,727	0,720	0,712	0,704	0,697	0,689	0,682
+ Illikvidietspremie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
= <b>Egenkapitalkrav</b>	<b>0,070</b>	<b>0,067</b>	<b>0,069</b>	<b>0,072</b>	<b>0,074</b>	<b>0,076</b>	<b>0,079</b>	<b>0,081</b>	<b>0,084</b>

Tabell 43: Budsjettert egenkapitalkrav

### 5.4.3.2 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Når det gjelder finansielle eiendeler, velger jeg å forutsette at beta til finansielle eiendeler vil øke lineært mot gjennomsnittet i analyseperioden. Ved å fremdeles forutsette at beta til netto finansiell gjeld er lik 0, finner vi også beta til finansiell gjeld.

Kravet til finansielle eiendeler i fremtiden regnes ut på følgende måte:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Risikofri rente etter skatt	0,016	0,019	0,022	0,025	0,028	0,030	0,033	0,036
Finansiell eiendelsbeta	0,011	0,022	0,033	0,044	0,055	0,067	0,078	0,089
Risikopremien til markedet	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0,017</b>	<b>0,020</b>	<b>0,024</b>	<b>0,027</b>	<b>0,031</b>	<b>0,034</b>	<b>0,037</b>	<b>0,041</b>

Tabell 44: Budsjettert finansielt eiendelskrav

Videre regner jeg ut fremtidig kredittrisikopremie på basis av to forholdstall, netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosent. Da vi kun har et estimat på netto driftseiendeler, og ikke driftsrelatert gjeld, har vi ikke et estimat på totalkapitalen. Jeg velger derfor å regne ut egenkapitalen ved bruk av sysselsatt kapital som kapitalbase, noe som vil gi en egenkapitalprosent som er for høy. Av denne grunn velger jeg å ta mest hensyn til netto driftsrentabilitet ved syntetisk rating.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrentabilitet	0,091	0,080	0,070	0,076	0,084	0,092	0,100	0,109
Egenkapitalprosent	0,646	0,644	0,643	0,641	0,639	0,637	0,636	0,634
<b>ndr rating</b>	<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>
<b>ekp rating</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>

Tabell 45: Budsjettert rating av Rieber & Søn

Som vi ser blir Rieber & Søn ratet til BBB i alle år bortsett fra 2007-2009, der selskapet rates til BB, noe som gir en kredittrisikofaktor på henholdsvis 0,4. Utrekning av kredittrisikopremien er som følger:



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Risikofri rente	0,016	0,019	0,022	0,025	0,028	0,030	0,033	0,036
* Kredittrisikofaktor	0,4	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>= Kreditrisikopremie</b>	<b>0,007</b>	<b>0,012</b>	<b>0,013</b>	<b>0,015</b>	<b>0,011</b>	<b>0,012</b>	<b>0,013</b>	<b>0,014</b>

Tabell 46: Budsjettert kreditrisikopremie

Dermed kan kravet til finansiell gjeld regnes ut:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Risikofri rente etter skatt	0,016	0,019	0,022	0,025	0,028	0,030	0,033	0,036
+ Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,005	0,009	0,013	0,018	0,024	0,030	0,037
* Risikopremien til markedet	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
+ Kreditrisikopremie	0,007	0,012	0,013	0,015	0,011	0,012	0,013	0,014
<b>= Krav til avkastning på finansiell gjeld</b>	<b>0,023</b>	<b>0,031</b>	<b>0,036</b>	<b>0,040</b>	<b>0,040</b>	<b>0,044</b>	<b>0,048</b>	<b>0,052</b>

Tabell 47: Budsjettert krav til finansiell gjeld

Videre blir kravet til netto finansiell gjeld:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
fgk	0,023	0,031	0,036	0,040	0,040	0,044	0,048	0,052
* FG/NFG	1,243	1,301	1,361	1,425	1,493	1,564	1,640	1,720
- fek	0,017	0,020	0,024	0,027	0,031	0,034	0,037	0,041
* FE/NFG	0,243	0,301	0,361	0,425	0,493	0,564	0,640	0,720
<b>= nfgk</b>	<b>0,025</b>	<b>0,034</b>	<b>0,040</b>	<b>0,046</b>	<b>0,044</b>	<b>0,049</b>	<b>0,055</b>	<b>0,061</b>

Tabell 48: Budsjettert krav til netto finansiell gjeld

### 5.4.3.3 Netto driftskrav

Endelig regnes netto driftskrav ut:

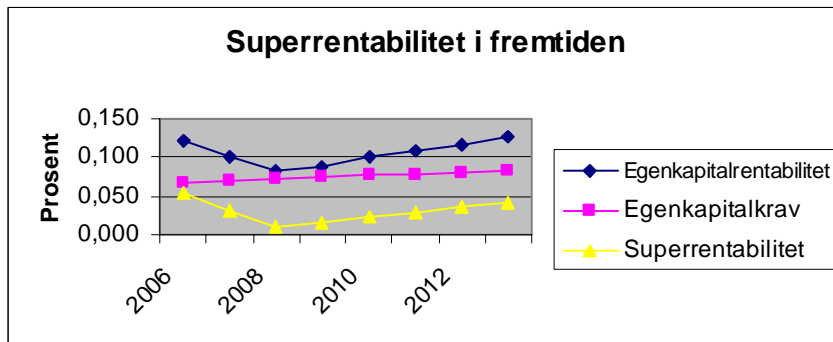
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapitalkrav	0,067	0,069	0,072	0,074	0,076	0,079	0,081	0,084
* Egenkapitalvekt	0,694	0,702	0,710	0,718	0,725	0,733	0,741	0,749
+ Netto finanskrav	0,025	0,034	0,040	0,046	0,044	0,049	0,055	0,061
* Netto finansvekt	0,306	0,298	0,290	0,282	0,275	0,267	0,259	0,251
<b>= Netto driftskrav</b>	<b>0,054</b>	<b>0,059</b>	<b>0,062</b>	<b>0,066</b>	<b>0,068</b>	<b>0,071</b>	<b>0,074</b>	<b>0,078</b>

Tabell 49: Budsjettert netto driftskrav

### 5.4.4 Fremskrivning av krav og verdidrivere etter budsjettperioden

Jeg velger å forutsette at alle krav etter budsjettperioden er de samme som kravene ved budsjettthorisonten, altså i 2013. Når det gjelder verdidriverne, forutsetter jeg at alle driverne vokser konstant, med 5 % årlig.

Vi får dermed følgende superrentabilitet i fremtiden:



Figur 14: Budsjettert superrentabilitet

Vi ser en nedgang i superrentabiliteten fram til 2008, grunnet økt konkurranse. Jeg forutsetter en superrentabilitet etter budsjettperioden på rundt 4 % da jeg mener Rieber & Søn på sikt vil kunne høste gevinst av høye investeringer i effektiviseringstiltak og markedsføring.

## 5.5 Fundamental verdsettelse

### 5.5.1 Verdsettelse på basis av egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en direkte verdsettelse av egenkapitalen, der verdien av egenkapitalen er lik en base pluss nåverdien av "strømmen" til egenkapitalen. Det finnes ulike modeller innenfor egenkapitalmetoden, disse vil imidlertid gi samme resultat. Jeg velger derfor kun å vise utregningen ved bruk av en av disse modellene, nemlig superprofittmodellen. Ved bruk av denne brukes balanseført egenkapital i 2005 som base, mens superprofitt til egenkapitalen er "strømmen". Superprofitt til egenkapital vil si resultat til egenkapital utover kravet multiplisert med inngående balanseført egenkapital.

Verdien av egenkapitalen regnes ut på følgende måte ved hjelp av superprofittmodellen, der virkelig verdi av egenkapital er lik balanseført egenkapital + nåverdien av superprofitten over budsjettperioden + nåverdi etter budsjettperioden (horisontverdi):

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

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Balansført EK</b>	<b>1753147</b>										
+ Superprofitt til EK		95945	62576	27656	33043	51972	64462	77130	90197	92762	97400
/ Diskonteringsfaktor		1,067	1,141	1,223	1,313	1,413	1,524	1,648	1,786	1,935	
= + 1		<b>416877</b>	<b>89928</b>	<b>54852</b>	<b>22622</b>	<b>25167</b>	<b>36776</b>	<b>42285</b>	<b>46798</b>	<b>50508</b>	<b>47940</b>
+ Horisontverdien		<b>1501554</b>									
= <b>Verdien av egenkapitalen</b>		<b>3671578</b>									

Tabell 50: Verdsettelse på basis av superprofittmodellen

Vi må videre finne antall utestående aksjer:

Utstedede aksjer (i 1000)	79575,74
- Egne aksjer	3800,00 (per 30.09.2005)
<b>= Totalt utestående aksjer</b>	<b>75775,74</b>

Tabell 51: Rieber & Søns utestående aksjer

Verdien per aksje blir dermed:

Verdien av egenkapitalen	3671578
/ Antall aksjer	75775,74
= <b>Verdi per aksje</b>	<b>48,45</b>

Tabell 52: Verdi per Rieber & Søn aksje

Mitt estimat av verdien per Rieber & Søn aksje er 48,45. Den 31.12.2005 var aksjekursen 50,25, det kan derfor tyde på at aksjen på dette tidspunktet var noe overpriset.

### 5.5.2 Verdsettelse på basis av totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden innebærer en indirekte verdsettelse av egenkapitalen, der verdien av egenkapitalen er verdien av totalkapitalen fratrukket verdien av gjeld (og minoritet):

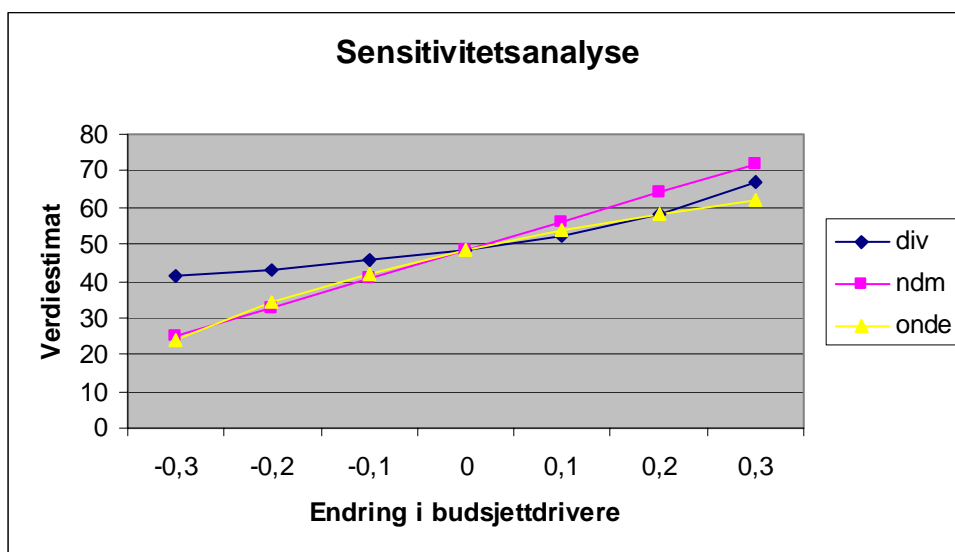
$$VEK = VTK - VG (- VMI)$$

Egenkapitalen og totalkapitalen er ekvivalente og vil gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Imidlertid vil estimatet avvike dersom avkastningskravene er vektet på basis av budsjetterte vekter (og ikke vekter på basis av virkelig verdi). Bruk av de to metodene vil altså kun gi riktig verdiestimat dersom estimatet kontinuerlig oppdateres ved bruk av verdiestimatet som vekt ved utregning av avkastningskravet.

Verdiestimatet ved hjelp av totalkapitalmetoden blir 54,59 per aksje. Et ”riktig” estimat vil ligge et sted mellom disse to estimatene. Gjennom kontinuerlig oppdatering av vektorer i avkastningskrav ved utregning av estimater vil en til slutt få et verdiestimat som er ekvivalent ved bruk av de to metodene.

### 5.5.3 Verdiestimatet og sensitivitetsanalyse

Mitt verdiestimat er basert på en rekke forutsetninger og stor usikkerhet når det gjelder verdidriverne. Andre forutsetninger ville trolig ført til et helt annet verdiestimat. Både budsjettdriverne i fremtidsregnskapet samt drivere av avkastningskrav er usikre faktorer. Imidlertid er enkelte av faktorene mer avgjørende for verdiestimatet enn andre. Spesielt er utviklingen i driften mest kritisk. For å vise hvilken effekt endring av kritiske verdidrivere vil få for verdiestimatet velger jeg å foreta en sensitivitetsanalyse. Sensitivitetsanalyse vil si å synliggjøre usikkerhet gjennom å endre kritiske budsjett- og verdidrivere, og se hvordan dette slår ut på verdiestimatet. Jeg vil fokusere mest på faktorer knyttet til driften, nemlig driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Da jeg har valgt en relativt kort budsjettperiode (8 år), vil endring av langsiktige budsjettdriverne ha mer å si enn endring av de kortsiktige. Jeg velger derfor kun å se på hva som skjer dersom jeg endrer driftsinntektsvekst (= egenkapitalvekst på horisonten), netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler etter budsjettperioden. I figuren under ser vi hva som skjer hvis vi øker eller reduserer driverne på horisonten (og dermed den lineære utviklingen mot horisonten) med 10, 20 og 30 %.



Figur 15: Sensitivitetsanalyse

Vi ser at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i budsjettdriverne. Ved å endre på budsjettdriverne vil verdiestimatet endres svært mye. Som vi også ser gir endring i netto driftsmargin størst utslag på verdiestimatet. Jeg kan dermed konkludere med at mitt verdiestimat er beheftet med relativ stor usikkerhet.

## Oppsummering og konklusjon

### 6.1 Oppsummering

Formålet med denne siviløkonomutredningen var å beregne verdien av Rieber & Søn per 31.12.2005.

For å beregne verdien av selskapet har jeg brukt et rammeverk for fundamental verdsettelse utarbeidet av Knivsflå (2005). Jeg har først foretatt en strategisk analyse for å avdekke muligheter/trusler i Rieber & Søns omgivelser samt sett på hvilke styrker/svakheter Rieber & Søn besitter. Videre har jeg foretatt en regnskapsanalyse der formålet var å avdekke de underliggende økonomiske forhold. Jeg har analysert og omgruppert konsernets regnskapstall og justert disse ved åpenbare målefeil.

På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen har jeg utarbeidet fremtidsregnskap fram til 2013. Fremtidsregnskapet har dannet grunnlag for en verdivurdering ved hjelp av superprofittmodellen.

Mitt verdiestimat på Rieber & Søn aksjen per 31.12.2005 var 48,25. Aksjekursen samme dato var 50,25, og jeg konkluderer dermed med at aksjen på dette tidspunktet var noe overvurdert. En passende handlestrategi vil være selg/hold. Imidlertid er dette verdiestimatet svært følsomt for endringer i budsjett drivere, noe jeg har vist gjennom en sensitivitetsanalyse.

Det er derfor riktig å konkludere med at dette verdiestimatet er usikkert og bygger i stor grad på skjønn. Endringer i forutsetningene mine kan gi et vidt forskjellig estimat. Prediksjon av fremtiden er vanskelig, og mitt estimat er kun et statisk bilde sett fra den økonomiske stillingen per 31.12.2005. Allerede ved fremleggelse av konsernregnskapet for 2005 vil trolig noen av faktorene som denne analysen bygger på være endret.

## 6.2 Handlestrategi

Mitt verdiestimat er 48,45 per aksje, mens aksjekursen per 31.12.2005 var 50,25. Det kan dermed tyde på at aksjen var noe overpriset i markedet på dette tidspunktet. En passende handlestrategi blir dermed selg. Imidlertid bygger min analyse på en rekke usikre faktorer, og jeg vil derfor ikke nødvendigvis råde investorer til å selge aksjen. En vel så riktig handlestrategi kan være hold.

## 6.3 Råd til videre studier

Min oppgave er bygget på offentlig informasjon tilgjengelig på Rieber & Søn sine nettsteder. Ved lignende forskning i fremtiden kan en med fordel også benytte seg av sekundærdata. De forutsetninger som min oppgave bygger på kunne vært annerledes dersom jeg f.eks hadde intervjuet mennesker som arbeider i bedriften.

En svakhet med min strategiske regnskapsanalyse, som verdiestimatet bygger på, er at jeg ikke har analysert komparative virksomheter. Dersom oppgaven skulle ha vært mer omfattende ville jeg ha analysert og omgruppert selskaper som konkurrerer med Rieber & Søn i ulike markeder. Da ville en blant annet sett mål på strategisk fordel (superprofitt) mellom konkurrerende bedrifter samt på tvers av bransjer. På denne måten ville konklusjoner fra ekstern- og internanalysen også vært begrunnet med tallmateriale.

Det kan også vurderes å gjøre flere justeringer i de offentlige regnskapene til Rieber & Søn. Her kan nevnes en analyse av opsjonsprogrammene til selskapets ansatte samt vurderingen av avskrivninger på goodwill. Imidlertid kan for mange justeringer føre til flere målefeil.

**Vedlegg 1: Rapportert resultatregnskap og balanse i analyseperioden, inkludert  
”trailing” resultat og balanse for 2005**

*Rapportert resultatregnskap*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Netto salg	2687034	2 788 892	2 920 455	3 030 758	3 221 506	3 478 033	3 439 000
Andre driftsinntekter	14784	14 982	20 811	36 100	27 249	20 342	-
Unormale inntekter		-	-	-	-	-	-
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>2701818</b>	<b>2 803 874</b>	<b>2 941 266</b>	<b>3 066 858</b>	<b>3 248 755</b>	<b>3 498 375</b>	<b>3 439 000</b>
Varekostnad	1348555	1 370 656	1 373 432	1 356 090	1 393 302	1 492 383	1 416 000
Lønnskostnader	557267	568 728	595 551	653 656	701 983	746 162	-
Ordinære avskrivninger	134736	150406	157606	156487	175719	193666	151 000
Andre driftskostnader	435205	500 024	553 911	609 160	685 949	761 327	1 546 000
<b>Driftsresultat før unormale driftsposter</b>	<b>226055</b>	<b>214 060</b>	<b>260 766</b>	<b>291 465</b>	<b>291 802</b>	<b>304 837</b>	<b>326 000</b>
Nedskrivninger		-	24 622	4 000	12 567	2 769	-
Gevinst/(tap) ved salg	3342	7 623	21 785	273	6 729	5 916	-
Engangsposter			(32 300)				(17 000)
Andre poster	466224	175 146	(9 991)				-
<b>Driftsresultat</b>	<b>695621</b>	<b>396829</b>	<b>215638</b>	<b>287738</b>	<b>285964</b>	<b>307984</b>	<b>309000</b>
Finansinntekt normal	11451	12 900	94 911	86 461	46 778	5 618	6 226
Finansinntekt unormal	340	-	14 177	-	6	12	-
Finanskostnad normal	146914	125 359	97 652	81 121	55 314	34 226	34 226
Finanskostnad unormal		302	-	68	-	-	-
<b>Netto finansposter</b>	<b>-135123</b>	<b>(112 761)</b>	<b>11 436</b>	<b>5 272</b>	<b>(8 530)</b>	<b>(28 596)</b>	<b>(28 000)</b>
<b>Resultat før skatt, minoritet og ekstraordinære</b>	<b>560498</b>	<b>284 068</b>	<b>227 074</b>	<b>293 010</b>	<b>277 434</b>	<b>279 388</b>	<b>281 000</b>
Skattekostnad	208039	160 219	81 982	102 920	99 962	99 972	76 050
<b>Resultat etter skatt før minoritet og ekstraord.</b>	<b>352459</b>	<b>123 849</b>	<b>145 092</b>	<b>190 090</b>	<b>177 472</b>	<b>179 416</b>	<b>204 950</b>
Netto minoritetsresultat	1432	(12 204)	(52)	10	(59)	-	-
<b>Årsresultat</b>	<b>351027</b>	<b>136 053</b>	<b>145 144</b>	<b>190 080</b>	<b>177 531</b>	<b>179 416</b>	<b>204 950</b>
Dirty surplus	-181552	37 587	12 880	(131 337)	65 874	38 046	(430 002)
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>169475</b>	<b>173 640</b>	<b>158 024</b>	<b>58 743</b>	<b>243 405</b>	<b>217 462</b>	<b>(225 052)</b>



## Rapportert balanse

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Immaterielle eiendeler	971 914	365 500	231 489	163 589	317 184	292 607	379 000
Varige driftsmidler	2 656 468	1 592 036	956 496	947 637	1 293 667	1 467 593	1 528 000
Pensjonsmidler, tilknyttede selskaper og lignende	-	16 679	15 074	9 018	23 353	16 602	
Langsiktige finansielle fordringer	16 781	85 752	89 284	21 214	7 692	10 545	35 000
Langsiktige finansielle investeringer	25 503	18 967	24 409	7 352	11 745	21 462	
<b>Anleggsmidler</b>	<b>3 670 666</b>	<b>2 078 934</b>	<b>1 316 752</b>	<b>1 148 810</b>	<b>1 653 641</b>	<b>1 808 809</b>	<b>1 942 000</b>
Varer	758 456	616 693	430 299	409 862	413 795	412 417	
Kundefordringer	1 215 954	758 730	370 619	371 976	457 522	461 354	
Investeringer	117 999	251 742	34 226	23 249	27 098	22 341	
Kontanter, bank og lignende	53 600	1 089 866	1 073 671	1 301 679	357 192	190 714	116 000
Andre omløpsmidler	-	-	-	-	-	-	1 011 000
<b>Omløpsmidler</b>	<b>2 146 009</b>	<b>2 717 031</b>	<b>1 908 815</b>	<b>2 106 766</b>	<b>1 255 607</b>	<b>1 086 826</b>	<b>1 127 000</b>
<b>EIENDELER</b>	<b>5 816 675</b>	<b>4 795 965</b>	<b>3 225 567</b>	<b>3 255 576</b>	<b>2 909 248</b>	<b>2 895 635</b>	<b>3 069 000</b>
Innskutt egenkapital	798 346	768 930	767 431	766 620	754 949	756 044	
Tilbakeholdt overskudd	1 507 182	1 466 195	930 810	458 995	573 815	474 392	
Minoritetsinteresser	41 549	29 694	5 124	5 114	1 057	-	
<b>Egenkapital</b>	<b>2 347 077</b>	<b>2 264 819</b>	<b>1 703 365</b>	<b>1 230 729</b>	<b>1 329 821</b>	<b>1 230 436</b>	<b>1 320 000</b>
Avsetninger for krav	75 797	71 604	38 019	65 050	110 093	111 903	
Annen langsiktig rentefri gjeld	6 115	4 792	3 101	3 037	4 522	15 246	242 000
Annen langsiktig rentebærende gjeld	1 108 836	1 033 202	747 016	754 980	775 446	475 509	951 000
<b>Langsiktig gjeld</b>	<b>1 190 748</b>	<b>1 109 598</b>	<b>788 136</b>	<b>823 067</b>	<b>890 061</b>	<b>602 658</b>	<b>1 193 000</b>
Kortsiktig rentebærende gjeld	819 188	201 875	164 827	201 277	90 783	179 752	
Kortsiktig rentefri gjeld							556 000
Leverandørgjeld	502 331	366 706	132 474	172 567	209 426	271 169	
Utsatt skatt	318 669	183 981	109 699	79 640	59 634	53 177	
Betalbar skatt	129 348	155 185	76 031	73 858	66 556	46 628	
Annen kortsiktig gjeld	361 620	452 689	185 705	146 491	179 924	190 198	
Avsatt utbytte	147 694	61 114	65 331	527 945	83 044	321 616	-
<b>Kortsiktig gjeld</b>	<b>2 278 850</b>	<b>1 421 550</b>	<b>734 067</b>	<b>1 201 778</b>	<b>689 367</b>	<b>1 062 540</b>	<b>556 000</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>3 469 598</b>	<b>2 531 148</b>	<b>1 522 203</b>	<b>2 024 845</b>	<b>1 579 428</b>	<b>1 665 198</b>	<b>1 749 000</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>5 816 675</b>	<b>4 795 967</b>	<b>3 225 568</b>	<b>3 255 574</b>	<b>2 909 249</b>	<b>2 895 634</b>	<b>3 069 000</b>

## Vedlegg 2: Omgruppert resultat, balanse og kontantstrømoppstilling

### Omgruppert resultatregnskap:

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekter	2701818	2 803 874	2 941 266	3 066 858	3 248 755	3 498 375	3 439 000
Driftskostnader	2475763	2 589 814	2 680 500	2 775 393	2 956 953	3 193 538	3 113 000
<b>Driftsresultat</b>	<b>226055</b>	<b>214 060</b>	<b>260 766</b>	<b>291 465</b>	<b>291 802</b>	<b>304 837</b>	<b>326 000</b>
Driftsrelatert skattekostnad	82 179	77 818	94 797	105 957	106 080	110 819	118 512
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>143 876</b>	<b>136 242</b>	<b>165 969</b>	<b>185 508</b>	<b>185 722</b>	<b>194 018</b>	<b>207 488</b>
Netto finansinntekt	8 245	9 288	68 336	62 252	33 680	4 045	4 483
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>152 121</b>	<b>145 530</b>	<b>234 305</b>	<b>247 759</b>	<b>219 402</b>	<b>198 063</b>	<b>211 971</b>
Netto finanskostnad	105 778	90 258	70 309	58 407	39 826	24 643	24 643
Netto minoritetsresultat	1432	(12 204)	(52)	10	(59)	-	-
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>44 911</b>	<b>67 475</b>	<b>164 047</b>	<b>189 342</b>	<b>179 635</b>	<b>173 421</b>	<b>187 328</b>
Unormalt netto driftsresultat	124 319	106 382	(16 231)	(130 550)	63 766	44 033	(412 380)
Unormalt netto finansresultat	245	(217)	10 207	(49)	4	9	-
<b>Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>169 475</b>	<b>173 640</b>	<b>158 024</b>	<b>58 743</b>	<b>243 405</b>	<b>217 462</b>	<b>(225 052)</b>
Netto betalt utbytte	196 814	330 623	690 691	68 755	585 157	77 218	7 000
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>(27 339)</b>	<b>(156 983)</b>	<b>(532 667)</b>	<b>(10 012)</b>	<b>(341 752)</b>	<b>140 244</b>	<b>(232 052)</b>

### Omgruppert balanse

	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2005T
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 628 382	1 974 215	1 203 059	1 120 244	1 634 204	1 776 802	1 907 000
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	1 974 410	1 375 423	800 918	781 838	871 317	873 771	1 011 000
= <i>Driftsrelaterte eiendeler</i>	<i>5 602 792</i>	<i>3 349 638</i>	<i>2 003 977</i>	<i>1 902 082</i>	<i>2 505 521</i>	<i>2 650 573</i>	<i>2 918 000</i>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	400 581	260 377	150 819	147 727	174 249	180 326	242 000
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	993 299	974 580	394 210	392 916	455 906	507 995	556 000
= <i>Driftsrelatert gjeld</i>	<i>1 393 880</i>	<i>1 234 957</i>	<i>545 029</i>	<i>540 643</i>	<i>630 155</i>	<i>688 321</i>	<i>798 000</i>
⇒ <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>4 208 912</b>	<b>2 114 681</b>	<b>1 458 948</b>	<b>1 361 439</b>	<b>1 875 366</b>	<b>1 962 252</b>	<b>2 120 000</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>2 453 222</b>	<b>2 296 239</b>	<b>1 763 572</b>	<b>1 753 560</b>	<b>1 411 808</b>	<b>1 552 052</b>	<b>1 320 000</b>
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>41 549</b>	<b>29 694</b>	<b>5 124</b>	<b>5 114</b>	<b>1 057</b>	-	-
Langsiktig finansiell gjeld	1 108 836	1 033 202	747 016	754 980	775 446	475 509	951 000
+ Kortsiktig finansiell gjeld	819 188	201 875	164 827	201 277	90 783	179 752	-
= <i>Finansiell gjeld</i>	<i>1 928 024</i>	<i>1 235 077</i>	<i>911 843</i>	<i>956 257</i>	<i>866 229</i>	<i>655 261</i>	<i>951 000</i>
Finansielle anleggsmidler	42 284	104 719	113 693	28 566	19 437	32 007	35 000
+ Finansielle omløpsmidler	171 599	1 341 608	1 107 897	1 324 928	384 290	213 055	116 000
= <i>Finansielle eiendeler</i>	<i>213 883</i>	<i>1 446 327</i>	<i>1 221 590</i>	<i>1 353 494</i>	<i>403 727</i>	<i>245 062</i>	<i>151 000</i>
⇒ <b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>1 714 141</b>	<b>(211 250)</b>	<b>(309 747)</b>	<b>(397 237)</b>	<b>462 502</b>	<b>410 199</b>	<b>800 000</b>
⇒ <b>Netto driftskapital</b>	<b>4 208 912</b>	<b>2 114 683</b>	<b>1 458 949</b>	<b>1 361 437</b>	<b>1 875 367</b>	<b>1 962 251</b>	<b>2 120 000</b>

### *Omgruppert kontantstrømoppstilling*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Netto driftsresultat	136 242	165 969	185 508	185 722	194 018	207 488
+ Unormalt netto driftsresultat	106 382	(16 231)	(130 550)	63 766	44 033	(412 380)
- Endring i netto driftseiendeler	(2 094 231)	(655 733)	(97 509)	513 927	86 886	157 748
= <b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>2 336 855</b>	<b>805 471</b>	<b>152 466</b>	<b>(264 439)</b>	<b>151 165</b>	<b>(362 640)</b>
+ Netto finansinntekter	9 288	68 336	62 252	33 680	4 045	4 483
+ Unormalt netto finansresultat	(217)	10 207	(49)	4	9	-
- Endring i finansielle eiendeler	1 232 444	(224 737)	131 904	(949 767)	(158 665)	(94 062)
= <b>Fri kontantstrøm til SSK</b>	<b>1 113 481</b>	<b>1 108 751</b>	<b>82 765</b>	<b>719 012</b>	<b>313 884</b>	<b>(264 095)</b>
- Netto finanskostnader	90 258	70 309	58 407	39 826	24 643	24 643
+ Endring i finansiell gjeld	(692 947)	(323 234)	44 414	(90 028)	(210 968)	295 739
- Netto minoritetsresultat	(12 204)	(52)	10	(59)	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	(11 855)	(24 570)	(10)	(4 057)	(1 057)	-
= <b>Fri kontantstrøm til EK = NBU</b>	<b>330 625</b>	<b>690 690</b>	<b>68 752</b>	<b>585 160</b>	<b>77 216</b>	<b>7 001</b>

### Vedlegg 3: Justert og omgruppert resultat, balanse og kontantstrømoppstilling

#### Omgruppert og justert resultatoppstilling

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekter	2701818	2 803 874	2 941 266	3 066 858	3 248 755	3 498 375	3 439 000
Driftskostnader	2475763	2 589 814	2 680 500	2 775 393	2 956 953	3 193 538	3 113 000
<b>Driftsresultat</b>	<b>226055</b>	<b>260 466</b>	<b>299 072</b>	<b>291 465</b>	<b>291 802</b>	<b>304 837</b>	<b>326 000</b>
Driftsrelatert skattekostnad	82 179	77 818	94 797	105 957	106 080	110 819	118 512
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>143 876</b>	<b>164 769</b>	<b>189 191</b>	<b>185 508</b>	<b>185 722</b>	<b>194 018</b>	<b>207 488</b>
Virkning balanseføring FoU	-	10 195	25 387	22 616	38 238	29 441	26 496
<b>Justert netto driftsresultat</b>	<b>143 876</b>	<b>174 963</b>	<b>214 578</b>	<b>208 124</b>	<b>223 960</b>	<b>223 459</b>	<b>233 984</b>
Netto finansinntekt	8 245	9 288	68 336	62 252	33 680	4 045	4 483
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>152 121</b>	<b>184 251</b>	<b>282 914</b>	<b>270 376</b>	<b>257 640</b>	<b>227 504</b>	<b>238 467</b>
Netto finanskostnad	105 778	90 258	70 309	58 407	39 826	24 643	24 643
Netto minoritetsresultat	1 432	(12 204)	(52)	10	(59)	-	-
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>44 911</b>	<b>106 197</b>	<b>212 656</b>	<b>211 958</b>	<b>217 873</b>	<b>202 861</b>	<b>213 824</b>
Unormalt netto driftsresultat	124 319	106 382	(16 231)	(130 550)	63 766	44 033	(412 380)
Virkning justering av netto pensjonskrav	-	12 281	1 213	(21 659)	(28 251)	31 933	-
Virkning diskontering av netto utsatt skatt	-	(48 441)	(24 591)	(11 418)	(6 201)	6 696	(16 490)
<i>Justert unormalt netto driftsresultat</i>	<i>124 319</i>	<i>70 222</i>	<i>(39 609)</i>	<i>(163 627)</i>	<i>29 314</i>	<i>82 662</i>	<i>(428 869)</i>
Unormalt netto finansresultat	245	(217)	10 207	(49)	4	9	-
<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>169 475</b>	<b>176 201</b>	<b>183 255</b>	<b>48 282</b>	<b>247 191</b>	<b>285 532</b>	<b>(215 045)</b>
Netto betalt utbytte	196 814	330 623	690 691	68 755	585 157	77 218	7 000
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>(27 339)</b>	<b>(154 422)</b>	<b>(507 436)</b>	<b>(20 473)</b>	<b>(337 966)</b>	<b>208 314</b>	<b>(222 045)</b>

## Balanse etter omgruppering og justering

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 628 382	1 974 215	1 203 059	1 120 244	1 634 204	1 776 802	1 907 000
+ Virkning balanseføring FoU	408 051	422 210	457 471	488 882	541 990	582 879	619 680
= Justerte driftsrelaterte anleggsmidler	4 036 433	2 396 425	1 660 530	1 609 126	2 176 194	2 359 681	2 526 680
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	1 974 410	1 375 423	800 918	781 838	871 317	873 771	1 011 000
= <b>Justerte driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>6 010 843</b>	<b>3 771 848</b>	<b>2 461 448</b>	<b>2 390 964</b>	<b>3 047 511</b>	<b>3 233 452</b>	<b>3 537 680</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	400 581	260 377	150 819	147 727	174 249	180 326	242 000
+ Virkning justering netto pensjonskrav	90 135	73 078	71 393	101 475	140 712	96 361	96 361
+ Virkning justert netto utsatt skatt	-67 786	-10 604	24 332	36 122	46 207	63 378	90 172
= Justert langsiktig driftsrelatert gjeld	422 930	322 851	246 544	285 324	361 168	340 065	428 533
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	993 299	974 580	394 210	392 916	455 906	507 995	556 000
= <b>Justert driftsrelatert gjeld</b>	<b>1 416 229</b>	<b>1 297 431</b>	<b>640 754</b>	<b>678 240</b>	<b>817 074</b>	<b>848 060</b>	<b>984 533</b>
=> <b>Justerte netto driftseiendeler</b>	<b>4 594 614</b>	<b>2 474 417</b>	<b>1 820 693</b>	<b>1 712 723</b>	<b>2 230 437</b>	<b>2 385 392</b>	<b>2 553 147</b>
Egenkapital	2 453 222	2 296 239	1 763 572	1 753 560	1 411 808	1 552 052	1 320 000
+ Virkning balanseføring FoU	293 797	303 991	329 379	351 995	390 233	419 673	446 169
+ Virkning justering netto pensjonskrav	(64 897)	(52 616)	(51 403)	(73 062)	(101 313)	(69 380)	(69 380)
+ Virkning diskontering netto utsatt skatt	156 802	108 361	83 770	72 352	66 151	72 847	56 357
= <b>Justert Egenkapital</b>	<b>2 838 924</b>	<b>2 655 975</b>	<b>2 125 317</b>	<b>2 104 844</b>	<b>1 766 879</b>	<b>1 975 192</b>	<b>1 753 147</b>
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>41 549</b>	<b>29 694</b>	<b>5 124</b>	<b>5 114</b>	<b>1 057</b>	-	-
Langsiktig finansiell gjeld	1 108 836	1 033 202	747 016	754 980	775 446	475 509	951 000
+ Kortsiktig finansiell gjeld	819 188	201 875	164 827	201 277	90 783	179 752	-
= <i>Finansiell gjeld</i>	<i>1 928 024</i>	<i>1 235 077</i>	<i>911 843</i>	<i>956 257</i>	<i>866 229</i>	<i>655 261</i>	<i>951 000</i>
Finansielle anleggsmidler	42 284	104 719	113 693	28 566	19 437	32 007	35 000
+ Finansielle omløpsmidler	171 599	1 341 608	1 107 897	1 324 928	384 290	213 055	116 000
= <i>Finansielle eiendeler</i>	<i>213 883</i>	<i>1 446 327</i>	<i>1 221 590</i>	<i>1 353 494</i>	<i>403 727</i>	<i>245 062</i>	<i>151 000</i>
=> <b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>1 714 141</b>	<b>(211 250)</b>	<b>(309 747)</b>	<b>(397 237)</b>	<b>462 502</b>	<b>410 199</b>	<b>800 000</b>
=> <b>Netto driftskapital</b>	<b>4 594 614</b>	<b>2 474 419</b>	<b>1 820 694</b>	<b>1 712 721</b>	<b>2 230 438</b>	<b>2 385 391</b>	<b>2 553 147</b>

## Kontantstrømoppstilling etter omgruppering og justering

	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Netto driftsresultat	174 963	214 578	208 124	223 960	223 459	233 984
+ Unormalt netto driftsresultat	70 222	(39 609)	(163 627)	29 314	82 662	(428 869)
- Endring i netto driftseiendeler	(2 120 197)	(653 724)	(107 970)	517 713	154 956	167 755
= <b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>2 365 382</b>	<b>828 693</b>	<b>152 466</b>	<b>(264 439)</b>	<b>151 165</b>	<b>(362 640)</b>
+ Netto finansinntekter	9 288	68 336	62 252	33 680	4 045	4 483
+ Unormalt netto finansresultat	(217)	10 207	(49)	4	9	-
- Endring i finansielle eiendeler	1 232 444	(224 737)	131 904	(949 767)	(158 665)	(94 062)
= <b>Fri kontantstrøm til SSK</b>	<b>1 142 008</b>	<b>1 131 973</b>	<b>82 765</b>	<b>719 012</b>	<b>313 884</b>	<b>(264 095)</b>
- Netto finanskostnader	90 258	70 309	58 407	39 826	24 643	24 643
+ Endring i finansiell gjeld	(692 947)	(323 234)	44 414	(90 028)	(210 968)	295 739
- Netto minoritetsresultat	(12 204)	(52)	10	(59)	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	(11 855)	(24 570)	(10)	(4 057)	(1 057)	-
= <b>Fri kontantstrøm til EK = NBU</b>	<b>359 152</b>	<b>713 912</b>	<b>68 752</b>	<b>585 160</b>	<b>77 216</b>	<b>7 001</b>

## Vedlegg 4: Proforma resultat, balanse og kontantstrømpstilling i perioden 2005-2013

### Proforma resultatregnskap

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Driftsinntekter</b>	<b>3439000</b>	<b>3473390</b>	<b>3558847</b>	<b>3698378</b>	<b>3851643</b>	<b>4019502</b>	<b>4203276</b>	<b>4404446</b>	<b>4624669</b>
Netto driftsresultat	207488	232709	234730	240084	246024	260232	275776	292795	311446
+ Netto finansinntekt	4483	2578	4490	7330	9279	11436	13821	16459	19376
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	211971	235286	239220	247413	255303	271668	289598	309254	330823
- Netto finanskostnad	24643	22027	30512	41610	45484	49575	53938	58627	63697
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= <b>Nettoresultat til EK</b>	<b>187328</b>	<b>213259</b>	<b>208708</b>	<b>205803</b>	<b>209819</b>	<b>222094</b>	<b>235660</b>	<b>250627</b>	<b>267126</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-428869	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= <b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>-241542</b>	<b>213259</b>	<b>208708</b>	<b>205803</b>	<b>209819</b>	<b>222094</b>	<b>235660</b>	<b>250627</b>	<b>267126</b>
- NBU	7000	-81193	-149538	308142	285215	275825	271396	270951	137930
= <b>Endring i EK</b>	<b>-248542</b>	<b>294452</b>	<b>358246</b>	<b>-102339</b>	<b>-75396</b>	<b>-53732</b>	<b>-35736</b>	<b>-20325</b>	<b>129196</b>

### Proforma balanse

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
=> <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>2553147</b>	<b>2948662</b>	<b>3426293</b>	<b>3244710</b>	<b>3104592</b>	<b>2997335</b>	<b>2916890</b>	<b>2858930</b>	<b>3001876</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>1753147</b>	<b>2047599</b>	<b>2405845</b>	<b>2303506</b>	<b>2228110</b>	<b>2174378</b>	<b>2138642</b>	<b>2118317</b>	<b>2247513</b>
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Finansiell gjeld	951000	1120372	1327474	1281386	1249268	1228522	1217362	1214552	1297727
- Finansielle eiendeler	151000	219309	307027	340183	372785	405565	439114	473939	543364
= <b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>800000</b>	<b>901063</b>	<b>1020447</b>	<b>941204</b>	<b>876482</b>	<b>822957</b>	<b>778249</b>	<b>740613</b>	<b>754363</b>
=> <b>Netto driftskapital</b>	<b>2553147</b>	<b>2948662</b>	<b>3426293</b>	<b>3244710</b>	<b>3104592</b>	<b>2997335</b>	<b>2916890</b>	<b>2858930</b>	<b>3001876</b>

### Proforma kontantstrøm

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsresultat	207488	232709	234730	240084	246024	260232	275776	292795	311446
+ Unormalt netto driftsresultat	-428869	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	167755	395515	477631	-181583	140118	107257	-80445	-57961	142946
= <b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>-389136</b>	<b>162806</b>	<b>-242901</b>	<b>421666</b>	<b>386141</b>	<b>367490</b>	<b>356221</b>	<b>350756</b>	<b>168500</b>
+ Netto finansinntekt	4483	2578	4490	7330	9279	11436	13821	16459	19376
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	-94062	68309	87718	33156	32603	32780	33549	34825	69425
= <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>-290592</b>	<b>228537</b>	<b>-326129</b>	<b>395840</b>	<b>362818</b>	<b>346146</b>	<b>336494</b>	<b>332389</b>	<b>118451</b>
- Netto finanskostnad	24643	22027	30512	41610	45484	49575	53938	58627	63697
+ Endring i finansiell gjeld	295739	169372	207102	-46088	-32118	-20746	-11159	-2811	83176
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>-19495</b>	<b>-81193</b>	<b>-149538</b>	<b>308142</b>	<b>285215</b>	<b>275825</b>	<b>271396</b>	<b>270951</b>	<b>137930</b>

## Vedlegg 5: Symbolliste

DAM	= driftsrelaterte anleggsmidler
Div	= driftsinntektsvekst
DOM	= driftsrelaterte omløpsmidler
Dss	= driftsskattesats
EK	= egenkapital
Ekk	= egenkapitalkrav
Ekp	= egenkapitalprosent
Ekr	= egenkapitalrentabilitet
Eku	= utdelingsforhold
Ekv	= egenkapitalvekst
FAM	= finansielle anleggsmidler
FE	= finansielle eiendeler
Fed	= finansiell eiendelsdel
Fek	= finansielt eiendelskrav
FG	= finansiell gjeld
Fgd	= finansiell gjeldsdel
Fgk	= finansiell gjeldskrav
FOM	= finansielle omløpsmidler
Gss	= gjennomsnittlig saldossats
INV	= investeringer
KDG	= kortsiktig driftsrelatert gjeld
KFG	= kortsiktig finansiell gjeld
LDG	= langsiktig driftsrelatert gjeld
LFG	= langsiktig finansiell gjeld
LG1	= likviditetsgrad 1
LG2	= likviditetsgrad 2
MI	= minoritetsinteresser
NDE	= netto driftseiendeler
Ndi	= netto driftsinternrente
NDK	= netto driftskapital
Ndm	= netto driftsmargin
Ndr	= Netto driftsresultat
NFG	= netto finansiell gjeld
Nfgk	= netto finansielt gjeldskrav
NRE	= nettoresultat til egenkapitalen
NUS	= netto utsatt skatt
Onde	= omløpet til netto driftseiendeler
RDG	= rentedekningsgrad
TE	= totale eiendeler
TK	= totalkapital
UDR	= unormalt driftsresultat
VEK	= virkelig verdi av egenkapitalen
VG	= virkelig verdi av gjeld
VMI	= virkelig verdi av minoritetsinteresser
VNRE	= virkelig nettoresultat til egenkapitalen
VTK	= virkelig verdi av totalkapital

## Referanser

- Brealey, R.A & Myers, S.C. 2003). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill.
- Evensen, K. 2005. Egne merkevarer øker. Dagens Næringsliv, 04.10.2005.
- Hill, C.W.L & Jones G.R. 2001. Strategic Management Theory: An integrated Approach. Houghton Mifflin.
- Jacobsen, E. W. & Lien, Lasse B. 2001. Ekspansjon, Gyldendal Akademisk.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review 48.
- Monsen, N. 1987. Behandling av anleggsmidler og avskrivninger i kommunale regnskaper. Universitetsforlaget.
- Penman, S.H.(2004). Financial Statement analysis and security valuation. McGraw-Hill.
- Porter, M.E. 1980. Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors, New York: The Free Press.

### Nettsteder:

<http://www.rieberson.no>

- Årsrapporter (2001-2004)
- Kvartalsrapporter (Q1-Q3 2005)
- Investorforum 2005, CEO Asbjørn Reinkind

<http://www.hegnar.no>

[http://www.ey.com/global/content.nsf/Norway/Aktuelle\\_skatte\\_og\\_avgiftssatser](http://www.ey.com/global/content.nsf/Norway/Aktuelle_skatte_og_avgiftssatser)

<http://euro.undervisning.nhh.no/borsprosjektet>

<http://www.newsweb.no> (selskapsmeldinger fra Oslo Børs)

<http://www.ssb.no>

- 1) <http://www.ssb.no/emner/02/03/folkfram/tab-2005-12-15-03.html>
- 2) <http://www.ssb.no/kt/>
- 3) <http://www.ssb.no/vis/emner/00/norge/okonomi/main.html>
- 4) <http://www.ssb.no/vis/kpi/kpiregn.html>

### Forelesningsnotater:

Knivflå, Kjell H.: Bus425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse, vår 2005

Knivflå, Kjell H.: Bus424 – Strategisk regnskapsanalyse, høst 2005

Lien, Rune: Str210 – Foretaksstrategi og etikk, høst 2004

### Presentasjon:

Madsen Aileen, Brand Manager Toro, Presentasjon CEMS Nordic Forum, Bergen, 30.09.2005



