

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, høst 2007

Utredning i fordypnings-/spesialfagområde: Regnskap og økonomisk styring

Veileder: Kjell Henry Knivsflå



En regnskapsbasert verdsettelse av Kongsberg Automotive

av

Espen Teksum

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

Sammendrag

I denne utredningen har jeg foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Kongsberg Automotive basert på regnskapstall for 30.09.07. Kongsberg Automotive er en bildelsprodusent med ca 3000 ansatte som lager girskift, nakkestøtte og setekomponenter for personbilmarkedet og mindre komponenter for lastebilmarkedet.

Utgangspunktet mitt har vært årsrapporter for perioden 2006 til 2001, kvartalsrapporter for 2007 og annen ekstern informasjon. Ut fra denne informasjonen har jeg først gjort en strategisk analyse der jeg har gått igjennom interne og eksterne faktorer som påvirker selskapet. Deretter har jeg gjennomført en regnskapsanalyse av selskapet som har gitt meg innsikt i underliggende økonomiske forhold. Innsikten har jeg brukt til å utarbeide pro forma regnskap som jeg har benyttet i den fundamentale verdsettelsen av selskapet.

Verdiestimatet basert på den fundamentale verdsettelsen er på NOK 184 per aksje. Dette er mye høyere en aksjeprisen var på Oslo Børs per 31.10.07. Basert på funnene i analysene så mener jeg at aksjen er underpriset på Oslo Børs. Til slutt gjennomførte jeg en sensitivitetsanalyse for å utforske mulige scenario.

Forord

Denne utredningen har vært utfordrende i henhold til å applikere teori lært i fag som Strategisk Regnskapsanalyse og Regnskapsanalyse og verdsettelse til praksis i en eksisterende bedrift. Som resultat av denne prosessen har jeg fått et godt innblikk i hvordan strategien for en bedrift og de faktiske tallene i regnskapet er relatert.

Informasjon til denne oppgaven er hentet fra diverse offentlige dokument som årsrapporter, kvartalsrapporter og aktuelle internett sider som Kongsberg Automotive's hjemmeside.

Regnskapsanalysen bygger på tall til og med 3. kvartal 2007. Dette er for å bruke så ferske tall som mulig for å kunne best estimere aksjekurser fremover i tid.

Jeg vil rette en stor takk til veileder Kjell Henry Knivsflå for hans tilgjengelighet når jeg har hatt noen spørsmål i arbeidet med denne oppgaven.

Oslo, 16.12.2007

Espen Teksum

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|----|
| Sammendrag | i |
| Forord..... | ii |
| Kapittel 1. Innledning | 1 |
| 1.1 Formål..... | 1 |
| Kapittel 2. Kongsberg Automotive og Automobilindustrien..... | 3 |
| 2.1 Automobilindustrien | 3 |
| 2.2 Kongsberg Automotive Holding ASA..... | 6 |
| 2.2.1 Historikk. (Bakgrunn)..... | 7 |
| 2.2.2 Målsetning og Strategi | 9 |
| 2.2.3 Selskapsstruktur | 9 |
| 2.2.4 Eierstruktur | 10 |
| 2.2.5 Virksomhetsområdene | 11 |
| 2.2.6. Presentasjon av nøkkeltall fra finansregnskapet..... | 12 |
| Kapittel 3. Valg av verdsettelsesteknikk..... | 13 |
| 3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker | 13 |
| 3.1.1 Fundamental verdsettelse..... | 13 |
| 3.1.2 Komparativ verdsettelse..... | 14 |
| 3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse | 14 |
| 3.2 Valg av verdsettelsesteknikk..... | 15 |
| 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse | 16 |
| Kapittel 4. Strategisk analyse..... | 18 |
| 4.1 Rammeverk for strategisk analyse | 18 |
| 4.2 Ekstern analyse (Ekstern bransjeorientert analyse) | 20 |
| 4.2.1 Generelle Makrofaktorer..... | 21 |
| 4.2.2 Bransje og Konkurransen faktorer | 25 |
| 4.2.3 Konkurransetrinn - KIKK | 29 |
| 4.2.3.1 Kostnadsstruktur | 29 |
| 4.2.3.1 Innovasjonsevne..... | 30 |
| 4.2.3.3 Kvalitet..... | 30 |
| 4.2.3.4 Kundeorientering | 31 |
| 4.3 SVIMA - (Kopling mellom ressurser og konkurransefortrinn)..... | 31 |
| 4.4 Oppsummering av analysen..... | 34 |
| Kapittel 5. Regnskapsanalyse | 35 |
| 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse | 35 |

| | |
|--|----|
| 5.2 Rapporterte tall..... | 37 |
| 5.3 ”Trailing” | 41 |
| 5.4 Omgruppering av finansregnskapet | 43 |
| 5.4.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte..... | 43 |
| 5.4.2 Steg 2: Kartlegging av ”dirty surplus” | 45 |
| 5.4.3 Steg 3: Skille mellom normale og unormale poster..... | 45 |
| 5.4.4 Steg 4: Drift kontra finansiering | 48 |
| 5.5 Analyse og justering av målefeil..... | 49 |
| 5.5.1 Aktuelle justeringer..... | 50 |
| 5.6 Omgruppert og justert finansregnskap..... | 55 |
| Kapittel 6. Analyse av forholdstall – risiko, lønnsomhet og vekst | 59 |
| 6.1 Analyse av spesifikk risiko | 60 |
| 6.2 Analyse av likviditet | 60 |
| 6.2.1 Likviditetsgrad 1 og 2 | 60 |
| 6.2.2 Rentedekningsgrad..... | 62 |
| 6.2.3 Kontantstrømanalyse med fokus på likviditet og opptak av finansiell gjeld..... | 63 |
| 6.3 Analyse av Soliditet | 65 |
| 6.3 Analyse av Soliditet | 65 |
| 6.3.1 Egenkapitalprosent..... | 65 |
| 6.3.2 Statistisk finansieringsanalyse | 66 |
| 6.3 Syntetisk rating | 67 |
| Kapittel 7. Analyse av avkastningskrav | 69 |
| 7.1 Krav til avkastning på egenkapitalen..... | 69 |
| 7.1.1 Kapitalverdimodellen..... | 69 |
| 7.1.2 Egenkapitalkravet | 70 |
| 7.2 Minoritetsinteressekrav | 74 |
| 7.3 Finansielt gjeldskrav | 74 |
| 7.4 Netto Finansielt gjeldskrav | 75 |
| 7.4 Netto Finansielt gjeldskrav | 76 |
| Kapittel 8. Analyse av lønnsomhet | 77 |
| 8.1 Egenkapitalrentabilitet | 77 |
| 8.1.1 Netto driftsrentabilitet..... | 79 |
| 8.1.2 Analyse av finansiering..... | 80 |
| 8.1.2 Analyse av minoritet..... | 84 |
| Kapittel 9. Analyse av vekst | 85 |

| | |
|--|-----|
| 9.1 Normalisert egenkapitalvekst..... | 86 |
| 9.2 Driftsinntektsvekst | 87 |
| Kapittel 10 Framtidsregnskap | 90 |
| 10.1 Valg av budsjetthorisont | 90 |
| 10.2 Budsjettering fram til budsjetthorisonen..... | 90 |
| 10.3 Fremskrivning av krav | 102 |
| Kapittel 11. Verdsettelse | 107 |
| 11.1 Fundamental verdsettelse..... | 107 |
| 11.2 Sensitivitetsanalyse | 112 |
| Kapittel 12. Avslutning | 114 |
| 12.1 Oppsummering..... | 114 |
| 12.2 Forslag til videre forskning..... | 115 |
| Referanseliste..... | 116 |
| Vedlegg | 120 |
| Vedlegg 1 | 120 |
| Vedlegg 2..... | 121 |
| Vedlegg 3..... | 123 |

Kapittel 1. Innledning

1.1 Formål

Hovedformålet med denne utredningen er å verdsette Kongsberg Automotives og basert på dette komme med anbefalinger til investorer. For å få en innsikt i industrien Kongsberg Automotive opererer i, vil en introduksjon og strategisk analyse av denne også bli gjennomført som et delmål. Utredningen vil være basert på rammeverket utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå i fagene Strategisk Regnskapsanalyse og Regnskapsanalyse og Verdsettelse.

Gjennom en strategisk regnskapsanalyse vil en estimert aksjekurs for Kongsberg Automotive bli presentert i tillegg til et fremtidsregnskap. Dette vil bli vurdert ved å også gjennomføre en sensitivitetsanalyse som viser endringer i aksjeverdien i forhold til viktige antagelser angående selskapets fremtidige utvikling.

Problemstillingen i denne oppgaven er dermed: ” Hva vil den fremtidige aksjeprisen på Kongsberg Automotive være i og er dagens verdi riktig i forhold til den estimerte fremtidige verdien i bedriften”

1.2 Valg av tema og bedrift

Verdsettelse er som har fanget min interesse og ved hjelp av fordypningsfag i min mastergrad har jeg fått en kjennskap til temaet som jeg ville videre utforske gjennom denne utredningen. Dette vil sette teorien sammen med praksis, noe som gir et mer realistisk innblikk i den finansielle delen av en bedrift og da spesielt med tanke på finansregnskapet.

Kongsberg Automotive ble valgt hovedsakelig på grunn av børsnoteringen i 2005 som fanget min interesse for bedriften. Den internasjonale virksomheten og de store kundene var andre grunner til valget av bedrift. Kongsberg Automotive har også stor geografisk spredning og er i vekst både organisk og gjennom oppkjøp. Alt dette gjør Kongsberg Automotive til en spennende bedrift å verdsette.

1.3 Struktur og avgrensning

Denne utredningen er delt opp i to hoveddeler. I de første kapitlene presenteres Kongsberg Automotive og industrien de opererer i. En strategisk analyse er gjort for å identifisere forskjellige interne og eksterne faktorer som kan påvirke de finansielle resultatene og reell aksjekurs til Kongsberg Automotive. Konkurransen i markedet vil også bli presentert ved hjelp av en KIKK analyse, der Kongsberg Automotive blir evaluert i forhold til sine konkurrenter.

Etter å ha analysert relevante faktorer som de nevnt ovenfor, konsentrerer den resterende oppgaven seg om regnskapsanalyse og verdsettelse. Først blir en regnskapsanalyse utført basert på årsregnskaper i perioden 2001-2007T. Dette bygger fundamentet for utarbeidingen av et fremtidsregnskap i kapittel 10. I tillegg til dette vil en analyse av forholdstall og avkastningskrav vil bli presentert i kapittel 6 og 7. Deretter vil en analyse av lønnsomhet og vekst bli gjennomført for å identifisere underliggende faktorer som kan ha påvirkning på den samlede verdien av Kongsberg Automobile.

Kapittel 2. Kongsberg Automotive og Automobilindustrien

Under dette kapitlet følger det en kort oversikt over automobil industrien og enkelte av industriens del områder. Deretter følger det en gjennomgang av Kongsberg Automotive Holding ASA (heretter kalt Kongsberg Automotive) og selskapets virksomhet, historie, strategi, struktur og nøkkeltall.

2.1 Automobilindustrien

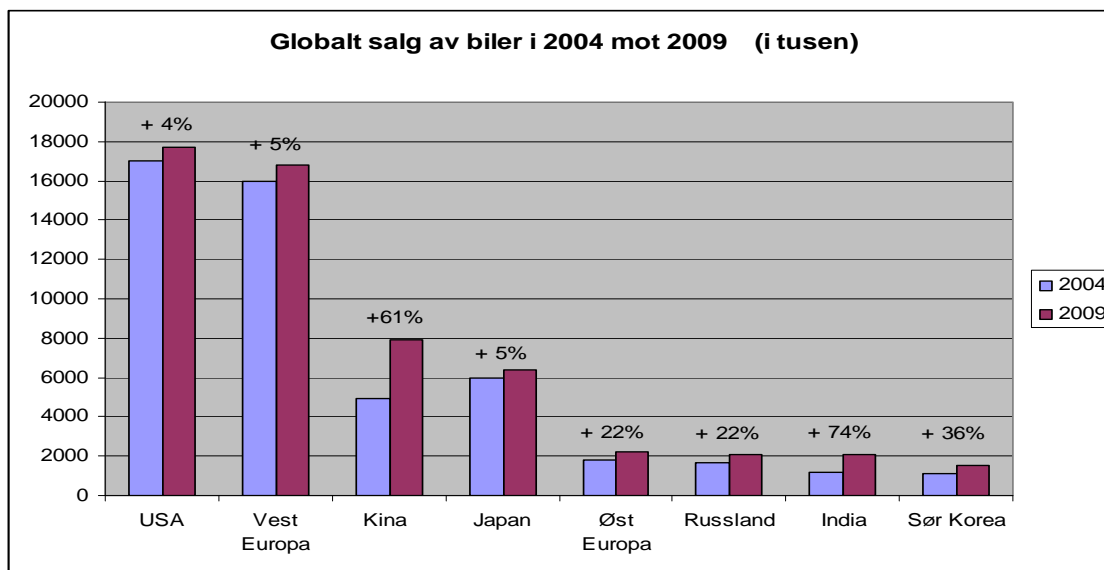
I 2001 eksisterte det 814.89 millioner biler totalt i verden og 28% av disse var i USA. Kina er et oppkommende marked med en økning fra 2001 - 2002 med 68,6 % årlig vekst. Denne veksten er antatt å øke også i fremtiden, noe som vil utgjør et stort marked som etterspør biler i fremtiden.

Den internasjonale automobilindustrien er en stor industri som omfatter alt fra: store automobilselskap (OEMs) som GM, DaimlerChrysler, Ford, Toyota, VW etc.; store automobildel leverandører (Tier 1) som Bridgestone, Michelin, Continental etc.; til små selskaper som produserer deler for automobilselskap (Tier 1) eller for Tier 1 selskap. Geografisk kan automobilindustrien hovedsakelig deles inn i tre viktige sektorer: Europa, NAFTA og Asia (Japan). Det er også andre geografiske områder innenfor industrien med produksjon, men disse er av mindre betydning i verdens markedet.

Den internasjonale automobilindustrien har i det siste slitt noe. Dette er beskrevet i Fortune 500 der industrien er rangert som en av de dårligste av 47 industrier når det gjelder avkastning på kapital, avkastning på anvendt kapital, avkastning på egenkapital og alle andre måleenheter. En grunn til dette er industriens strukturelle overkapasitet og globale priskrig (PricewaterhouseCoopers 2005). Den globale priskrigen skyldes økt konkurranse på grunn av beslutningen til de fleste store aktører om å gå inn i nye geografiske områder, nye segmenter og å introdusere ny teknologi, i et håp om å skape vekst og differensiering. Normalt vil en slik priskrig føre til at de svakeste selskapene må innstille sin virksomhet mens de overlevende kan får økt inntjening, men dette har enda ikke skjedd i automobilindustrien (PricewaterhouseCoopers 2005).

For mange automobilprodusent har denne priskrigen ført til en restrukturering av produksjon. Gjennom å minske sin vertikale produksjon har utviklingsrisiko og prispress blitt overført til leverandørene (Tier 1 selskapene) som nå må produsere større kvantum, til lavere pris, som igjen fører til økte finansielle forpliktelser. Dette har ført en del Tier 1 selskap inn i en tøff periode,

men så lenge de klarer å utvikle sin teknologi og redusere sine kostnader, kan den økte produksjonsmengden være svært positiv for selskapene (Ernst & Young 2005).



(Global Insight 2005)

Selv om automobilindustrien er midt oppi en tøff periode er det enkelte ting som er positive. Det globale salget av biler er ventet å øke i alle geografiske områder. I vestlige land som USA og Vest Europa vil denne økningen være liten, men i voksende økonomiske marked som Kina, India, Øst Europa, Russland, India og Sør Korea vil salget øke betraktelig. Denne positive utviklingen kan være med på å bedre situasjonen for alle selskap i bransjen, og spesielt de med et fotfeste innenfor det Asiatiske og det Øst Europeiske markedet (Global Insight 2005). For Tier 1 selskap og andre leverandører av bildeler vil dette innebære at selskapene vil ha gode muligheter for økt produksjon. Dette er spesielt aktuelt for selskap som Kongsberg Automotive som opererer i to segment hvor det er relativt få aktører.

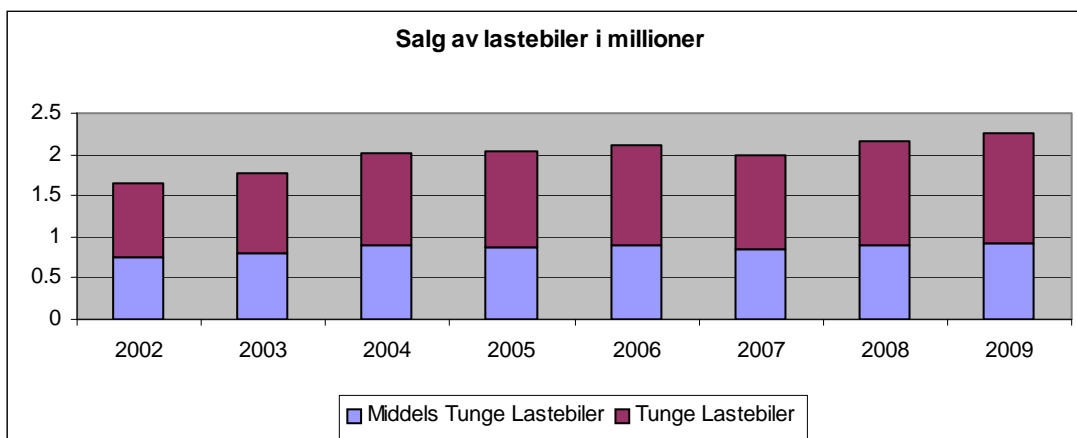
I segment setekomfort produkter er utsiktene for økt produksjon store selv om den totale automobil produksjonen skulle falle. Setet er den viktigste direkte kontakten mellom sjåfør og bil, og bilprodusenter har økt fokus på setet som en viktig måte å skille seg ut på. Før ble slike produkter ofte tilbytt kun som tilleggsutstyr, men det er nå flere og flere bilprodusenter som gjør slike produkter om til standardutstyr i sine biler. Setekomfort segmentet omfatter områder som setevarme, seteventilasjon, sette støtte og hode støtte (CSM Worldwide 2006).

Girskift er et område som er sterkt relatert til antall biler som blir produsert, men typen av girskift varierer stort fra marked til marked. I 2001 hadde 86 % av biler solgt i Nord Amerika og

81 % av biler solgt i Japan automatisk girkasse, mens 86 % av biler solgt i Europa hadde manuell girkasse. (CSM Worldwide 2006). Andel av biler som selges med automatisk girkasse er ventet å holde seg stabil i både Nord Amerika og Japan, mens i Europa er den ventet å øke betraktelig. Dette skyldes at automatisk girkasse er mer praktisk for by kjøring enn manuell, forskjellene i bensinforbruk og ytelse har falt vesentlig, og ny teknologi gjennom triptronic automatikk gjør manuell giring tilgjengelig. Dette gjør at produsenter som kun tilbyr manuelle girkasser er ventet å tape store markedsandeler til produsenter som tilbyr automatisk girkasse i det Europeiske markedet (CSM Worldwide 2006).

Når det gjelder salg av lastebiler er markedet styrt av behovet for å transportere cargo, som igjen er sterkt relatert til overordnet økonomisk aktivitet. Historisk har det vært en sterk link mellom økonomisk vekst og vekst i lastebil salg (spesielt for tunge lastebiler). Lastebilprodusenter, i motsetning til de fleste lettkjøretøy produsenter, produserer ikke store kvantum til lager, så tilbud er nært knyttet til etterspørsel (J.D. Power-LMC 2005).

Det globale salget av lastebiler har økt de siste årene (som følge av at økonomisk aktivitet og investeringer har økt. Veksten i økonomien er ventet å fortsette, men salget av lastebiler er ventet å stagnere noe grunnet økte oljepriser. Figuren under viser globalt salg av både tunge og middels tunge lastebiler i perioden 2002-2009.



(J.D. Power-LMC 2005)

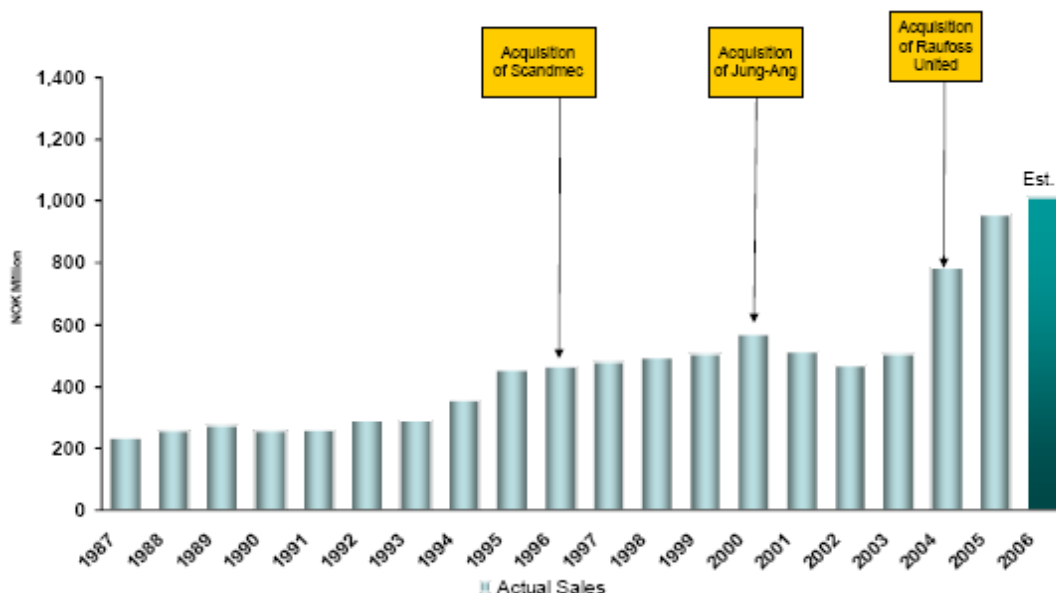
Det skjedde store forandringer i bilindustrien i 2006 da store spillere som GM og Ford møtte på store problem i tillegg til at Asiatiske OEM's fikk økt markedsandel (Kongsberg Automotive 2007). Prisen på råvarer økte drastisk i løpet av 2006 som førte til at ledende Tier 1 leverandører var nær konkurs og det var et skift til mer drivstoff - sparende biler. Dette var noe Kongsberg Automotive utnyttet strategisk ved å opprette nye fabrikker i Kina og Korea. I USA derimot har det vært nedgang i industrien med 2 %. Når det kommer til produksjon av lastebiler og busser,

har den økt i de fleste marked utenom i Korea. Den er også forventet å fortsette å øke i takt med den industrielle utviklingen i deler av Asia som i Kina og India.

Automobilindustrien i Storbritannia som i 2007 bestod av over førti produsenter opplever stor suksess, mye takket suksessen til Asiatiske produsenter som Nissan, Toyota og Honda som oppretta produksjonsbasar der (Pierce 2007). Grunnen til medgangen er relatert til det faktum at nye biler som Nissan Qashqai blir utviklet i stedet for å bare fornye gamle modeller. Det er også en helt klar oppgang i etterspørselen etter ”renere”, mer miljøvennlige biler som resulterer i stor vektlegging på research & development avdelingene i bransjen (Pierce 2007).

2.2 Kongsberg Automotive Holding ASA

Kongsberg Automotive er et globalt teknologiselskap som utvikler, produserer og markedsfører systemer, moduler og komponenter for personbiler og nyttekjøretøy. Selskapet med hovedkontor i Kongsberg er en ledende Tier 1 leverandør av setekomfort systemer og automatisk girskifteløsninger for personbiler, i tillegg til clutchsystemer, manuelle girskift og koblinger for nyttekjøretøy (Kongsberg Automotive 2007). Med 12 produksjonsenheter på fire kontinent og ca 3000 ansatte betjener Kongsberg Automotive en diversifisert og global kundemasse. Totalt har Kongsberg Automotive over 50 originalutstyrprodusenter som kunder, inklusive BMW, DaimlerChrysler, Ford, GM, Toyota, Porsche, Volvo Truck og Scania. Virksomheten i Kongsberg Automotive kan deles inn i tre foretningsområder som alle spesiallager produkter tilpasset hver enkelt kundes bilmodeller/plattformer (Kongsberg Automotive 2005b) Livssyklusen for en vanlig personbil modell/plattform varer normalt fra 4 til 7 år, mens for lastebiler er den minimum 8 til 10 år. Dette gjør at selskapet kan ha en grad av forutsigbarhet over framtidig produksjon og inntekt, noe som gjenspeiler seg i selskapets foretningsmodell som bærer preg av langsiktighet og forutsigbarhet (Kongsberg Automotive 2005b).



3

Året 2006 var et rekordår for Kongsberg Automotive med et utbytte på 2, 863 millioner norske kroner (Kongsberg Automotive 2007). Mye av grunnen til dette er suksessen de har hatt i Asia der de produserte for størstedelen av industrien i 2006. Kina ble samme år det tredje største bilmarkedet i verden og denne veksten er antatt å fortsette framover. India er også et land med stort potensial med en lønnsøkning i 2006 på nesten 20 % og lav andel bileiere, noe som betyr et økende fremtidig marked. 66 % av salg som Kongsberg Automotive utfører er til personbil bransjen. Trass i at bilsalget i Europa økte med 0,7 %, mistet mange av Kongsberg Automotive's hovedkunder markedsandel (Kongsberg Automotive 2007). Kongsberg Automobile kom ut av 2006 med en økning i utbytte på 4,4 %. 34 % av utbytte kom fra buss og lastebil industrien som opplever generelt gode tider og vil være et satsingsområde for selskapet i framtiden.

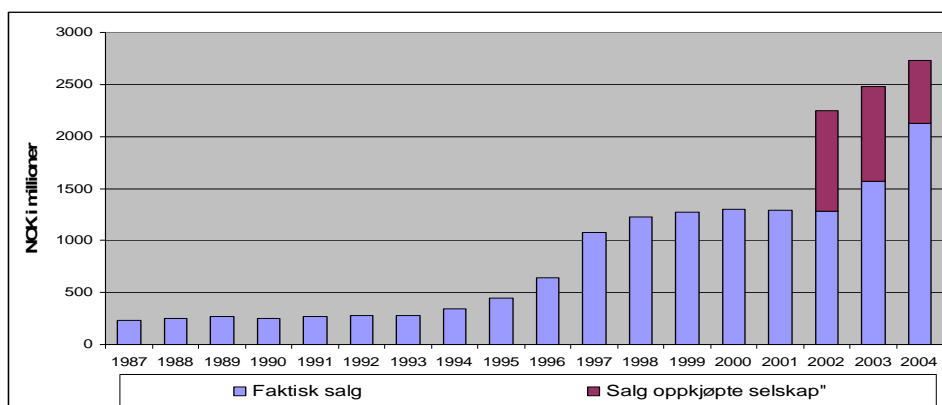
Kongsberg Automotive inngikk i 2006 i en rekke nye avtaler i det Asiatiske markedet med antatt salg i fremtiden på totalt 0,5 milliarder (Kongsberg Automotive 2007).

2.2.1 Historikk. (Bakgrunn)

Kongsberg Automotive ble etablert 24. mars 1987 som et selvstendig selskap i forbindelse med at ledelsen kjøpte ut selskapet fra Kongsberg Våpenfabrikk (KV). Kongsberg Automotive videreførte virksomheten i KVs divisjon "bildeler" som i 1957 startet med produksjon av bremses for Volvo lastebiler. Som en del av Stortingets desentraliseringsplaner på midten av 1970 tallet kunne selskapet åpne to nye fabrikker, en i Rollag og en i Hvitvingfoss. Denne kapasitetsøkningen førte til en utvidelse i produksjon for nye kunder i tillegg til utvikling av egne produkter (Kongsberg Automotive 2005c). I 1987 ledet Olav Volldal utkjøpet av Kongsberg Automotive, og har siden vært selskapets administrerende direktør.

I løpet av de snart 20 årene Kongsberg Automotive har eksistert har de gjennomført flere oppkjøp. Den mest aktive perioden har vært i løpet av de siste to og et halvt årene hvor Kongsberg Automotive har gjennomført tre store oppkjøp som har vært med på å synliggjøre deres evne til å identifisere, forhandle, gjennomføre og integrere oppkjøpskandidater (Kongsberg Automotive 2005b). I september 2003 kjøpte Kongsberg Automotive det britiske selskapet Ctex Seat Comfort Holding Ltd. (Ctex), som er leverandør av avanserte luftbaserte setestøtte systemer for personbiler (Kongsberg Automotive 2004). Ni måneder senere (juni 2004) fulgte oppkjøpet av Raufoss United AS (Raufoss United), som er leverandør av bremsørskoblinger for lastebiler. Det så langt siste oppkjøpet gjennomførte Kongsberg Automotive i juni 2005, da de kjøpte det amerikanske selskapet Milan Seating Systems (Milan), som er en ledende leverandør av hodestøtter og armlener. I oktober 2007 inngikk Kongsberg Automotive en avtale om å overta Global Motion Systems som er Teleflex sin automobil del.

Alle disse oppkjøpene har bidratt sterkt til at selskapet som startet som et norsk basert selskap med produksjon av kontraktbaserte produkter til Volvo, i dag er et Multinasjonalt selskap. Denne utviklingen er vist i figuren nedenfor som beskriver utviklingen i selskapets salg siden etableringen i 1987. Proforma tallene (salg oppkjøpte selskap) inkluderer effekten av de oppkjøpte selskapene Ctex, Raufoss United og Milan som om de var integrert i selskapet i begynnelsen av 2002.



For å fortsette den positive trenden i selskapets utvikling, børsnoterte Kongsberg Automotive seg den 24. Juni 2005 under "ticker" KOA.

2.2.2 Målsetning og Strategi

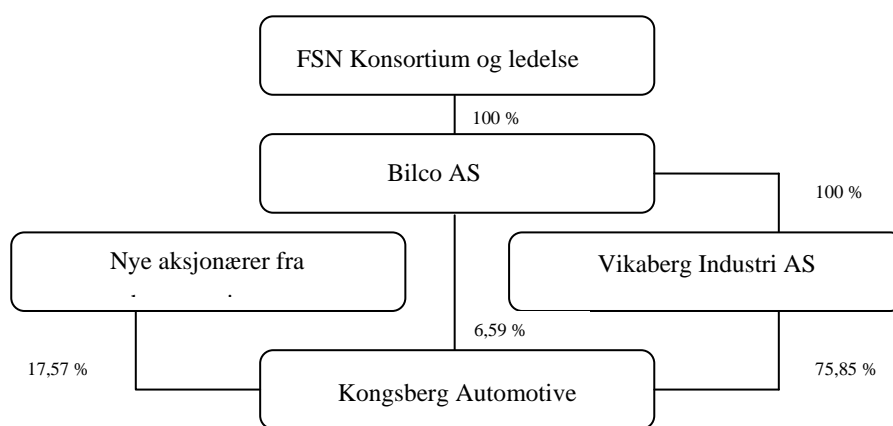
Kongsberg Automotive har et overordnet mål som er basert på selskapets visjon, foretningsidé og strategi. Selskapet sin visjon er ”å skape velstand for alle interessenter gjennom å være kundene sitt beste alternativ” (Kongsberg Automotive 2004). Videre går det fram av foretningssideen at Kongsberg Automotive sitt marked skal være den internasjonale bilindustrien. I dette markedet skal selskapet ha en ledende posisjon innen foretningsområdene Girksift, Setekomfort og Lastebilssystemer med fokus på produktområder med størst vekst potensialet (Kongsberg Automotive 2004). På bakgrunn av både visjon og foretningsidé har Kongsberg Automotive dannet en strategi basert på å møte kundenes krav til høy kvalitet på produkter og tjenester, leveransepresisjon, global tilstedeværelse, innovasjon og kontinuerlig forbedringer, samt være konkurransedyktig på pris og betingelser. ”Gjennom å utvikle avansert produktteknologi som gir brukerne mer funksjonalitet til lavere pris, automatisere produksjonsprosessen samt tilvirke og kjøpe der kombinasjonen av kompetanse og kostnadsnivå er best, vil selskapet møte kundenes krav. Kongsberg Automotive vil utvikle og standardisere arbeidsmetoder som sikrer høy kundetilfredshet kombinert med lavt internt ressursforbruk” (Kongsberg Automotive 2005). For å kunne oppnå sin visjon, foretningsidé og strategi, og sikre at medarbeidere skal sikte mot de samme målene har Kongsberg Automotive innarbeidet en unik bedriftskultur. Denne bedriftskulturen skal hjelpe selskapet i å nå det langsiktige målet om å maksimere profitt potensialet sitt.

2.2.3 Selskapsstruktur

Som nevnt tidligere har Kongsberg Automotive vokst betraktelig siden 1987. En av de største grunnene til dette er selskapets mange oppkjøp. I løpet av 2005 gikk selskapet igjennom en reorganiseringsprosess hvor produksjons fasiliteter som tidligere var eid av Kongsberg Automotive Holding ASA ble overtatt av Kongsberg Automotive AS. Denne overtakelsen bidro til at alle norske operasjoner i selskapet nå er samlet i et selskap, noe som sikrer at Kongsberg Automotive Holding ASA i framtiden kun trenger fokus på eierskap funksjonene i gruppen, mens datterselskapene utfører operasjonene. I forkant av reorganiseringsprosessen forandret Kongsberg Automotive ASA og Raufoss United AS navnene sine til Kongsberg Automotive Holding ASA og Kongsberg Automotive AS. Dette har vært med på å bidra til at selskapet per oktober 2007 består av Holding selskapet Kongsberg Automotive Holding ASA og 13 heleide datterselskap hvorav 1 i Norge, 7 i Europa, 3 i Amerika og 2 i Asia.

2.2.4 Eierstruktur

Siden Kongsberg Automotive ble etablert i 1987 har selskapet hatt flere ulike eierstrukturer, med blant annet en periode som børsnotert selskap fra 1995 til 1999 (Carnegie 2005). Siden juli 2001 har selskapet vært delvis eid av et konsortium ledet av private equity selskapet FSN Capital, og delvis av medlemmer i ledelsen. Aksjene har vært eid gjennom holdingselskapet Bilco AS og det heleide datterselskapet Vikaberg industri AS. Denne eierstrukturen ble noe forandret i juni 2005 da FSN Capital solgte ut 17.57 % av sine aksjer til private aksjonærer som en del av børsnotering den 24. Juni 2005. Den implisitte markedsverdien til selskapet var på dette tidspunktet NOK 2.037 millioner med en aksjepris på NOK 46. Den nye eierstrukturen ved børsnoteringen var som vist nedenfor (Carnegie 2005).

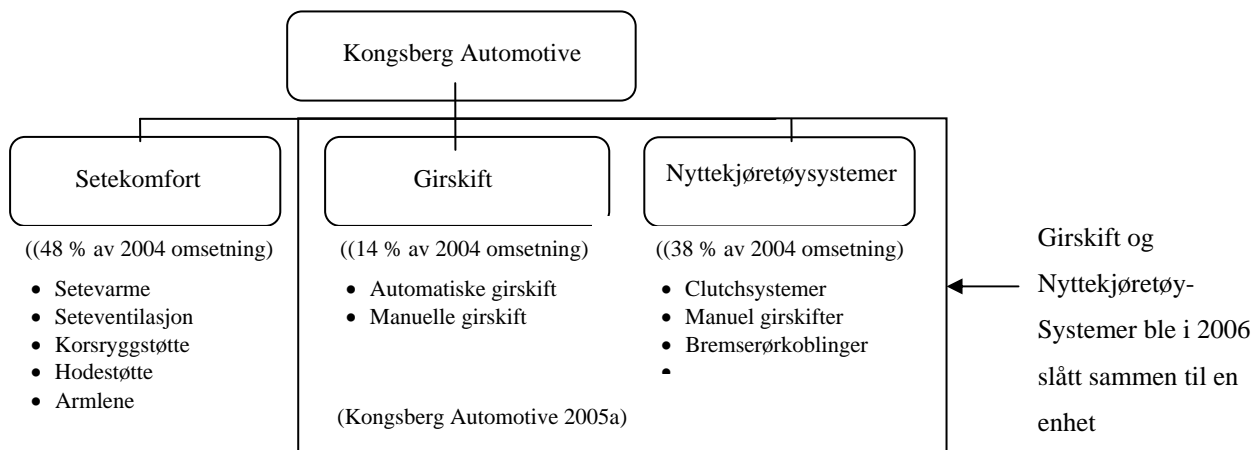


(Carnegie 2005)

Det har skjedd store forandringer i eierstrukturen siden børsnoteringen i 2005. Per desember 2006 består Kongsberg Automotive av 44.321.570 aksjer hvor de tre største aksjonærene er FSN capital limited som eier 16,9 %, State Street Bank and Trus som har 10,36 and Goldman Sachs International med 8,64 % (Kongsberg Auromotive 2007). hvor Vikaberg Industri AS eier 75.85 %, Bilco AS eier 6,59 % og andre aksjonærer eier 17,57 % av aksjene.

2.2.5 Virksomhetsområdene

GIR og nyttekjøretøy ble slått sammen (26 oktober 2006). Kongsberg Automotive sin virksomhet består av foretningsområdene Setekomfort, Girskift og Nyttekjøretøy systemer.



Foretningsområdet Setekomfort designer og produserer forskjellige typer setekomfort produkter som inkluderer setevarme og ventilasjons systemer, fjernstyrt korsryggstøtte, hodestøtte, armstøtte og massasje i setene. Selskapet har lenge vært en av markedslederne i produksjon av setevarme, og gjennom oppkjøpet av Ctex og Milan har selskapet nå en ledende posisjon i alle produktområder innen Setekomfort. Kongsberg Automotive er nå den eneste leverandør i verden som kan tilby produkter fra hele spekteret av setekomfort produkter. (Kongsberg Automotive 2006)

Foretningsområdet Girskift designer og produserer gulv- og instrumentpanel monterte girspaker med automatisk, manuell eller automatisk-manuell girkasse. Produktlinjen består av alle komponenter som trengs for å skifte gir på en bil. Selskapet er en markedsleder i det europeiske markedet og er ventet og levere til amerikanske og kinesiske kunder innen 2005/2006. Foretningsområdet girskift står også for produksjon av plastikk komponenter for andre foretningsområder i tillegg til enkelte plastikk produkter for sine kunder. (Kongsberg Automotive 2002a, 2005b)

Foretningsområdet Nyttekjøretøysystemer designer og produserer en rekke produkter for bruk i nyttekjøretøy, som busser og lastebiler. Produktområdene inkluderer systemløsninger for gir og clutchbetjening, trykkluftkoblinger, samt stabilisatorslag for førerhus og chassis. Selskapet leverer produkter til nyttekjøretøy produsenter i Europa, Amerika og Asia (Kongsberg Automotive 2004a).

2.2.6. Presentasjon av nøkkeltall fra finansregnskapet

Under følger et kort sammendrag av noen av nøkkeltallene til Kongsberg Automotive fra 2000 til 2004. Etter en liten nedgang i driftsinntekter, driftsresultat og årsresultat i begynnelsen av perioden økte både inntekter og resultat betraktelig fra 2002 til 2004. I samme periode har også selskapets totalkapital hatt samme utvikling med mer enn en fordobling de to siste årene. I tillegg viser tallene at selskapet satser stort på produktutvikling (Kongsberg Automotive 2005).

| Nøkkeltall (i millioner) | IFRS | IFRS | IFRS | NGAAP | NGAAP |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
| Drift og resultat | | | | | |
| Driftsinntekter | 2.863,4 | 2.525,2 | 2.184,8 | 1.584,4 | 1.289,5 |
| Avskrivninger | 99,3 | 90,2 | 10,8 | 63,8 | 59,7 |
| Driftresultat | 275,8 | 292,2 | 359,5 | 117,5 | 76,2 |
| Resultat før skatt | 213,3 | 240,3 | 306,8 | 92,4 | 50,5 |
| Årsresultat | 156,0 | 177,8 | 244,9 | 56,4 | 33,8 |
| Kontatstøm | 258,6 | 268,0 | 247,3 | 131,8 | 99,6 |
| Investering i anlegg og maskiner | 121,4 | 121,5 | 89,3 | 77,6 | 37,5 |
| Produktutviklingskostnader (netto) | 109,0 | 107,0 | 104,0 | 68,0 | 54,1 |
| Kapitalforhold per 31.12 | | | | | |
| Totalkapital | 2.075,0 | 1.748,5 | 1.536,9 | 1.152,0 | 652,8 |
| Anvendt Kapital | 1.505,0 | 1.348,2 | 1.298,1 | 800,0 | 367,2 |
| Egenkapital | 548,0 | 489,5 | 390,3 | 158,0 | 90,1 |
| Disponible likvider | 282,3 | 285,0 | 216,2 | 106,5 | 124,7 |
| Rentebærende gjeld | 957,0 | 795,5 | 640,3 | 640,5 | 277 |

Kapittel 3. Valg av verdsettelsesteknikk

I dette kapitlet vil det bli gitt en kort beskrivelse av forskjellige verdsettelses teknikker, hvilke verdsettelsesteknikk(er) som passer best for Kongsberg Automotive, og rammeverket bak denne teknikken.

3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker

Det finnes hovedsakelig tre forskjellige supplerende teknikker for å verdsette virksomheter. Disse teknikkene er fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse (Penman 2003).

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verdivurdering basert på fundamental analyse. Med fundamentalanalyse menes en metode for å analysere informasjon gjennom strategisk regnskapsanalyse, utarbeide et fullstendig framtidsregnskap (prognoser) basert på informasjonen og komme fram til et verdiestimat basert på prognosen (Palepu, Healy & Bernard 2000). For å finne fram til dette verdiestimatet kan både egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden benyttes. Egenkapitalmetoden innebærer en direkte verdsettelse av egenkapitalen ved hjelp av ulike modeller som er ekvivalente og gir det samme verdiestimatet ved bruk av verdibaserte vekter. Totalkapitalmetoden finnes i flere varianter hvor verdien av egenkapitalen er verdien av totalkapitalen minus verdien av gjeld og minoritet. Basert på disse to metodene utarbeides verdiestimat som sammenlignes med verdien på aksjen i markedet og blir benyttet til å anbefale kjøp, hold eller salg av selskapets aksjer (Penman 2003). Hele denne analysen (fundamental verdsettelse) består av fem steg:

- (1) Strategisk analyse
- (2) Regnskapsanalyse
- (3) Utarbeiding av framtidsregnskap – budsjettering og framskrivning
- (4) Fundamental verdsettelse
- (5) Handling på bakgrunn av verdiestimatet

Disse stegene blir forklart grundigere i rammeverk for fundamental verdsettelse.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er verdsettelse basert på en sammenlignende verdivurdering i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler og gjeld (Damodaran 2002). Komparativ verdsettelse kan deles i to ulike metoder:

- (1) Multiplikatormetoden, der estimatet på egenkapital verdien finnes gjennom å sammenligne med hvordan komparative bedrifter er priset i markedet, etter justeringer for eventuelle forskjeller (Damodaran 2002). Metoden blir kalt for direkte komparativ verdsetting og gjennomføres gjennom fem steg hvor valget av multiplikatormodell er vesentlig for hele prosessen.
- (2) Substansverdimetoden, er en ”indirekte” komparativ verdsetting der estimatet på substansverdien finnes ved å sammenligne markedsverdien på komparative eiendeler. Substansverdien til egenkapitalen, er substansverdien til eiendelene minus den komparative verdien til gjelden. Å finne gode estimat på markedsverdien kan være lett for finansielle eiendeler og gjeld, og vanskelig for mange driftsrelaterte eiendeler og gjeld, spesielt for immaterielle eiendeler og avsetninger for driftsrelaterte krav. (Knivsflå 2005)

Komparativ verdsettelse blir forklart grundigere senere i oppgaven

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse innebærer en separat verdivurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising (Mun 2003). Verdsettelsesmetoden er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse og blir ofte brukt som et supplement til den fundamentale verdsettelsen gjennom å bygge inn verdien av fleksibilitet. Fleksibilitet er i dette tilfellet verdien av realopsjonene i driften. Nåverdien av fleksibilitet vil vanligvis være verdien av en eller flere realopsjoner knyttet til driften. Dette gjør at verdien av egenkapitalen blir lik verdiestimatet fra fundamental verdsettelse pluss nåverdien av realopsjonen (fleksibilitet): $VEK = VEK^* + NV$. (gitt at $VEK \geq VEK^*$)

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Før en verdsetter et selskap er det viktig å velge hvilke verdsettelsesteknikk som passer best for selskapet. Dette valget avhenger først og fremst av hvilken fase av livssyklusen selskapet befinner seg i (se figur på neste side), hvilken bransje det opererer i (enkelte bransjer bruker spesielle teknikker), tilgang på og kvalitet av offentlig informasjon, og om det er forutsetninger for fortsatt drift (fundamental verdsettelse) eller ikke (avvikling (komparativ verdsettelse med likvidasjons- eller substansverdi)).

| Fase i livssyklus | Kjennetegn for fasen | Type verdsettelsesteknikk |
|--------------------|---|--|
| Introduksjonsfasen | <ul style="list-style-type: none"> - Lav eller ingen inntekter - Negativ fortjeneste - Ingen historikk - Verdi basert på vekst i fremtiden | Komparativ og opsjonsbasert verdsettelse |
| Vekstfasen | <ul style="list-style-type: none"> - Økning i inntekter - Fortjeneste lav/moderat men i vekst - Litt historikk - Verdi basert på både vekst og eiendeler | Komparativ og opsjonsbasert verdsettelse (etter hvert fundamental verdsettelse eller verdsettelse ved avvikling) |
| Modnefasen | <ul style="list-style-type: none"> - Utflatning av inntekter - Fortjeneste øker fortsatt - Historikk kan bli brukt i verdsetting - Verdi hovedsakelig basert på eiendeler | Fundamental verdsettelse (evt. verdsettelse ved avvikling, bør suppleres med komparativ og opsjonsbasert verdsettelse) |
| Tilbakegangsfasen | <ul style="list-style-type: none"> - Fortjeneste og inntekt vekst stanser (kan starte å synke) - Lang historikk - Verdi kun basert på eksisterende eiendeler | Fundamental verdsettelse (evt. verdsettelse ved avvikling (substans), opsjonen til å avvikle kan verdsettes separat). |

(Damodaran 2002)

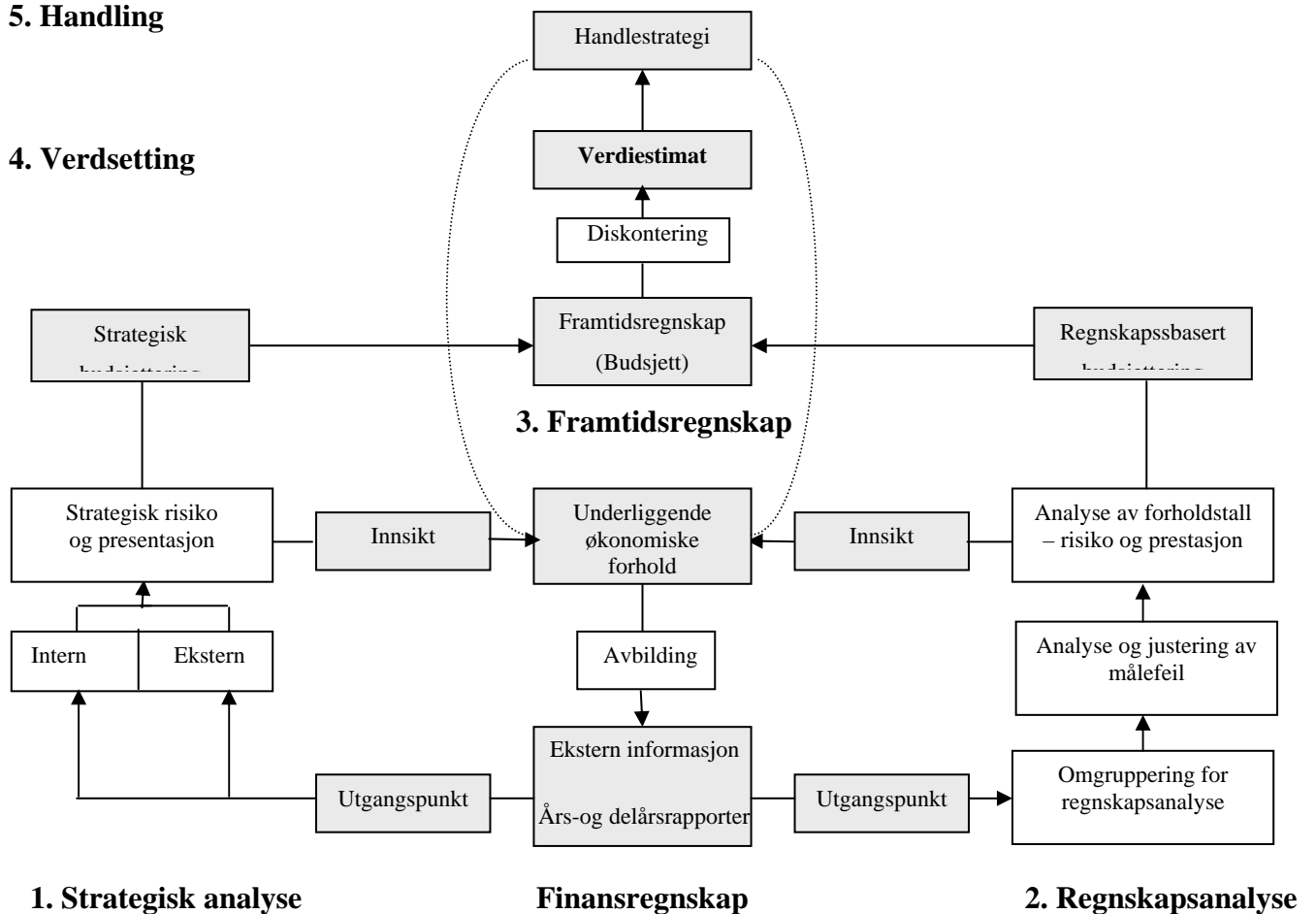
Kongsberg Automotive har opererte innen produksjon og utvikling av bildeler i snart 20 år. Selskapet er godt etablert i bransjen og har gjennom oppkjøp av diverse selskap hatt en stabil vekst. Dette har ført til en posisjon som markedsleder i enkelte segment av bildel industrien. Selskapet har hatt en stabil selskapsstruktur, men som følge av Børs introduseringen i 2005 har denne strukturen blitt endret noe. Regnskapstall fra flere år tilbake er offentlig tilgjengelige, og det er ikke noe som tyder på at selskapet står ovenfor en eller flere avviklinger. Ut fra disse fakta kan Kongsberg Automotive bli betegnet som et selskap i den modne fasen av livssyklusen (med enkelte produkter i andre faser). Derfor vil det være naturlig å gjennomføre en fundamental verdsettelse av selskapet, men andre verdsettelsesteknikker som komparativ og opsjonsbasert

verdsettelsesteknikker er gode supplement ettersom selskapet er i vekst (Damadoran 2002). Av disse supplerende teknikkene vil komparativ verdsettelse bli gjennomgått seinere i oppgaven (kapittel 10). Gjennom en slik verdsettelsesteknikk og ved bruken av multiplikatormodellen kan Kongsberg Automotive sammenlignes med lignende selskap i bransjen. Ved å justere for forskjellene mellom selskapene vil en kunne utarbeide et rimelig anslag for egenkapitalen, men en slik utregning kan medføre unøyaktigheter.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

5. Handling

4. Verdsetting



Fundamental verdsettelse innledes med det første steget strategisk analyse. Denne analysen er en kvalitativ analyse og omfatter både analyse av de eksterne omgivelsene (muligheter og trusler) selskapet opererer i og de interne resursene (konkurransefortrinn) selskapet innehar (sterke og svake sider). Formålet med analysen er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold i selskapet og bransjen, som igjen kan gi et svar på om den strategiske posisjonen gir et grunnlag for en strategisk fordel. Hvis selskapet innehar en slik fordel kan denne måles som merrentabilitet eller superprofitt (Palepu, Healy & Bernard 2000).

Det andre steget er å utføre en regnskapsanalyse, som er en kvantitativ analyseteknikk som brukes for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. I denne analysen omgrupperes det offentlige finansregnskapet, justeres for eventuelle målefeil og analyseres med hensyn på risiko, lønnsomhet og vekst. Men før alt dette gjøres er det viktig å bygge inn ferske tall i analysen gjennom å utføre et trailing regnskap basert på årsrapporten og nyere delårsrapporter (Palepu, Healy & Bernard 2000).

Basert på strategisk regnskapsanalysen (strategisk analyse fra steg en pluss regnskapsanalyse fra steg to) blir finansregnskapet framskrevet over en gitt budsjettperiode (steg 3). Utarbeidelse innebærer å ta stilling til ulike budsjett- og verdidrivere som er bestemmende for selskapets verdiestimat (Penman 2003).

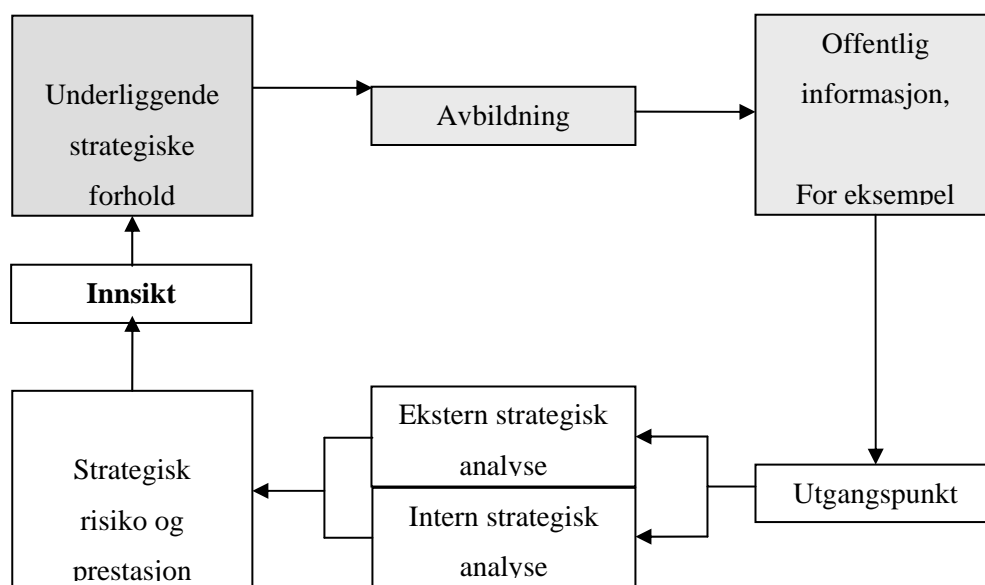
Det fjerde steget innebærer å verdsette egenkapitalen til selskapet gjennom å diskontere framtidsregnskapet til nåverdi. Det finnes flere måter å gjøre dette på, men hovedsakelig går det ut på å kombinere tallene fra framtidsregnskapet og danne ett verdiestimat (aksjeverdi) justert for tid og risiko (Penman 2003).

Handling som er det femte og siste steget innebærer at det utarbeidete verdiestimatet (aksjeverdi) blir sammenlignet med børsverdien i markedet. Basert på differansen mellom estimert verdi og børsverdi kan en trekke en konklusjon om aksjen bør kjøpes, selges eller beholdes (Penman 2003).

Kapittel 4. Strategisk analyse

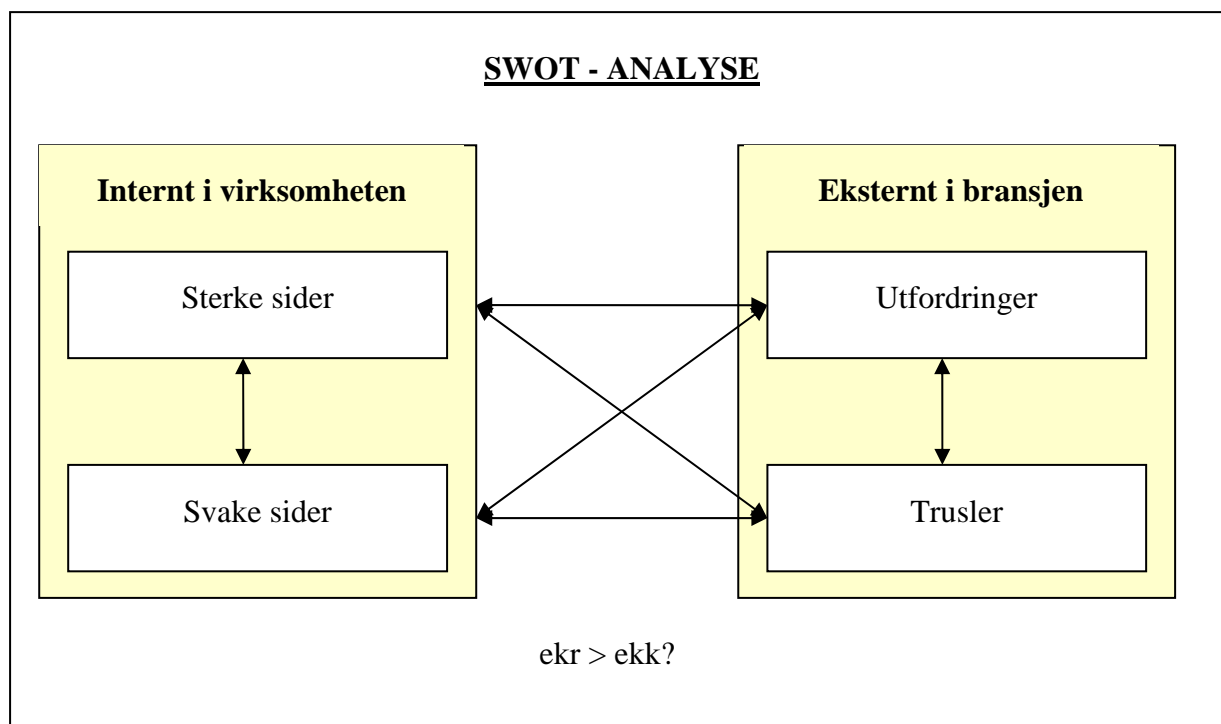
I dette kapittelet skal det bli utført en strategisk analyse av Kongsberg Automotive og bransjen som selskapet opererer i. Formålet med analysen er å undersøke om det er forhold i bransjen eller i selskapet som kan bidra til at Kongsberg Automotive er i en posisjon til generere merrentabilitet eller superprofitt. For å være i en slik posisjon må Kongsberg Automotive være i stand til å allokere sine ressurser på en slik måte at selskapet skaper en strategisk fordel (ekr > ekk) (Hanson et al. 2005). En strategisk fordel har størst mulighet til å oppstå dersom selskapet har en strategi som nøytraliserer truslene fra det eksterne miljøet, utnytter det eksterne miljøets muligheter og bedriftens interne organisatoriske styrker, samtidig som den avviker eller løser interne organisatoriske svakheter (Barney 2001). En positiv strategisk posisjon er som regel en konsekvens av gode investerings- og finansieringsbeslutninger, men kan også være et resultat av målefeil. Den strategiske analysen er en intern og ekstern analyse av virksomheten basert på offentlig informasjon og er ment å gi innsikt i selskapets strategiske posisjon og risiko.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse



I modellen over er det vist et rammeverk som passer for selskapets strategiske analyse. I en tradisjonell strategisk analyse er analysen sett fra ståstedet til ledelsen, noe som blir kalt et styringsperspektiv. For å utføre en strategisk analyse blir det tatt utgangspunkt i offentlig

tilgjengelig informasjon som for eksempel årsrapporter, kvartalsrapporter, etc. for å få kunnskap om underliggende strategiske forhold. Basert på den offentlige informasjonen blir det utført en ekstern bransjeorientert analyse og en intern selskapsorientert analyse. Formålet med den eksterne analysen er å identifisere strategiske muligheter og trusler i det generelle makromiljøet og bransjen selskapet opererer i. Den interne analysen har som formål å definere selskapets styrker og svakheter gjennom å identifisere både kvalitet og kvantum av tilgjengelige ressurser, og hvordan disse ressursene er brukt (Hill, Jones & Galvin 2004).



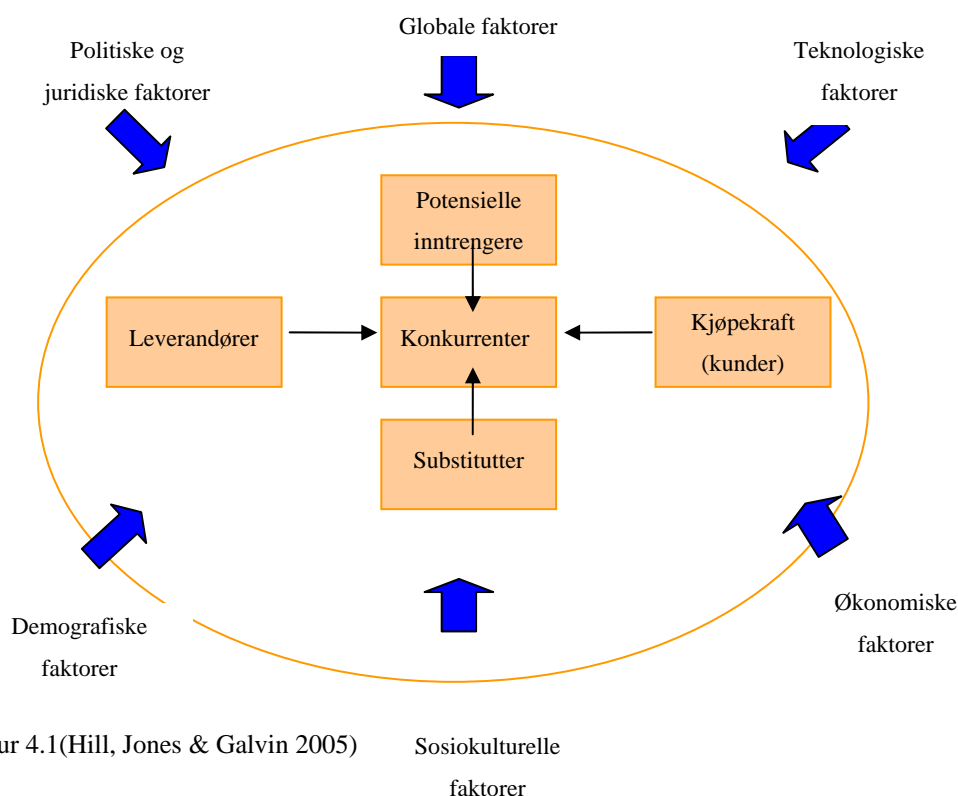
Basert på selskapets interne styrker og svakheter, og eksterne muligheter og trusler (kalt SWOT analyse) kan en identifisere selskapet sin strategiske posisjon (den strategiske posisjonen kan endres gjennom strategisk tilpassning, dvs. gjennom tiltak som påvirker framtidig rentabilitet, vekst og krav til avkastning). Informasjonen som blir avdekt i denne analysen er med på å gi kunnskap om selskapets strategiske posisjon og risiko og vil føre fram til en avdekking av underliggende strategiske forhold i selskapet (Hill, Jones & Galvin 2004). Den strategiske analysen sammen med strategisk regnskapsanalyse gir grunnlag for å utarbeide et framtidsregnskap.

På bakgrunn av rammeverket som er presentert vil det bli utført en intern og en ekstern strategisk analyse av Kongsberg Automotive, supplert med aktuell teori.

4.2 Ekstern analyse (Ekstern bransjeorientert analyse)

Et selskaps eksterne miljø er kompleks og består av tre hoveddeler: (1) det generelle miljø (består av makro faktorer som økonomiske, politiske/legale etc.), (2) bransje (det industrielle) miljø (faktorer som direkte påvirker selskapet som leverandører, kunder, substitutter, etc. også kalt konkurransekrefter.); og (3) konkurrent miljøet (hvor selskapet analyserer hovedkonkurrentenes strategier, kapasitet, etc.) (Hanson et al. 2005).

Det generelle miljøet (makromiljøet) består av seks forskjellige makrofaktorer: demografisk, økonomisk politisk/legal, sosiokulturell, teknologisk og global. Forandringer i en eller flere makrofaktorer kan ha en direkte virkning på konkurransekreftene. Derfor er det viktig å observere makromiljøet for å oppdage signal som kan føre til forandringer i miljøfaktorene. Hvis et selskap oppdager slike forandringer er det viktig å holde øye med disse for å vite hvilke påvirkning de vil ha på selskapet, og om selskapet må forandre sin strategi for å møte disse forandringene (Hill, Jones & Galvin 2005).



Figur 4.1(Hill, Jones & Galvin 2005)

Sosiokulturelle
faktorer

Sammenlignet med det generelle miljøet har bransje/konkurrent miljøet en mer direkte effekt på et selskaps strategiske handling. Denne effekten kan illustreres ved hjelp av de fem konkurransekrefterne (illustrert i modellen over): Potensielle inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, substitutter og konkurrenter (konkurrent miljøet). Den kollektive styrken til disse faktorene bestemmer hva fortjenestemulighetene for et selskap er. En

sterk konkurranse faktor kan bli sett på som en trussel fordi den minsker profitt mulighetene, mens en svak konkurranse faktor kan bli sett på som en mulighet fordi den øker profitt mulighetene. Dette vil si at jo sterkere hver av disse konkurransekraftene er, desto vanskeligere blir det for etablerte selskap og øke priser og få høyere inntjening (Porter 2004).

For Kongsberg Automotive er alle disse faktorene svært sentrale og de vil bli gjennomgått dyper i (bestemme om lastebil delen og bil delen skal skrives seperat)

4.2.1 Generelle Makrofaktorer

I dette kapitlet vil de generelle makrofaktorene og deres påvirkning på Kongsberg Automotives konkurransemiljø bli drøftet. Som et selskap som opererer i et globalt marked vil ikke nasjonale faktorer ha like stor påvirkning som om selskapet opererte i det nasjonale markedet.

4.2.1.1 Politiske/juridiske faktorer

Politiske og legale faktorer består av: skattelover, dereguleringslover, arbeidslover, miljølover, generelle politiske beslutninger, patent lover, kontraktslover etc.; som alle kan ha en signifikant påvirkning for et selskap framtidige operasjoner (Hanson et al. 2005).

Kongsberg Automotive sin virksomhet omfattes av en rekke nasjonale og internasjonale, miljø, helse og sikkerhets lover, regler, traktater og konvensjoner (samlet kalt "regler"). Disse inkluderer blant annet: regler som kontrollerer utslipp av materialer ut i miljøet, regler som krever opprydning og transportering av miljøgifter, etablering av sertifikater og lisenser, helse og sikkerhets regler, skatte regler, bemanning og trenings standarder, eller andre regler som er relatert til hensynet til menneskers helse og til miljøet (Kongsberg Automotive 2005) Modifikasjoner til eksisterende regler eller innlemmelse av nye regler som påvirker selskapets operasjoner eller framtidige operasjoner kan ha en effekt på Kongsberg Automotives operasjonsresultat eller finansielle forhold. I tillegg kan selskapet motta bøter eller annen straff dersom det ikke retter seg etter slike regler.

I bildelindustrien investeres det store midler i forskning og utvikling (FoU) av nye produkter og teknologi. Ny utviklete produkter og teknologi blir derfor ofte beskyttet av patentlover for å sikre utviklende selskaps rettigheter mot at konkurrerende bedrifter produserer samme produkter eller bruker den ny utviklete teknologien. Patentlovene har dermed en ytre påvirkning på selskap som opererer i denne industrien. Det kan nevnes at Kongsberg Automotive har flere produkter

som er beskyttet av patentloven, men at ikke alle markeder er dekket av disse patentene (Kongsberg Automotive 2005a; 2002a).

4.2.1.2 Demografiske faktorer

Demografiske faktorer består av befolknings størrelse, befolkningens alderssammensetning, geografisk bebyggelse, etnisk miks og inntektsfordeling (Hanson et al. 2005). Som andre makrofaktorer kan demografiske faktorer ha store implikasjoner på enkelte selskap. Ettersom flere og flere kvinner har gått inn i arbeidsmarkedet har forhold som lik betaling for lik jobb fått ledernes interesse. Alderssammensetningen har også forandret seg ettersom flere nå lever lenger er det større andel av eldre i den vestlige verden (Hill & Jones 2004).

For en industri som den globale bildelindustrien kan derimot ikke demografiske faktorer si å ha stor betydning på utviklingen. Men det kan nevnes at dersom befolkningens størrelse vokser og den generelle inntektsfordelingen stiger kan dette resultere i flere bilkjøp. Kongsberg Automotive satser sterkt på å tiltrekke seg kvalifisert arbeidskraft med ulik bakgrunn, utdanning og kjønn. I dag er det en kjønnsfordeling hvor 45% av arbeidstokken er kvinner og 55% menn i en bedrift som opererer i en industri som normalt er sterkt mannsdominert (Kongsberg Automotive 2005;2006)

4.2.1.3 Økonomiske faktorer

De fleste industrier blir påvirket av generelle økonomiske forhold. Økonomisk vekst, inflasjon, rente, valuta, arbeidsledighet, gjennomsnittlig inntekt og personlig sparing kan alle ha stor eller liten påvirkning på industrier (Hill, Jones & Galvin 2005).

Økonomisk vekst kan ha en indirekte påvirkning på bildelindustrien. Hvis det oppstår sterk økonomisk vekst i et land vil dette ofte føre til økt pengebruk. Denne økte pengebruken fører til økt etterspørsel etter varer/produkter (f.eks biler) som vil føre til et økt behov for transport og dermed øke etterspørselen etter nyttekjøretøy (Global Insight 2005). For å dekke dette behovet må lastebil/bil selskapene øke deres produksjon som dermed fører til økt etterspørsel etter bildeler.

Renten har en ytre påvirkning på Kongsberg Automotive. Ettersom selskapet har tatt opp lån for å finansiere drift, oppkjøp, utbygginger etc., vil en økning i renten føre til økt rentekostnader som igjen vil påvirke selskapets finansielle resultat og investeringer i nye eiendeler (Kongsberg Automotive 2007).

Som et selskap som opererer i flere land er Kongsberg Automotive utsatt for endringer i valutapriser fra land til land, hovedsakelig EUR, SEK, NOK, GBP, KRW og USD. Ettersom selskapet rapporterer sine finansielle resultater i NOK vil forandringer i den relative styrken til NOK i forhold til valuta som selskapet gjør operasjoner i kunne ha stor påvirkning på selskapets finansielle resultat (Kongsberg Automotive 2005; 2006).

Kongsberg Automotive sine finansielle forhold er også avhengig av prisene på råmaterialer, diverse halvfabrikat og energi som er brukt i produksjonen av diverse bildeler. Av selskapets tilvirkningskostnader står stål for 15-16 prosent, lær, skumgummi, og plastikk komponenter for 22-23 prosent, brass for ca 12 prosent; mens elektrisitet står for ca 1,1 prosent (Kongsberg Automotive 2005b). Som et resultat vil forandringer i pris på disse råmaterialene ha stor økonomisk effekt på selskapet.

4.2.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske forandringer påvirker store deler av samfunnet. Denne effekten skjer hovedsakelig gjennom nye produkter, prosesser og materialer. De teknologiske faktorene inneholder produkt innovasjon, kunnskapsutvikling, forskning og utvikling og ny kommunikasjonsteknologi som alle er aktiviteter som utvikler ny kunnskap og gjør om denne til nye produkter, prosesser og materialer (Hanson et al. 2005). Konkurransedyktig, og effektiv teknologi er av stor betydning for om et bildelselskap skal kunne konkurrere i markedet. Bilselskap er på utkikk etter produkter av høy teknologi som kan differensiere deres biler fra andre selskaps biler og dermed skape en strategisk fordel. Dette er mest aktuelt i luksusbilsegmentet, men også biler i lavere pris segment ser på dette som en måte å differensiere seg på og dermed tiltrekke seg kunder.

For å følge med i denne utviklingen investerer Kongsberg Automotive sterkt i framtidig utvikling av eksisterende produkter, samtidig som selskapet satser stort på forskning og utvikling av nye konsepter. Suksess og vekst i hvert foretningsområde er drevet av selskapets evne til å tilby forbedrete og innovative løsninger for sine kunder. For å forsikre selskapets framtidige vekst gjennom forskning og utvikling sikrer Kongsberg Automotive strategiske prosesser med patenter (Kongsberg Automotive 2005). Tidligere satsing på teknologi har ført til at Kongsberg Automotive i dag har en rekke produkter av høy teknologi som er sikret av patenter og har ført til at deres markedsandel har økt i de fleste produktområder.

4.2.1.5 Sosiokulturelle faktorer

Sosiokulturelle faktorer omhandler et samfunns holdninger og kulturelle verdier. Fordi holdninger og verdier former hjørnesteinene i samfunnet driver de ofte demografiske, økonomiske, politiske/juridiske og teknologiske forhold og forandringer (Hanson et al. 2005).

Sosiokulturelle faktorer har en liten påvirkning på automobilindustrien. Det er et press fra samfunnet om å lage biler som bruker mindre drivstoff, forurensar mindre, bruker drivstoff som ikke er petroleumsbaserte og biler som er sikrere for passasjerer. De sosiokulturelle faktorene har liten innvirkning på Kongsberg Automotive, men det kan nevnes at økt sikkerhet og komfort for passasjerer har ført til at selskapet har satset sterkere på teknologisk utvikling av produkter.

4.2.1.6 Globale faktorer

Globale faktorer som forandringer i finansiell status ved viktige utenlandske marked, relevante nye globale markeder, krig, nye politiske regimer, og internasjonale handelsblokkader kan ha stor innvirkning på selskap (Hanson et al. 2005).

De globale faktorene har sterk påvirkning på automobilindustrien. Det vestlige markedet har stagnert de siste årene, men ettersom østlige land som Kina, India, Sør Korea etc. har hatt stor økonomisk vekst har dette blitt et prioritetsområde for bilselskapene. Dette markedet er ventet å vokse betraktelig de nærmeste årene (Global Insight 2005). I tillegg har internasjonale handelsblokkader stor innvirkning på automobilindustrien. For å unngå disse har selskap etablert seg i flere markeder. Dermed har bilselskapene fått inntog på markeder de ellers ikke ville hatt tilgang til.

For Kongsberg Automotive er det viktig å være nær sine kunder og å unngå handelsblokkader. Dette har ført til at selskapet har etablert seg i forskjellige geografiske områder gjennom nyetableringer og oppkjøp. Ved å ha virksomhet i både Asia, Nord Amerika og Europa har Kongsberg Automotive posisjonert seg i nærheten av alle sine kunder og har også unngått diverse handelsblokkader. I tillegg har selskapet etablert virksomhet i enkelte lavkostland for å øke sin konkurransedyktig. I løpet av 2004 åpnet selskapet kontorer i Kina som gir selskapet et stort potensial i et raskt voksende lokalt marked og følger dermed flere store aktører i det internasjonale automobilmarkedet (Kongsberg Automotive 2005).

4.2.2 Bransje og Konkurransen faktorer

Som tidligere nevnt er det fem konkurranse krefter som virker inn på et selskaps virksomhet. Disse fem vil bli introdusert og fulgt opp av deretter gjennomgått ett Sammenlignet med det generelle miljøet har industri/konkurrent miljøet en mer direkte effekt på et selskaps strategiske handling. Denne effekten kan illustreres ved hjelp av de fem konkurranse kreftene (illustrert i figur 4.1): Potensielle inntrengere, substitutter, kunder,

4.2.2.1 Potensielle inntrengere

Omfanget av nye selskap som går inn i en industri påvirkes av inngangsbarrierene/ etableringsbarrierene. Hvis disse barrierene er lave vil selskap fortsette å gå inn i industrien så lenge den går bra. Dette vil føre til økt konkurranse som igjen fører til lavere fortjeneste for selskapene i industrien. Men, dersom det er signifikante inngangsbarrierer/ etableringsbarrierer for potensielle nye selskap vil etablerte selskap ha større muligheter for profitt maksimering uten trusselen av å stå overfor nye konkurrenter. Vanlige inngangsbarrierer inkluderer: merkeloyalitet, absoluttkost fordeler, stordriftsfordeler, byttekostnader, adgang til distribusjonskanaler og myndighets vedtekter (Pitts & Lei 2000).

For at det skal være en trussel fra potensielle inntrengere i bildelindustrien bør lønnsomheten i bransjen være god. Hvis man her ser på automobilindustrien under ett er dette en av de minst profitable industriene i markedet når det gjelder avkastningen på ulike måleenheter (PricewaterhouseCoopers 2005). Dette gjør at det er mindre attraktivt for selskap utenfor automobilindustrien å etablere seg. Men det er selvfølgelig muligheter for at selskap som spesialisere seg på produkter som er nært tilknyttet bildelprodukter vil kunne se på mulighetene til å starte med bildelproduksjon. Selv om automobilindustrien er lite lønnsom, er det segment av denne industrien som er mer lønnsom enn andre (PricewaterhouseCoopers 2005).

Merkeloyalitet har betydning for valget av leverandør for automobilprodusentene (OEMs). Det er spesifikke kriterier til produkter, teknologi, sikkerhet og pris som skal overholdes i prosessen med å lage biler/lastebiler. Dette gjør at valget av leverandør lettere faller på bildelselskap som allerede har bygget seg opp et merkenavn og er kjent for å lage gode produkter. Dette kan være med på å skape større barrierer for potensielle inntrengere ettersom de trenger å etablere navnet sitt i industrien. I tillegg til denne merkeloyaliteten går ofte selskap innenfor automobilindustrien inn i langsiktige kontrakter (Global Insight 2005) som er med på å begrense nye aktørers adgang til distribusjonskanaler.

En annen inngangsbarriere er investeringskravet for å starte produksjon av bildeler. I enkelte segment av bildelproduksjonen trenger ikke disse kravene være store, men det segmentet som Kongsberg Automotive opererer i består av avansert teknologi og fører til store investeringskostnader ved oppstart. En potensiell inntrenger må i dette segmentet investere store midler: i utvikling av avanserte teknologiske løsninger (gjennom forskning og utvikling), i store fabrikklokaler, oppnå kunnskap om bildelproduksjonen og skape et konkurransefortrinn for å kapte kunder fra eksisterende leverandører..

De forskjellige inngangs-/etableringsbarrierene som er forklart gjør at det i realiteten vil være svært vanskelig/kostbart for nye selskap å starte produksjon av bildelprodukter i det segmentet Kongsberg Automotive opererer i og dermed utgjøre lav trussel. Men det er selvfølgelig mulig for store selskap med sterk kapital å starte slik produksjon, og da mest realistisk for de store automobilselskap (OEMs). Disse selskapene kan ha et mål om å produsere egne deler for å sikre sin egen etterspørsel etter bildeler, og dermed ta større kontroll over det ferdige produktets verdikjede.

4.2.2.2 Kundernes forhandlingsmakt

Kunder av en industris produkter eller tjenester kan av og til sette sterkt press på eksisterende firma for å oppnå lavest mulig pris for produktet eller forbedre tjenester. Dette gjør at et selskaps kunder kan bli sett på som en trussel. Omfanget av trusselen avhenger av kundenes forhandlingsmakt som er størst dersom: kundene har stor kunnskap om produktet, kjøper store kvantum, selger har få kunder, produktet er standardisert, industrien består av mange relativ små selskap, og kunden har selv mulighet til å gå inn i industrien. Hvis det derimot er lav forhandlingsmakt blant kundene vil et selskap kunne øke sine priser som vil føre til økt fortjeneste (Pitts & Lei 2000).

Kundene til bildelprodusentene i segmentene som Kongsberg Automotive opererer i er enten Tier 1 selskap eller OEMs. Det vil altså si at hoveddelen av kundene til Kongsberg Automotive er bedrifter som er siste eller nest siste ledd i produksjonen av sluttproduktet bil/lastebil. De fleste kundene har kunnskap om produktene som selskapet produserer og enkelte OEM-selskap (for eksempel Daimler Chrysler produserer girskift) står selv for produksjonen av enkelte bildelprodukt (Daimler Chrysler 2005). Denne kunnskapen kan brukes som en trussel om å starte egen produksjon og dermed presse prisen av bildelproduktene ned (Hill & Jones 2004). Men selv med slik kunnskap til stede produserer Kongsberg Automotive differensierte produkter med

høy teknologisk faktorer som er beskyttet av patentrettigheter, og dermed vanskelig for andre selskap å produsere (Kongsberg Automotive 2005b).

Kongsberg Automotive har en rekke kunder hvor de fleste kunder bestiller store kvantum (Kongsberg Automotive 2005). Bestillingen fra OEMs er ofte basert på antall biler/lastebiler som bedriften planlegger å produsere på en bestemt plattform, og bestillingene er ofte bestilt med tanke på leveranse og produksjon etter Just In Time (JIT) prinsippet (med en liten buffer innlagt) (Larsson 2002). Det samme gjelder kunder som er Tier 1 produsenter som også ofte leverer til OEMs etter JIT prinsippet. Kongsberg Automotive opererer i et segment som består av relativt få leverandører (3-5 store avhengig av produkt) og dermed få tilbydere av de bestemte bildelproduktene (Kongsberg Automotive 2005).

Samlet sett utgjør kunder lav til moderat trussel for Kongsberg Automotive. Kundene er ofte større selskap som kjøper i store kvantum og kan starte egen produksjon og dermed slutte å kjøpe Kongsberg Automotives produkter, noe som kan føre til en reduksjon i pris. Men Kongsberg Automotive tilbyr gode og teknisk avanserte produkter i et marked med få aktører og dermed balanseres den tidligere nevnte prisreduksjonen.

4.2.2.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan bli sett på som en trussel når de kan øke prisene som et selskap må betale for et produkt eller reduserer kvaliteten på produktet som blir solgt (Hill, Jones & Galvin 2005). Leverandører har størst forhandlingsmakt over en industri når: deres produkter er viktig for kjøperen, industrien består av få selskap, produktene er differensierte, kjøpende selskap er ikke viktig kunde for leverandøren og hvis det er lav trussel for kjøper å gå inn i leverandørens marked. Hvis det derimot er lav forhandlingsmakt fra leverandøren sin side vil et selskap kunne presse ned prisene og forlange bedre kvalitet (Hill, Jones & Galvin 2005).

Leverandører til Kongsberg Automotive er i stor grad selskap som selger råmaterialer. Disse selskapene opererer i et marked hvor det er sterk konkurranse og prisen disse selskapene kan ta for sine produkter reguleres av markedsprisen til råmaterialene. Dette gjør at Kongsberg Automotive sine leverandører har liten innflytelse på prissetningen av sine produkter. Dersom en leverandør priser seg for høyt vil det da være mulig for Kongsberg Automotive å finne en annen leverandør. Men siden store deler av verden er i sterk vekst har etterspørselen etter en del av disse råvarene økt sterkt. Dette har ført til økte kostnader for råvarer noe som kan utgjøre en

trussel. Kongsberg Automotive har møtt denne prisøkningen gjennom å bedre sin utnyttelse av råmaterialer og dermed minsket behovet. (Kongsberg Automotive 2007)

Samlet sett er trusselen fra leverandørene moderat. Leverandørene har egentlig ikke noen forhandlingsmakt overfor Kongsberg Automotive, men ettersom etterspørselen etter deres produkter har økt medvirker det til at Kongsberg Automotive må betale mer for sine råvarer. Dette gjør at leverandørene har fått økt forhandlingsmakt overfor Kongsberg Automotive.

4.2.2.4 Substitutter

Substitutter er produkter eller tjenester fra andre selskap eller industrier som ikke er samme type produkt/tjeneste som selskapets, men dekker det samme behovet for kunden (Hill & Jones 2004). Dersom det eksisterer nære substitutt vil dette innvirke på prisen selskap i en industri kan kreve, noe som vil påvirke industriens profitabilitet og dermed utgjøre en trussel for selskapet/industrien. Hvis derimot en industri har få nære substitutt, vil substitutt utgjøre liten trussel og selskap i industrien vil ha mulighet til å øke priser og oppnå økt fortjeneste.

Substitutter til produkter som Kongsberg Automotive produserer er så godt som ikke eksisterende. Siden de produserer teknologisk avanserte produkter, er det vanskelig å erstatte disse med andre fabrikater.

4.2.2.5 Rivalisering

Rivalisering kan beskrives som konkurransen mellom etablerte selskap i en bestemt industri der selskap prøver å stjele markedsandeler fra hverandre gjennom bruk av prising, introduksjon av nye produkter/design, reklame, service, etc. (Barney 2002). Graden av rivalisering bestemmer mulighetene for et selskap til å tjene superprofitt og bestemmes av fem ulike faktorer: antall selskap; størrelsen og påvirkning til selskapene; industriens vekst; produkt differensiering; og produksjonskapasitet.

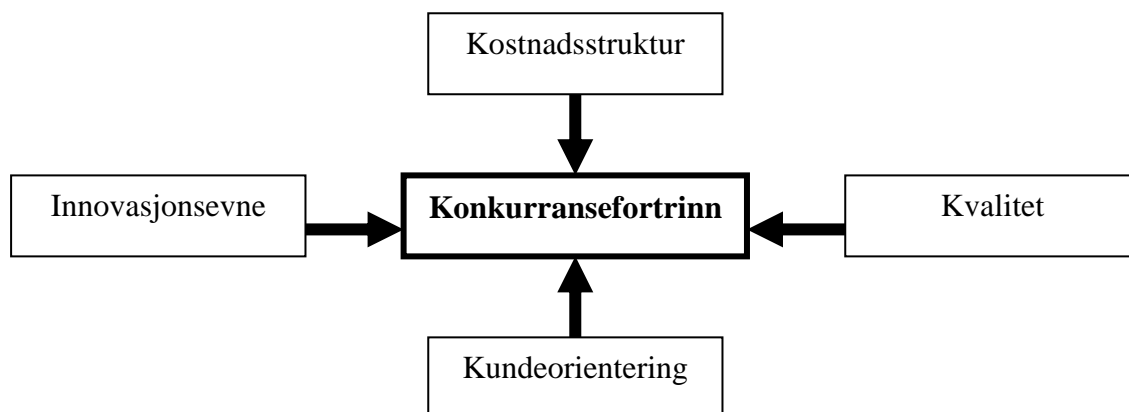
Innen Tier 1 bildel industrien er det få og store aktører. Differensieringen i bransjen er basert på innovasjon og det er stor fokus på FoU. Dette fører til at de store bedriftene med en velutviklet FoU avdeling og stort budsjett blir de som også vokser i markedsandel. Kongsberg Automotive opererer innenfor forskjellige produkt områder innenfor sete komfort, girkasser og kommersielle lastebil system. Det Europeiske markedet for sete varme systemer er delt mellom Kongsberg Automotive (31%), W.E.T Automotive 30% og IG Bauerrhin (32%). Disse har relativt lik markedsandel i Europa, men i Nord Amerika er W.E.T Automotive ledende med 61%,

Kongsberg Automative har en andel på 20% og IG Bauerrhin 16%. I Japan derimot er Kongsberg Automative lederen med 51 % markedsandel, etterfulgt av Panasonic (34%) og W.E.T Automotive (11%). Når det kommer til sete support, er Kongsberg Automative klar markeds leder med ca 78% markedsandel i Europa etterfulgt av Alfmeier som har de resterende 22%. I USA derimot, er det Leggett & Platt Inc. som er den klare lederen med 85% markedsandel.

Når det kommer til rivaler innen automatgirmarkedet i Europa er Daimler Chrysler (26%) og Lemförder (25%) de største konkurrentene. Kongsberg Automative har her en markedsandel på 19%.

Wabco er ledende i kløtsj drifts system markedet med 45%, etterfulgt av Kongsberg Automatic som har 41%, mens etter overtagelsen av Raufoss United har de blitt størst på ___ i Europa. VOSS er for øvrig en stor rival.

4.2.3 Konkurransefortrinn - KIKK



For å avdekke mulige konkurransefortrinn er det vanlig å ta utgangspunkt i fire ulike kilder som kan føre til økt lønnsomhet gjennom reduserte kostnader eller en mulighet til å differensiere produktet i forhold til konkurrentene.

4.2.3.1 Kostnadsstruktur

For å ha et konkurransefortrinn når det gjelder kostnadsstrukturen må en være mer kostnadseffektiv enn konkurrentene, med andre ord er det om å gjøre å få mest mulig output ut av minst mulig input. Dette er et produkt hvor man har et høyt dekningsbidrag per solgt enhet. Noe av fokuset blir dermed å holde et høyt fokus på å redusere og holde nede faste kostnader.

En av de største faste utgifter, vil med all sannsynlighet i framtiden, være lønnskostnader. For å unngå en akselerasjon i denne utgiftsposten kan man se for seg å ansette ledere basert på provisjon. Provisjon kan være med på å øke incentiver for salg og redusere risikoen for kostnadsoverskridelser. De har også en strategi for framtiden om å flytte en del av produksjonen til India og øke innhugget i det Øst Europeiske og Asiatiske markedet. Dette er et tiltak som kan holde tilbake denne kostnaden til en viss grad.

Kongsberg Automotive bruker sine kunder effektivt i prosessen ved å videreutvikle produktets brukervennlighet. Å bruke kunder aktivt i den kontinuerlige utviklingsprosessen vil være med å redusere utviklingskostnader og optimere kundenytte.

4.2.3.1 Innovasjonsevne

Innovasjon både i form av produkt- og prosessinnovasjon kan gi konkurransefortrinn i forhold til konkurrentene både gjennom bedre produkter og/eller lavere kostnader.

Kongsberg Automotive er en tilpasningsdyktig bedrift som tar hensyn til kundens preferanser vedrørende design og oppbygning. En av bedriftens mulige konkurransefortrinn er dens kontinuerlige fokus på FoU for å forbli ledende innenfor markedet de opererer. utfordringer innenfor utvikling av kjøretøy og dermed også for Kongsberg Automotive i framtiden vil blant annet være forbedret kjøre komfort, redusert bensinbruk, økning i reliabiliteten og høyere fokus på sikkerhet. Kongsberg Automotive har flere satsingsområder innen forbedring av kjørekomfort som gir en konkurrerende fordel (Kongsberg Automotive 2006 - Presentasjon). De vil også arbeide med å fylle de andre etterspørselene i markedet. Ved å lytte til markedet og spesielt hva ende - brukerne som er kjøperne av kjøretøyene, kan Kongsberg Automotive tilpasse produksjonen og tilrettelegge FoU så produktene vil forbli attraktive også i fremtiden.

4.2.3.3 Kvalitet

Fokus på kvalitet er en forutsetning for å lykkes i markedet for oversikt og kontroll av eiendeler. Er kvaliteten på produktet høyere enn konkurrentenes, kan dette gi bedriften et konkurransefortrinn i forhold til andre aktører. Kongsberg Automotive sine produkter er fremragende på både design og brukervennlighet. Et av de viktigste behovene fra kundene er behovet for brukervennlighet og sikkerhet. Kvalitet er dermed en viktig del av Kongsberg Automotive sitt organisasjons konsept. I bildel bransjen er kvalitet et selvfølge og det er andre faktorer som differensierer operatørene i markedet.

4.2.3.4 Kundeorientering

Et konkurransefortrinn basert på kundeorientering innebærer at bedriften er bedre enn konkurrentene til å forstå kunden og tilfredsstillе dens behov. Gjennom å lytte til kunden og kontinuerlig interaksjon med kunder skal Kongsberg Automotive oppnå en kundeforståelse som er utenom det vanlige.

Kundetilfredshet er en del av Kongsberg Automotive's visjon og dette er noe de har som mål å oppnå gjennom innovasjon. I et marked som hvor Kongsberg Automotive opererer er det essensielt å bygge opp et godt renommé og merkenavn. Dette vil øke kredibiliteten utad i markedet og lette salget av produkter i fremtiden.

Gjennom denne KIKK-analysen har det blitt gitt antydninger på hvilke faktorer som kan innebære varige konkurransefortrinn for Kongsberg Automobile. Ved hjelp av SVIMA-analysen vil vi nå gå nærmere inn på hver enkelt ressurs og stadfeste om denne kan representere et komparativt fortrinn i markedet eller kan bli det i fremtiden.

4.3 SVIMA - (Kopling mellom ressurser og konkurransefortrinn)

Et konkurransefortrinn gir innehaende bedrift bedre resultater enn gjennomsnittet i bransjen. For at en ressurs skal være et konkurransefortrinn må den være Sjelden, Viktig, Ikke-imiterbar, Mobilisert og Appropriert. SVIMA – analysen benyttes til å analysere ressursers potensial for å skape konkurransefortrinn.

Sjeldenhet: konkurrenter innehar ikke den aktuelle ressursen i lik mengde og kvalitet.

Viktighet: ressursen har stor virkning på bedriftens kostnader, kundenes betalingsvilje, eller begge deler.

Ikke-imiterbar: hvorvidt det er mulig for konkurrenter å kopiere ressursen, eller å substituere (erstatte) den.

Mobiliserbarhet: bedriften må kunne utnytte den aktuelle ressursen intensivt og ha høy kvalitet på komplementære ressurser for å lykkes i å konvertere ressursen til økonomisk verdi.

Approprierbarhet: hvorvidt verdien som skapes av ressurser som overføres til det nye markedet beholdes av bedriften, eller om de vil bli kapret av dens egne ansatte, mektige kunder, leverandører eller samarbeidspartnere.

| Ressurser | Sjelden | Viktig | Ikke Imiterbar | Mobilisert | Appropriert |
|--------------------------------|----------------|---------------|-----------------------|-------------------|--------------------|
| Kunnskap om kunden | Nei | Ja | Nei | Ja | Ja |
| Design | Nei | Ja | Nei | Ja | Ja |
| Kostnadsbesparende aktiviteter | Nei | Ja | Nei | Ja | Ja |
| Renommé/ merkenavn | Ja | Ja | Ja | Ja | Ja |
| Funksjon | Ja | Ja | Ja | Ja | Ja |

Tabell 1 Ressursdiagram

På grunn av at SVIMA-analysen må være positiv for at det skal gi et konkurransefortrinn ser vi det som mest hensiktsmessig å ha høyest fokus på de elementene som gjør at en ressurs ikke er et konkurransefortrinn.

Å ha kunnskap om kunden er meget viktig i denne bransjen. Kongsberg Automotive jobber tett sammen med kunden for å tilfredsstille deres behov. Dette gjøres ved å hele tiden være i dialog med kunden, slik at Kongsberg Automotive tidlig kan fange opp kundens ønsker og behov. Å fange opp eventuell misnøye på et tidlig stadium kan hindre unødvendige misforståelser. Men å inneha slik kunnskap om kunder er verken sjelden eller vanskelig å kopiere. Vi kan derfor ikke si at kundeorientering vil kunne tjene som et varig konkurransefortrinn for Kongsberg Automotive.

Designet til Kongsberg Automotive synes å være relativt likt andre aktører siden det må passe inn i rammeverket til kjøretøy som er standardiserte. Formen og designen er derfor ikke et konkurransefortrinn for bedriften.

Når vi snakker om kostnadsbesparende aktiviteter i Kongsberg Automatives tilfelle gjelder dette bruk av kunder til produktutvikling og å opprette produksjonsfasiliteter i India og andre lavkostland. Å bruke kunder som bidragsytere ved produktutvikling og å flytte produksjonen til lavkostland er svært vanlig og kan lett kopieres. Kostnadsbesparende aktiviteter kan dermed ikke ses på som et konkurransefortrinn.

Renommé eller merkevarenavn er en ressurs som kan danne grunnlag for et varig konkurransefortrinn i og med at dette er eneste ressurs som er ikke-imiterbar. Merkevarenavn tar tid å bygge opp, men siden det noen få, dominerende aktører i bransjen i dag, har Kongsberg Automotive en unik mulighet til å gjøre sitt navn kjent i markedet før eventuelt flere aktører kommer på banen. De er allerede en av de ledende i markedet, men dette kan fort snu siden det er svært lav margin for å miste et godt navn i forhold til hva det tar å bygge opp et godt merkenavn. Dette er noe de bør bruke som konkurransefortrinn

Når det kommer til funksjon er dette det som Kongsberg Automotive kan utnytte gjennom sin kontinuerlige fokus på innovasjon. Dette er noe som er vanskelig å kopiere og viktigheten er uvurderlig i den bransjen de opererer. Dette er helt klart et konkurransefortrinn for Kongsberg Automotive.

Denne analysen har avdekket at Kongsberg Automotive per dags dato har konkurransefortrinn når det kommer til renommé, merkenavn og funksjon som et resultat av innovasjon.

4.4 Oppsummering av analysen.

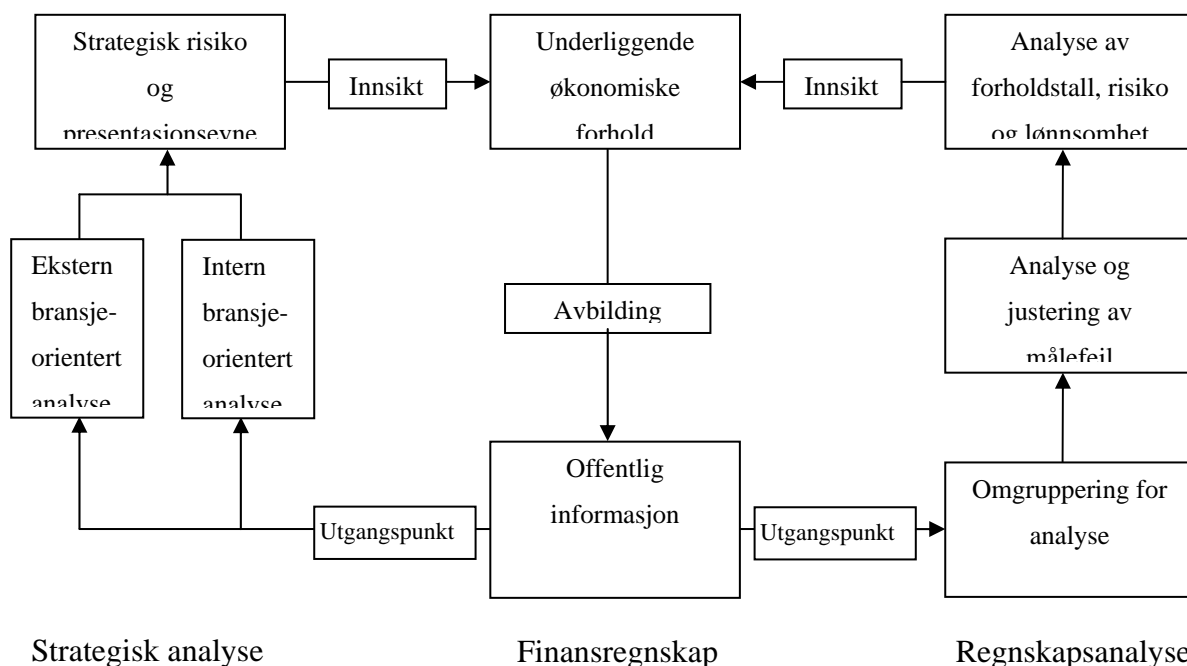
Vi vil nå foreta en punktvis oppsummering ved å bruke en SWOT-analyse. SWOT står for strengths (styrker), weaknesses (svakheter), opportunities (muligheter) and threats (trusler). Analysen tar for seg bedriftens styrke og svakheter sett i forhold til muligheter og trusler i markedet. SWOT vil være med på å påvirke valg av strategi for selskapet.

| | |
|--|---|
| Styrker <ul style="list-style-type: none">• Produkt som blir brukt til benchmarking for andre i bransjen• Standardisert produkt utforming som passer i alle standardiserte biler• God kundeorientering• Kundeportefølje• Kostnadsbesparende aktiviteter | Svakheter <ul style="list-style-type: none">• Dyr arbeidskraft |
| Muligheter <ul style="list-style-type: none">• Store potensielle markedssegmenter• Økonomiske forhold i Norge• Satsing på innovasjon• Teknologisk utvikling• Økt fokus på sikkerhet i bilbransjen | Trusler <ul style="list-style-type: none">• Priser på råvarer• Inntrengere på markedet• Økonomiske forhold i Norge• Økonomiske forhold i resten av verden |

Kapittel 5. Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Målet med å gjennomføre en regnskapsanalyse av Kongsberg Automotive er for å få innsikt og kunnskap om selskapets økonomiske utvikling, dagens økonomiske posisjon og mulighetene for fremtidig vekst (Wild, Subramanyam & Halsey 2004). Regnskapsanalyse innebærer anvendelse av enkel matematikk, forståelse for regnskap og forretningsstrategier. Målet er å avdekke og kartlegge underliggende økonomiske forhold i selskapet, og resultatet av analysen vil bli benyttet i verdsettelse av selskapet.



Figur 5.1: Rammeverk for regnskapsanalyse

Rammeverket for regnskapsanalyse vises i modellen over (Knivsflå 2007) og består av de tre hovedpunktene: omgruppering for analyse, analyse og justering av målefeil og forholdstallsanalyse (måler prestasjon relevant risiko). Analysen tar utgangspunkt i års- og kvartalsrapporter som er offentliggjort for selskapet, i tillegg til forventet regnskap og balanse for året 2007 basert på trailing.

Når selskap utarbeider års- og kvartalsrapporter er rapporteringen regulert av regnskapsloven og blir utarbeidet enten etter NGAAP eller IFRS. Dette gjør at alle selskap følger en lik mal hvor mye informasjon om selskapene ligger "skjult" i regnskapstallene. For at denne "skjulte"

informasjonen skal bli kjent må man derfor omgruppere og justere regnskapstallene. Hvilke type justeringer man velger å gjøre avhenger av formålet med regnskapsanalysen (Knivsflå 2007).

Brukerne av regnskapsinformasjonen kan deles inn i fire ulike grupper hvor alle har ulike informasjonsbehov: Innskyter av kapital, myndigheter, samfunnet og interessenter i driftssyklusen. Lånegivere og egenkapitalinvestorer tilhører gruppen kapitalinnskytere og vil sannsynligvis være interessert i regnskapsinformasjon som fokuserer på substans- og likviditetsverdier balansen og ikke av usikker fremtidig inntjening basert på for eksempel immaterielle eiendeler (Knivsflå 2007). Långivere betrakter gjerne periodisering som mindre pålitelig, og er nok mest interessert i bedriftens kontantstrøm for å ha sikkerhet i at de kan overholde sine gjelds- og låneforpliktelser. Egenkapitalinvestorer har fokuset sitt mot verdiskapning og verdiutdeling for selskapet. De ønsker seg derfor gode estimater på fremtidig lønnsomhetspotensialet for å fastslå egenkapitalverdien. De vektlegger derfor periodiseringen og resultatet mer enn kontantstrømmen i selskapet.

I denne oppgaven så er formålet å verdsette egenkapitalen per utestående aksje. Det vil derfor være mest hensiktsmessig avgrense regnskapsanalysen til investororientert. Investor er som nevnt over interessert i gode estimater på verdien av, og inntjeningen til egenkapitalen i fremtiden. I den investororienterte analysen er det viktig å analysere verdiskapningen i virksomheten og verdiutdeling fra virksomheten for å kunne ta en best mulig avgjørelse med hensyn på å investere i selskapet og å utøve kontroll. For å få best mulig innsikt i underliggende økonomiske forhold, bør regnskapsanalysen gjennomføres på hvert enkelt fortetningsområde. Grunnet begrenset historisk informasjon av virksomheten på lavere nivå gjennomføres analysen av Kongsberg Automotive på konsernnivå.

Før man velger lengden på analyseperioden bør man vurdere om selskapet har vært stabilt eller om det er preget av turbulens. En stabil virksomhet bør analyseres over en lengre periode (for eksempel 10 år) for å få en lang tidsserie til forholdstallsanalysen. Er derimot selskapet preget av turbulens, for eksempel gjennom fusjoner og oppkjøp bør en kortere tidshorisont benyttes. Dette skyldes at regnskapstallene vil ha forandret seg mye og gamle tall vil ikke være representative for selskapet i dag. I Kongsberg Automotive sitt tilfelle vil en kort tidshorisont være ideelt. Selskapet har de seineste årene kjøpt opp diverse konkurrerende selskap for å få større markedsandel, de ble børsnotert sommeren 2005 og i samme år konverterte selskapet til IFRS 2005 (Kongsberg Automotive 2006). Alle disse endringene har påvirket regnskapet til

Kongsberg Automotive. Det er derfor valgt en analyseperiode fra 2002 til og med rapporterte 3 kvartalstall 2007.

I forbindelse med den fundamentale analysen av Kongsberg Automotive ville det vært mest informativt å gjennomføre en bransjeanalyse og en tidsserie analyse. Grunnet at det er vanskelig å finne gode komparative selskap i bilindustrien som kun opererer innen Kongsberg Automotive sitt segment er oppgaven i hovedsak begrenset til en tidsserie analyse. Jeg har derfor valgt å ta med sammenstillingstall basert på gjennomsnittet på Oslo Børs.

5.2 Rapporterte tall

Kongsberg Automotive rapporterte fram til 2005 basert på NGAAP, men som følge av børsnoteringen i 2005 valgte Kongsberg Automotive å gå over til IFRS, noe som er alle børsnoterte selskap er lovpålagt. På grunn av denne overgangen er regnskapstallene for 2001-2003 basert på NGAAP, mens de resterende tallene er basert på IFRS.

Rapportert årsregnskap for Kongsberg Automotive:

| RESULTATREGNSKAP | NGAAP | NGAAP | NGAAP | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
| DRIFTSINNEKTER | 1.316.156 | 1.289.487 | 1.584.385 | 2.184.814 | 2.525.240 | 2.863.400 | 3.249.745 |
| Driftskostnader: | | | | | | | |
| Forbruk av varer | 649.861 | 628.107 | 754.544 | 1.008.235 | 1.126.894 | 1.348.600 | 1.529.016 |
| Beholdning varer i arbeid og ferdigvarer | (175) | (4.291) | (4.074) | (23.470) | 13.291 | 36.000 | 40.816 |
| Lønn og sosiale kostnader | 364.279 | 355.108 | 422.431 | 523.232 | 668.936 | 755.500 | 953.910 |
| Andre driftkostnader | 181.606 | 174.624 | 230.117 | 306.519 | 333.678 | 348.200 | 390.676 |
| Ordinære avskrivninger varige driftsmidler | 57.727 | 56.242 | 53.970 | 70.084 | 79.679 | 88.500 | 93.180 |
| Ordinære avskrivninger immaterielle eiendeler | 3.594 | 3.473 | 9.852 | (59.260) | 10.552 | 10.800 | 21.986 |
| Sum driftskostnader | 1.256.892 | 1.213.263 | 1.466.840 | 1.825.340 | 2.233.030 | 2.587.600 | 3.029.583 |
| DRIFTSRESULTAT | 59.264 | 76.224 | 117.545 | 359.474 | 292.210 | 275.800 | 220.162 |
| Finansposter: | | | | | | | |
| Finansinntekter | 4.965 | 3.171 | 2.787 | 3.430 | 2.608 | 2.500 | 41.400 |
| Finanskostnader | 29.982 | 28.937 | 27.967 | 56.090 | 54.505 | 65.000 | 30.310 |
| Netto finansposter | (25.017) | (25.766) | (25.180) | (52.660) | (51.897) | (62.500) | 11.090 |
| ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT | 34.247 | 50.458 | 92.365 | 306.814 | 240.313 | 213.300 | 231.252 |
| Skattekostnad på ordinært resultat | 11.492 | 16.667 | 35.993 | 61.951 | 62.503 | 57.500 | 66.542 |
| ÅRSRESULTAT | 22.755 | 33.791 | 56.372 | 244.863 | 177.810 | 155.800 | 164.710 |

Tabell 5.1: Offentliggjort årsresultat for Kongsberg Automotive i perioden 2001-2007(3Q)

Rapportert balanse for Kongsberg Automotive

| Eiendeler | NGAAP | NGAAP | NGAAP | IFRS* | IFRS | IFRS | IFRS |
|--|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
| ANLEGGSMIDLER | | | | | | | |
| Immaterielle eiendeler: | | | | | | | |
| Utsatt skattefordel | 9.472 | 20.142 | 18.809 | 54.752 | 52.558 | 53.600 | 54.400 |
| Forskning og utvikling | - | - | - | 17.976 | 42.106 | 46.800 | 46.151 |
| Konsesjoner, patenter, varemerker og lignende rettigheter | - | - | 60.467 | 49.265 | 33.700 | 47.000 | 46.349 |
| Goodwill | 16.744 | 12.026 | 249.422 | 264.128 | 412.276 | 414.100 | 368.700 |
| Sum immaterielle eiendeler | 26.216 | 32.168 | 328.698 | 386.121 | 540.640 | 561.500 | 515.600 |
| Varige driftsmidler | | | | | | | |
| Tomter, bygninger og annen fast eiendom | 82.434 | 74.795 | 81.838 | 79.794 | 76.591 | 84.000 | 91.540 |
| Maskiner og inventar | 183.388 | 152.193 | 205.671 | 286.586 | 344.412 | 375.000 | 408.660 |
| Sum varige driftsmidler | 265.822 | 226.988 | 287.509 | 366.381 | 421.003 | 459.000 | 500.200 |
| Finansielle anleggsmidler: | | | | | | | |
| Andre fordringer | 2.190 | 4.809 | 7.006 | 11.016 | 5.324 | 2.300 | 2.238 |
| Aksjer | 103 | 903 | 1.653 | 2.660 | 2.060 | 1.400 | 1.362 |
| Sum finansielle anleggsmidler | 2.293 | 5.712 | 8.659 | 13.676 | 7.384 | 3.700 | 3.600 |
| SUM ANLEGGSMIDLER | 294.331 | 264.868 | 624.866 | 766.178 | 969.027 | 1.024.200 | 1.019.400 |
| OMLØPSMIDLER | | | | | | | |
| Varebeholdning | 96.352 | 90.441 | 127.690 | 186.443 | 179.138 | 220.700 | 260.200 |
| Kundefordringer | 176.871 | 169.316 | 253.552 | 351.456 | 376.034 | 487.100 | 487.700 |
| Fordringer på eierskaper | 17.512 | 17.512 | 75.900 | 77.234 | - | - | - |
| Terminkontrakt | - | - | - | - | 13.527 | 18.700 | 29.100 |
| Andre kortsiktige fordringer | 42.553 | 36.963 | 44.543 | 74.945 | 76.905 | 116.600 | 89.100 |
| Betalingsmidler | 78.141 | 73.740 | 49.403 | 80.682 | 215.681 | 207.300 | 105.300 |
| SUM OMLØPSMIDLER | 411.429 | 387.972 | 551.088 | 770.760 | 861.285 | 1.050.400 | 971.400 |
| SUM EIENDELER | 705.760 | 652.840 | 1.175.954 | 1.536.938 | 1.830.312 | 2.074.600 | 1.990.800 |

Tabell 5.2: Offentliggjort eiendeler for Kongsberg Automotive i perioden 2001-2007 (3Q)

| Egenkapital og gjeld | NGAAP | NGAAP | NGAAP | IFRS* | IFRS | IFRS | IFRS |
|--|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
| EGENKAPITAL | | | | | | | |
| Innskutt egenkapital: | | | | | | | |
| Aksjekapital | 86.928 | 86.928 | 88.586 | 22.146 | 22.146 | 21.700 | 21.700 |
| Overkursfond | - | - | 12.492 | 12.492 | 12.492 | 13.400 | 13.400 |
| Sum innskutt egenkapital | 86.928 | 86.928 | 101.078 | 34.638 | 34.638 | 35.100 | 35.100 |
| Opptjent egenkapital: | | | | | | | |
| Annen Egenkapital | 51.725 | 3.194 | 56.917 | 355.643 | 454.845 | 513.100 | 491.400 |
| Sum opptjent egenkapital | 51.725 | 3.194 | 56.917 | 355.643 | 454.845 | 513.100 | 491.400 |
| SUM EGENKAPITAL | 138.653 | 90.122 | 157.995 | 390.281 | 489.483 | 548.200 | 526.500 |
| GJELD | | | | | | | |
| Avsetninger for forpliktelser: | | | | | | | |
| Utsatt skatt | 10.391 | 15.771 | 29.070 | 32.735 | 36.987 | 44.400 | 41.100 |
| Pensjonsforpliktelser | - | 1.561 | 4.209 | 25.375 | 26.240 | 28.200 | 28.200 |
| Sum avsetninger for forpliktelser | 10.391 | 17.332 | 33.279 | 58.110 | 63.227 | 72.600 | 69.300 |
| Annen langsiktig gjeld: | | | | | | | |
| Annen langsiktig gjeld | 277.461 | 277.030 | 597.942 | 560.281 | 644.425 | 812.000 | 759.700 |
| Sum annen langsiktig gjeld | 277.461 | 277.030 | 597.942 | 560.281 | 644.425 | 812.000 | 759.700 |
| Sum langsiktig gjeld | 287.852 | 294.362 | 631.221 | 618.391 | 707.652 | 884.600 | 829.000 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | | | |
| Kassekreditt | - | - | 46.366 | 19.429 | 81.843 | 124.600 | 117.800 |
| Annen kortsiktig rentebærende gjeld, | - | - | - | 80.023 | 151.052 | 20.200 | 31.000 |
| Leverandørgjeld | 133.192 | 122.127 | 149.738 | 211.128 | 219.154 | 324.300 | 297.100 |
| Betalbar skatt | (458) | 450 | 16.228 | 22.006 | 20.637 | 11.200 | 19.300 |
| Gjeld til morselskap (konsernbidrag) | 55.000 | 56.000 | 46.149 | 14.398 | - | - | - |
| Annen kortsiktig gjeld | 91.521 | 89.779 | 128.257 | 181.282 | 160.491 | 161.500 | 170.100 |
| Sum kortsiktig gjeld | 279.255 | 268.356 | 386.738 | 528.266 | 633.177 | 641.800 | 635.300 |
| SUM GJELD | 567.107 | 562.718 | 1.017.959 | 1.146.657 | 1.340.829 | 1.526.400 | 1.464.300 |
| SUM GJELD OG EGENKAPITAL | 705.760 | 652.840 | 1.175.954 | 1.536.938 | 1.830.312 | 2.074.600 | 1.990.800 |

Tabell 5.3: Offentliggjort egenkapital og gjeld for Kongsberg Automotive i perioden 2001-2007 (3Q)

Tabell 5.1 viser årsresultatet og tabell 5.2 og 5.3 viser balansen for Kongsberg Automotive i perioden 2001-2007T. Alle tallene som er oppgitt er i NOK tusen. De presenterte tallene fra tabell 5.1-5.3 for årene 2001-2006 er hentet fra årsrapporter til Kongsberg Automotive og er basert på regnskapslovens oppstilling, mens tallene for 2007T er beregnet ved bruk av trailing.

5.3 "Trailing"

Ved regnskapsanalyse er det viktig å benytte de ferskeste tallene tilgjengelig for selskapet. Det er derfor viktig å innarbeide de siste kjente tallene for å gjennomføre en relevant regnskapsanalyse av et selskap. Børsnoterte selskap må i tillegg til årsregnskapet utarbeide kvartalsrapporter i henhold til børsforskriften av 17.januar 1994 nr.30. Dette betyr at hvis det foreligger kvartalsrapporter i etterkant av siste årsrapport bør disse bli tatt med i analysen. Den siste tilgjengelige årsrapporten som foreligger for Kongsberg Automotive er for 2006. I tillegg har det i løpet av 2007 blitt publisert tre kvartalsrapporter. Det vil si at siste rapporterte tall fra Kongsberg Automotive er per 30.09.2007 og dette danner grunnlaget for beregning av trailing årsregnskap 2007. For å utarbeide trailing resultat benytter man resultatene fra de fire siste kvartalene (Penman 2003), og vil gi følgende formel: $2007T = Q1_{2007} + Q2_{2007} + Q3_{2007} + Q4_{2006}$. Dette danner hovedgrunnlaget for 2007T, men i tillegg må man ta ut de unormale postene for kvartalet som ikke inngår i 2007. Unormale poster utgjør engangsgevinster/tap og er ikke relevant for påfølgende periode (år). Skattekostnaden i trailingåret blir beregnet ut fra en effektiv skattesats basert på skattekostnaden per tredje kvartal 2007 (se under).

$$SK = dss * DR + 0,15 + (FI + UFR) - 0,28 * FK$$

$$dss_t = \frac{SK - 0,15 * (FI_t + UFR_t) + 0,28 * FK_t}{DR_t}$$

I tillegg kan man også vekstjustere trailingresultatet dersom man ser at resultatet har vokst fra foregående år. Vekstjusteringen beregnes ved å dele 2007 tallene på tilsvarende perioder i 2006 og trekke fra en. Prosentsatsen man da får representerer veksten for 2007. I beregningen av 2007T resultatet er normale poster vektjustert, mens unormale poster kun representerer tall fra 2007 (se tabell 5.4). Trailing balanse er lik balansen for siste kjente kvartal og vil si at 2007T balanse for Kongsberg Automotive er lik $Q3_{2007}$.

Trailing resultat for Kongsberg Automotive:

| Trailing Resultat | | | | | | | |
|--|-----------------------|-----------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | Q1-Q3 2007 | Q1-Q3 2006 | 2006 | Justering | 2007T | VEKST | 2007T |
| DRIFTSINTEKTER | 2.338.400 | 2.060.400 | 2.863.400 | 0,135 | 3.141.400 | 108.345 | 3.249.745 |
| Driftskostnader: | | | | | | | |
| Forbruk av varer | 1.087.958 | 959.585 | 1.348.600 | 0,134 | 1.476.973 | 52.042 | 1.529.016 |
| Beholdning varer i arbeid og ferdigvarer | 29.042 | 25.615 | 36.000 | 0,134 | 39.427 | 1.389 | 40.816 |
| Lønn og sosiale kostnader | 667.800 | 528.900 | 755.500 | 0,263 | 894.400 | 59.510 | 953.910 |
| Andre driftkostnader | 298.000 | 265.600 | 348.200 | 0,122 | 380.600 | 10.076 | 390.676 |
| Ordinære avskrivninger varige driftsmidler | 67.700 | 64.300 | 88.500 | 0,053 | 91.900 | 1.280 | 93.180 |
| Ordinære avskrivninger immaterielle eiendeler | 17.100 | 8.400 | 10.800 | 1,036 | 19.500 | 2.486 | 21.986 |
| Sum driftskostnader | 2.167.600 | 1.852.400 | 2.587.600 | 0,170 | 2.902.800 | | 3.029.583 |
| Nedskrivninger - varige og immaterielle | - | - | - | | - | | - |
| Andre unormale poster | - | - | - | | - | | - |
| DRIFTSRESULTAT | 170.800 | 208.000 | 275.800 | | 238.600 | | 220.162 |
| Finansposter: | | | | | | | |
| Finansinntekter | 4200 | 1700 | 2500 | | 5.000 | | 5.000 |
| Unormale finansinntekter | 36400 | 7400 | 5300 | | 36.400 | | 36.400 |
| Finanskostnader | 20200 | 26890 | 37000 | | 30.310 | - | 30.310 |
| Unormale finanskostnader | - | 24710 | 33300 | | - | | - |
| Netto finansposter | 20.400 | (42.500) | (62.500) | | 11.090 | | 11.090 |
| ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD | 191.200 | 165.500 | 213.300 | - | 249.690 | - | 231.252 |
| Skattekostnad på ordinært resultat | 51.600 | 45.300 | 57.500 | | 72.306 | (5.763) | 66.542 |
| ÅRSRESULTAT | 139.600 | 120.200 | 155.800 | - | 177.384 | | 164.710 |

Tabell 5.4: Trailing resultat for Kongsberg Automotive

5.4 Omgruppering av finansregnskapet

Regnskapsloven og god regnskapskikk fokuserer på en kreditororientert oppstillingsplan. Siden denne analysen skal bli utført basert på en investororientert analyse med fokus på verdiskapning og verdiutredning er det nødvendig å omgruppere dataene. En omgruppering av regnskapet endrer ikke regnskapstallene, men gir et bedre utgangspunkt for å måle rentabiliteten til egenkapitalen og identifisere de underliggende kildene til vekst i egenkapital rentabiliteten (Knivsflå 2007). Etter at omgrupperingen er gjennomført vil regnskapstallene være klare for analyse, justering av målefeil og analyse av forholdstall (risiko).

Omgrupperingen av regnskapstallene vil bestå av fire steg (Penman 2003)

5.4.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte

Etter regnskapslovens § 6-2 skal foreslått utbytte klassifiseres som kortsiktig gjeld fordi det skal betales ut til eierne (Den norske Revisorforening 2006). Gjeld kan bli definert som: krav, legale eller driftsrelaterte, som forventes å føre til økonomisk ulemper for virksomheten i fremtiden (Knivsflå 2007). Fra et investororientert perspektiv er det ikke ønskelig at avsatt utbytte blir klassifisert som gjeld. Avsatt utbytte er ikke å betrakte som en gjeld siden det er eierne av selskapet som mottar utbyttebetalingene fra selskapet og i følge denne klassifiseringen vil eierne skyldte penger til seg selv. Selskapet vil derfor ikke ha noen juridisk forpliktelse til å betale ut utbytte. Basert på denne loven er det foretatt en omgruppering av det avsatte utbytte i Kongsberg Automotive for regnskapsårene 2001-2003.

Som nevnt tidligere gikk Kongsberg Automotive over til å føre regnskapet basert på IFRS i 2005. Som følge av denne overgangen har selskapet rapportert tall basert på IFRS fra og med regnskapsåret 2004 (Kongsberg Automotive 2006). I følge de internasjonale regnskapsstandardene skal ikke foreslått utbytte klassifiseres som kortsiktig gjeld, og det er dermed ikke nødvendig å omgruppere det avsatte utbyttet for disse årene. I tabell 5.5 på neste side vises det hvordan endringene i klassifiseringen av avsatt skatt påvirker regnskapet til Kongsberg Automotive.

(Beløp i NOK 1.000)

| ENDRING I EGENKAPITAL | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Egenkapital 01.01 inkl. avsatt utbytte | 179.309 | 138.653 | 120.122 | 163.995 | 390.280 | 489.500 | 548.200 |
| + Årsresultat | 22.755 | 33.791 | 56.372 | 244.863 | 177.810 | 155.800 | 164.710 |
| + Dirty surplus | (12.666) | (33.602) | 17.751 | 13.422 | (4.590) | 13.400 | (135.310) |
| - Betalt utbytte | - | - | 30.000 | 6.000 | - | 66.400 | 54.200 |
| + Netto kapitalinnskudd | (50.745) | (18.720) | (250) | (26.000) | (74.000) | (44.100) | 3.100 |
| = Egenkapital 31.12 inkl. avsatt utbytte | 138.653 | 120.122 | 163.995 | 390.280 | 489.500 | 548.200 | 526.500 |

Tabell 5.5: Endring i egenkapital for perioden 2001-2007T

I tabellen over er det en oversikt over egenkapitalen inklusive avsatt utbytte for årene 2001-2007T. Når det gjelder posene står dirty surplus for inntekter og utgifter som er blitt ført direkte mot egenkapitalen. Siden regnskapet for 2003 er basert på NGAAP og regnskapet i 2004 er basert på IFRS forekommer det en inkonsistens mellom den utgående egenkapitalen for 2003 og inngående egenkapitalen for 2004 (se vedlegg 1 for rapportert endring i EK for hele perioden). For å få endringene i egenkapitalen konsistent er avviket ført som dirty surplus i løpet av 2004. For andre tall som inngår i dirty surplus henvises det til vedlegg 1. For de andre postene i tabellen viser betalt utbytte den faktiske summen som er betalt til eierne, mens netto kapitalinnskudd reflekterer i hovedsak transaksjoner som konsernbidrag og kjøp av egne aksjer.

Et annet viktig element for videre regnskapsanalyse er netto betalt utbytte som reflekterer eierens netto kapitaluttak. Denne posten finner vi ved å legge sammen utbytte og netto kapitalinnskudd som vist i tabell 5.6 under

(Beløp i NOK 1.000)

| NETTO BETALT UTBYTTE | 2.001 | 2.002 | 2.003 | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2007T |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| Betalt utbytte | - | - | 30.000 | 6.000 | - | 66.400 | 54.200 |
| - Netto kapitalinnskudd | (50.745) | (18.720) | (250) | (26.000) | (74.000) | (44.100) | 3.100 |
| = Netto betalt utbytte | 50.745 | 18.720 | 30.250 | 32.000 | 74.000 | 110.500 | 51.100 |

Tabell 5.6: Endring i egenkapital for perioden 2001-2007T

5.4.2 Steg 2: Kartlegging av "dirty surplus"

Egenkapitalen kan endre seg på to måter. Enten gjennom opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet eller kapitalendringer. Når selskapet fører kostnader og inntekter direkte mot egenkapitalen i stedet for å føre det som et resultatelement (dirty surplus) er det et brudd på kongruensprinsippet i regnskapsloven. Regnskapsloven § 4-3 sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres (Den norske Revisorforening 2006), men det finnes også lovlig unntak som ved korrigerende av feil i tidligere årsregnskap og ved endring av regnskapsprinsipper. Det kan også forekomme "hidden dirty surplus" som verken inngår i resultatoppstillingen eller som er ført direkte mot egenkapitalen som i så fall kan klassifiseres som målefeil (Knivsflå 2007).

Kongsberg Automotive har inntekter og kostnader som er ført direkte mot egenkapitalen. Disse postene er omgruppert og ført som er resultatelement. Dette gjelder i hovedsak omregningsdifferanser og virkninger av overgang fra NGAAP til IFRS. Tabell 5.7 viser hvordan denne posten påvirker selskapets regnskapstill

(Beløp i NOK 1.000)

| | FULLSTENDIG NETTORESULTAT | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|----------------------------------|---------------|-------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| | Årsresultat | 22.755 | 33.791 | 56.372 | 244.863 | 177.810 | 155.800 | 164.710 |
| + | Dirty surplus | (12.666) | (33.602) | 17.751 | 13.422 | (4.590) | 13.400 | (135.310) |
| = | Fullstendig nettoresultat | 10.089 | 189 | 74.123 | 258.285 | 173.220 | 169.200 | 29.400 |

(Beløp i NOK 1.000)

| | ÅR | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Egenkapital 01.01 inkl. avsatt utbytte | 179.309 | 138.653 | 120.122 | 163.995 | 390.280 | 489.500 | 548.200 |
| + | Fullstendig nettoresultat | 10.089 | 189 | 74.123 | 258.285 | 173.220 | 169.200 | 29.400 |
| - | Netto betalt utbytte | 50.745 | 18.720 | 30.250 | 32.000 | 74.000 | 110.500 | 51.100 |
| = | Egenkapital 31.12 inkl. avsatt utbytte | 138.653 | 120.122 | 163.995 | 390.280 | 489.500 | 548.200 | 526.500 |

Tabell 5.7: Fullstendig nettoresultat

5.4.3 Steg 3: Skille mellom normale og unormale poster

Siden det blir foretatt en verdsettelse av selskapet vil det være viktig å skille mellom de normale og de unormale postene. Normale poster er poster som er varige eller permanente og vil dermed være relevant for den fremtidige verdiskapningen til selskapet. De unormale postene er derimot poster som er å betrakte som engangs- eller få-gangs poster og vil derfor ikke være relevant for den fremtidige utviklingen til selskapets inntjening og egenkapitalrentabilitet.

Unormale poster kan klassifiseres som ekstraordinære poster, diskontinuerlige poster og andre unormale poster. Når det gjelder de ekstraordinære postene opererer regnskapsloven med strenge krav for hva som skal kunne regnskapsføres som ekstraordinære poster, noe som i praksis betyr at svært få poster blir klassifisert som ekstraordinære. Diskontinuerlige poster gjelder salg eller avvikling av selskap og er derfor lite aktuelt for selskapet framtidige utvikling (Knivsflå 2007). Andre unormale poster er poster som ikke inngår i de to første postene.

For Kongsberg automotive er det registrert unormale poster for alle år utenom 2001. Året det er registrert størst beløp i unormale poster er for regnskapsåret 2004. Dette skyldes overgangen fra NGAAP til IFRS og effekten vises i vedlegg 2. Andre unormale postene relaterer seg til dirty surplus, unormal driftskatt, gevinst eller tap ved salg av finansielle eiendeler for å nevne noen.

(Beløp i NOK 1.000)

| | UNORMALT FINANSRESULTAT | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|---------------------------------------|------|---------|-------|----------|---------|----------|--------|
| | Unormale finansinntekter | - | - | 2.241 | - | 15.086 | 5.300 | 36.400 |
| | Unormale finanskostnader | - | 3.522 | 1.886 | 10.987 | 22.400 | 33.300 | - |
| = | Unormalt finansresultat | - | (3.522) | 355 | (10.987) | (7.314) | (28.000) | 36.400 |
| - | 15 % skatt på unormalt finansresultat | - | (528) | 53 | (1.648) | (1.097) | (4.200) | 5.460 |
| | Ekstraordinært netto finansresultat | - | - | - | - | - | - | - |
| | Finansielt dirty surplus | - | - | - | (3.550) | (2.320) | - | - |
| = | Unormalt netto finansresultat | - | (2.994) | 302 | (12.889) | (8.537) | (23.800) | 30.940 |

Tabell 5.8: Unormalt finansresultat

Ved beregningen av unormalt netto finansresultat er det benyttet en skattesats på 15%. Tabell 5.8 viser at det unormale netto finansresultatet i løpet av perioden som vil bli trukket ut fra regnskapet under justeringene.

Det er også viktig å se på det unormale driftsresultatet i løpet av perioden. For å beregne det må man også beregne driftskattesatsen for selskapet.

$$dss_t = \frac{SK - 0,15 * (FI_t - FK_t) - 0,28 * (UFI_t - UFK_t)}{DR_t + UDR_t}$$

Hvor SK = rapportert skattekostnad, FI = finansinntekter, FK = finanskostnader, UFI = unormale finansinntekter, UFK = unormale finanskostnader, DR = driftsresultat og UDR = unormalt driftsresultat.

Den normaliserte driftskattesatsen er beregnet ved å bruke gjennomsnittet av driftskattesatsen for alle årene i analyseperioden. Hvis man da tar avviket mellom dette gjennomsnittet og driftskattesatsen år for år finner man den unormale driftskattesatsen for hvert år. Se tabell 5.9 under.

(Beløp i NOK 1.000)

| | UNORMAL DRIFTSSKATTESATS | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| | Faktisk driftsskattesats | 0,3230 | 0,3127 | 0,3697 | 0,2106 | 0,2615 | 0,2599 | 0,3126 |
| - | Normalisert driftsskattesats | 0,2929 | 0,2929 | 0,2929 | 0,2929 | 0,2929 | 0,2929 | 0,2929 |
| = | Unormal driftsskattesats | 0,0301 | 0,0198 | 0,0768 | -0,0822 | -0,0313 | -0,0329 | 0,0197 |

Tabell 5.9: Unormalt driftskattesats

Etter å ha gjennomført beregningene av den unormale driftskattesatsen vil det være mulig å beregne det unormale netto driftsresultatet for Kongsberg Automotive i perioden se tabell 5.10

(Beløp i NOK 1.000)

| | UNORMALT DRIFTSRESULTAT | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|---|-----------------|-----------------|--------------|----------------|--------------|---------------|------------------|
| | Unormale driftsinntekter | - | - | - | 104.039 | - | - | - |
| - | Unormale driftskostnader | - | - | - | (1.409) | - | - | - |
| = | Unormalt driftsresultat før skatt | - | - | - | 102.630 | - | - | - |
| - | (dss%) skatt på unormalt driftsresultat | - | - | - | 21.616 | - | - | - |
| + | Unormalt nettoresultat tilknyttet selskap | - | - | - | - | - | - | - |
| + | Ekstraordinært netto driftsresultat | - | - | - | - | - | - | - |
| + | Driftsrelatert dirty surplus | (12.666) | (33.602) | 17.751 | 16.972 | (2.270) | 13.400 | (135.310) |
| - | Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat | 1.786 | 1.513 | 9.028 | (21.122) | (9.154) | (9.086) | 4.342 |
| = | Unormalt netto driftsresultat | (14.452) | (35.115) | 8.723 | 119.108 | 6.884 | 22.486 | (139.652) |

Tabell 5.10: Unormalt driftsresultat

Det unormale driftsresultatet for periodene er stort sett relatert til driftsrelatert dirty surplus. Dirty surplus er stort sett driftsrelatert selv om det forekommer finansiell dirty surplus (som nevnt tidligere). Det er kun i 2004 at det oppstår unormale driftsinntekter og driftskostnader. Disse er relatert til effekten ved at selskapet går over fra NGAAP til IFRS (se vedlegg 2).

I fundamental regnkapsanalyse er det normaliserte nettoresultatet til egenkapital en viktig betegnelse. For å komme frem til det normaliserte nettoresultatet trekker man ut det unormale netto driftsresultatet og det unormale netto finansresultatet. Det normaliserte nettoresultatet er mer relevant for framskrivning og vises i tabell 5.11 under.

(Beløp i NOK 1.000)

| NORMALISERT NETTORESULTAT TIL EK | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|----------|----------|--------|----------|---------|----------|-----------|
| Fullstendig nettoresultat til egenkapital | 10.089 | 189 | 74.123 | 258.285 | 173.220 | 169.200 | 29.400 |
| - Unormalt netto driftsresultat | (14.452) | (35.115) | 8.723 | 119.108 | 6.884 | 22.486 | (139.652) |
| - Unormalt netto finansresultat | - | (2.994) | 302 | (12.889) | (8.537) | (23.800) | 30.940 |
| = Normalisert nettoresultat til egenkapital | 24.541 | 38.298 | 65.098 | 152.066 | 174.873 | 170.514 | 138.112 |

Tabell 5.11: Normalisert nettoresultat til egenkapital

5.4.4 Steg 4: Drift kontra finansiering

I investeringsorientert analyse ønsker man å skille mellom drift/drift investeringer og finans/finansiell investeringer for å finne ut hvor stor avkastningen det er på driften, og hvor mye finansieringen koster (Knivsflå 2007). Det er derfor interesse for å skille klart mellom hva som er driftskapital og finansiell kapital i stedet for den vanlige balanseinndelingen hvor eiendeler tilhører anleggs- eller omløpsmidler og gjeld er enten kortsiktig eller langsiktig. Når man omgrupperer balansen kan man skille mellom tre ulike metoder:

1. Totalkapital, hvor totalbalansen grupperes fra en kreditororientert balanse til en investor orientert balanse med fokus på drift kontra finansiering. Totalkapitalen= egenkapital + minoritetsinteresser + driftsrelatert gjeld + finansiell gjeld. I moderne teori og regnskapsanalyse og verdsettelse blir denne metoden ansett som mindre relevant enn de to andre som blir beskrevet under. Det er derfor ikke lagt vekk på denne metoden seinere i analysen (Knivsflå 2007).
2. Sysselsett kapital: Sysselsatt kapital er den kapitalen som kommer fra eiere og finansielle långivere. Den sysselsatte kapitalen får man på følgende måte: egenkapital + minoritetsinteresser + finansiell gjeld. I denne omgrupperingsmetoden er netto driftseiendeler fratrukket driftsrelatert gjeld. Den driftsrelaterte gjelden består av poster som er nært knyttet opp til driften av selskapet og kan derfor betraktes som en korreksjon til selskapets driftseiendeler (Knivsflå 2007). Omgruppering basert på sysselsatt kapital vises i tabell 5.26 lenger bak i oppgaven, og inkluderer justerte verdier.
3. Netto driftskapital: Netto driftskapital refererer til den kapitalen som er investert i driften av selskapet og ikke de finansielle eiendelene. Netto driftskapital identifiseres på følgende måte: egenkapitalen + minoritetsinteresser + netto finansiell gjeld. I denne omgrupperingsmetoden blir de finansielle eiendelene trukket subtrahert med den finansielle gjelden. De finansielle eiendelene betraktes som overskuddslikvider som

selskapet besitter utover den likviditeten som selskapet har for å drive virksomheten (Knivsflå 2007). Omgruppering basert på netto driftskapital vises i tabell 5.27 lenger bak i oppgaven, og inkluderer justerte verdier.

Når det gjelder resultatoppstillingen skiller den vanlige regnskapsoppstillingen mellom drift og finansiering. I både års- og kvartalsrapporter er det delt opp i henholdsvis driftsresultat og finansresultat, men her kan det allikevel være driftsrelaterte poster som inngår i finansresultatet og finansrelaterte poster som inngår i driftsresultatet.

Når man omgrupperer så kan det være vanskelig å definere hvilke poster skattekostnaden er fordelt på. Det følger en oversikt under i tabell 5.12 under.

(Beløp i NOK 1.000)

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|--------|--------|--------|----------|---------|---------|--------|
| FORDELING AV SKATTEKOSTNAD | | | | | | | |
| Rapportert skattekostnad | 11.492 | 16.667 | 35.993 | 61.951 | 62.503 | 57.500 | 66.542 |
| - Skatt på finansinntekt | 745 | 476 | 418 | 515 | 391 | 375 | 750 |
| + Skatt på finanskostnad | 8.395 | 7.116 | 7.930 | 12.629 | 13.213 | 10.360 | 8.487 |
| - Skatt på unormalt driftsresultat | - | - | - | 21.616 | - | - | - |
| - Skatt på unormalt finansresultat | - | (528) | 53 | (1.648) | (1.097) | (4.200) | 5.460 |
| - Unormal skatt på normalt driftsresultat | 1.786 | 1.513 | 9.028 | (21.122) | (9.154) | (9.086) | 4.342 |
| = Normal driftsskattekostnad | 17.356 | 22.323 | 34.424 | 75.219 | 85.577 | 80.771 | 64.477 |

Tabell 5.11: Normalisert nettoresultat til egenkapital

5.5 Analyse og justering av målefeil

Målet med å justere målefeil i det omgrupperte regnskapet er for å bevege seg mot en verdibasert regnskapsføring som reflekterer de underliggende forholdene bedre (White, Sondi & Fried 2003). Grunnen er at målefeil fører til at rapporterte regnskapstall avviker fra det selskapene selv rapporterer.

Det finnes tre typer av målefeil. Målefeil av type 1 er avviket mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring. Det er aktuelt å benytte verdibasert regnskapsføring når det finnes objektive estimat på virkelig verdi, for eksempel for finansielle eiendeler og gjeld siden disse omsettes i et likvid marked. Korrekt historisk kost bør benyttes når det ikke finnes pålitelige estimat på virkelig verdi, spesielt ved driftsrelaterte eiendeler og gjeld. Målefeil av type 2 er målefeil mellom regnskapsføring etter regnskapsloven og GRS og korrekt historisk kost. Feil av type 2 kommer ofte som følge av ulik periodisering for balanseføring og bruk av ulike

avskrivningsmetoder. Feil av type 3 kalles kreativ regnskapsføring og er målefeil mellom rapporterte regnskapstall og de tallene som skulle vært rapportert etter GRS. Kreativ regnskapsføring kan blant annet oppstå som følge av at det blir brukt en annen periodisering enn det som følger av GRS, som for eksempel for tidlig driftsinntektsføring. Andre metoder som kan nevnes er føring av fiktive driftsinntekter og NDE, engangsgevinster i NRE, og å flytte driftsinntekter fram og tilbake (Knivsfå 2007).

5.5.1 Aktuelle justeringer

Nedenfor blir det drøftet ulike justeringer som blir foretatt av selskapets finansregnskap.

5.5.1.1 Justering av Goodwill

Goodwill ved oppkjøp vil vanligvis være en eiendel med avgrenset levetid, og som dermed bør avskrives. Men siden egenutviklet goodwill ikke blir balanseført, kan det argumenteres for at kjøpt goodwill ikke bør avskrives for å veis opp målefeilen (Knivsfå 2007). På grunn av dette blir goodwill avskrivninger for Kongsberg Automotive.

Når regnskap føres basert på IFRS blir ikke goodwill avskrevet, men nedskrives hvis bokført verdi er høyere enn virkelig verdi. Aktuelle perioder for justeringen av goodwill blir da 2001-2003 siden 2004 til 2007T er basert på IFRS.

| Justering av Goodwill | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Rapportert Goodwill 31.12 | 18.058 | 16.744 | 12.026 | 249.422 | 264.128 | 412.276 | 414.100 | 368.700 |
| Tilbakeført akkumulert + avskrivning | 13.894 | 17.600 | 21.400 | 24.873 | - | - | - | - |
| + Tilbakeført ordinær avskrivning | 3.656 | 3.594 | 3.473 | 9.852 | - | - | - | - |
| = Justert Goodwill | 35608 | 37.938 | 36.899 | 284.147 | 264.128 | 412.276 | 414.100 | 368.700 |

Tabell 5.12: Justering av Goodwill

Tilbakeføringen av goodwill er basert på rapportert goodwill per 31.12. De tilbakeførte verdiene er basert på de ordinære avskrivningene for det aktuelle året i tillegg til de akkumulerte avskrivningene.

Tilbakeføringen av avskrivningene gir følgende endringer i balansen:

| Tilbakeføring av goodwillavskrivninger | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|------|------|------|-------|
| - | Netto driftseiendeler før skatt | 17.550 | 21.194 | 24.873 | 34.725 | - | - | - | - |
| - | Utsatt skatt (ndss) | 5.140 | 6.207 | 7.284 | 10.170 | - | - | - | - |
| = | Netto driftseiendeler | 12.410 | 14.987 | 17.589 | 24.555 | - | - | - | - |
| | Egenkapital | 12.410 | 14.987 | 17.589 | 24.555 | - | - | - | - |

Tabell 5.13: Virkning av tilbakeføring av goodwillavskrivninger i balansen

Virkningen av tilbakeføringen av goodwill på resultatregnskapet:

| Tilbakeføring av goodwillavskrivninger | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--|--------------------------------------|------|-------|-------|-------|----------|------|------|-------|
| | Fullstendig driftsresultat (endring) | - | 3.644 | 3.679 | 9.852 | (34.725) | - | - | - |
| - | Driftsrelatert skattekostnad | - | 1.067 | 1.077 | 2.885 | (10.170) | - | - | - |
| = | Fullstendig netto driftsresultat | - | 2.577 | 2.602 | 6.967 | (24.555) | - | - | - |

Tabell 5.14: Virkning av tilbakeføring av goodwillavskrivninger på resultatregnskapet

5.5.1.2 Justering av pensjonskostnader

Netto pensjonskostnader blir balanseført til estimert virkelig verdi fratrukket ikke-balanseførte krav, der det ikke balanseførte kravet blir periodisert over tid. Når man ikke benytter seg av virkelig verdi, blir det mindre svingninger i pensjonskostnadene (Johnsen og Kvaal 2004)

Pensjonkravene til Kongsberg Automotive er vurdert til nåverdi, mens pensjonsmidlene er vurdert til nominell verdi. Begge beløpene bør være vurdert til nåverdi, og pensjonskostnadene bør være lik endringen i periodens nåverdi. Kongsberg Automotive bruker balanseførte og ikke avskrevne utjevningreserver som knytter seg til forskjellen mellom virkelig verdi og forventet avkastning på pensjonsmidlene, samt endring estimerer og pensjonsplaner. Men det kan også argumenteres for at "smoothing" er en metode å justere for unormale forhold ved svingninger i pensjonsmidler. Det er derfor et kompromiss å justere for nett pensjonskrav til virkelig verdi i balansen, men la virkningen av å tilbakeføre "smoothing" på netto driftsresultatet være unormal

| Justering av pensjon | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|----------------------|---------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | Virkelig verdi av pensjonskrav | 36.055 | 37.685 | 39.594 | 54.149 | 37.759 | 43.080 | 31.100 | - |
| - | Virkelig verdi av pensjonsfond | 29.653 | 30.004 | 30.574 | 31.487 | 15.797 | 16.708 | - | - |
| = | Netto pensjonskrav til virkelig verdi | 6.402 | 7.681 | 9.020 | 22.662 | 21.962 | 26.372 | 31.100 | - |
| - | Ikke balanseført gjeld pga smoothing | 8.677 | 8.330 | 7.459 | 18.453 | 203 | 3.912 | 2.900 | 2.900 |
| | Balanseført netto pensjonskrav | (2.275) | (649) | 1.561 | 4.209 | 21.759 | 22.460 | 28.200 | 2.900 |

Tabell 5.15: Justering av pensjoner

Virkningen av justeringen av pensjoner gir følgende endringer i balansen:

| Virkning på: | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---------------------------------|---------|---------|---------|----------|-------|---------|---------|---------|
| Netto driftseiendeler før skatt | (8.677) | (8.330) | (7.459) | (18.453) | (203) | (3.912) | (2.900) | (2.900) |
| - Utsatt skatt (ndss) | (2.541) | (2.440) | (2.184) | (5.404) | (59) | (1.146) | (849) | (849) |
| = Netto driftseiendeler | (6.136) | (5.890) | (5.275) | (13.049) | (144) | (2.766) | (2.051) | (2.051) |
| Egenkapital | (6.136) | (5.890) | (5.275) | (13.049) | (144) | (2.766) | (2.051) | (2.051) |

Tabell 5.16: Virkningen av pensjonsjusteringer på balansen

Virkningen av justeringen av pensjoner gir følgende endringer i resultatregnskapet:

| Virkning på: | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---------------------------------|------|------|------|----------|--------|---------|-------|-------|
| Unormalt driftsresultat | - | 347 | 871 | (10.994) | 18.250 | (3.709) | 1.012 | - |
| - Endring i utsatt skatt (ndss) | - | 102 | 255 | (3.220) | 5.345 | (1.086) | 296 | - |
| = Unormalt netto driftsresultat | | 246 | 615 | (7.774) | 12.905 | (2.623) | 716 | |

Tabell 5.17: Virkningen av pensjonsjusteringer på resultatregnskapet

5.5.1.3 Justering av netto utsatt skatt

Netto utsatt skatt, som er betegnelsen på utsatt skatt minus utsatt skattefordel, er rapportert til virkelig verdi i balansen. Balanseføringen til nominell verdi innebærer en undervurdering av eiendelene noe som vil si at egenkapitalen blir overvurdert da den nominelle verdien ikke tar hensyn til verdiforringende verdielement (Knivsflå 2007). Hos Kongsberg Automotive får man en undervurdering av egenkapitalen ved utsatt skatt og derfor bør den justeres til diskontert verdi

$$NUS_t^* = \frac{gss}{gss * ndi} + NUS_t$$

gss = gjennomsnittlig saldosats

ndi = beste estimat på underliggende internrente fra driften etter skatt

Balansen til Kongsberg Automotive er i all hovedsak basert på Machinery and Equipment. Basert på avskrivningsattsene for saldogruppen disse driftsmidlene kommer under blir gjennomsnittlig saldosats beregnet til 26 %. Den underliggende internrente som blir benyttet er 7 %. Dette gjør at den netto utsatt skattefordel faktor er på 0,7.

| Utsatt Skatt | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|--|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| Utsatt skatt | 10.863 | 10.391 | 15.771 | 29.070 | 32.735 | 36.987 | 44.400 | 41.100 |
| Utsatt skattefordel | 9.618 | 9.472 | 20.142 | 18.809 | 54.752 | 52.558 | 53.600 | 54.400 |
| Netto utsatt skatt | 1.245 | 919 | (4.371) | 10.261 | (22.017) | (15.571) | (9.200) | (13.300) |
| Virkning av tilbakeføring av Goodwill | 5.140 | 6.207 | 7.284 | 10.170 | - | - | - | - |
| Virkning av justert netto pensjonskrav | (2.541) | (2.440) | (2.184) | (5.404) | (59) | (1.146) | (849) | (849) |
| Netto utsatt driftsskatt | 3.844 | 4.686 | 729 | 15.026 | (22.076) | (16.717) | (10.049) | (14.149) |
| Justeringsfaktor | 0,6970 | 0,6970 | 0,6970 | 0,6970 | 0,6970 | 0,6970 | 0,6970 | 0,6970 |
| Justert netto utsatt driftsskatt | 2.679 | 3.266 | 508 | 10.473 | (15.387) | (11.651) | (7.004) | (9.862) |

Tabell 5.18: Utsatt skatt

Virkningen av å justere for netto pensjonskrav og finansielle eiendeler er lagt til bokført utsatt skatt for å finne estimerte virkelig verdi på utsatt skatt. Selve virkningen går mot egenkapitalen.

| Virkning på | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---------------------------------|-------|-------|------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Netto driftseiendeler før skatt | 1.165 | 1.420 | 221 | 4.553 | (6.690) | (5.066) | (3.045) | (4.288) |
| - Finansielle eiendeler | - | - | - | - | - | - | - | - |
| = Egenkapital | 1.165 | 1.420 | 221 | 4.553 | (6.690) | (5.066) | (3.045) | (4.288) |
| Finansiell gjeld | | - | - | - | - | - | - | - |

Tabell 5.19: Virkning i balansen

Den resultatmessige konsekvensen tilsvarer årets endring i utsatt skattsom følge av justering:

| Virkning på | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|----------------------------------|------|------|---------|-------|----------|-------|-------|---------|
| Unormalt netto driftsresultat | - | 255 | (1.199) | 4.333 | (11.243) | 1.624 | 2.020 | (1.242) |
| - Unormalt netto finansresultat | - | - | - | - | - | - | - | - |
| = Unormalt netto resultat til EK | - | 255 | (1.199) | 4.333 | (11.243) | 1.624 | 2.020 | (1.242) |

Tabell 5.20: Virkning på resultatet

5.5.1.4 Oppsummering av justeringer

For Kongsberg Automotive er det valgt å gjennomføre 3 ulike justeringer av regnskapet:

- 1) Tilbakeføring av avskrivning på Goodwill
- 2) Netto pensjonskrav til virkelig verdi
- 3) Netto utsatt skatt til diskontert verdi

| 1) Nettoresultat | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Virkning av å tilbakeføre avskrivning på Goodwill | - | 2.577 | 2.602 | 6.967 | - | - | - | - |
| + Virkning av å justere netto pensjonskrav | - | 245 | 616 | (7.774) | 12.905 | (2.623) | 716 | - |
| + Virkning av å justere netto utsatt skatt | - | 255 | (1.199) | 4.333 | (11.243) | 1.624 | 2.020 | (1.242) |
| = Virkning på fullstendig nettoresultat til EK | - | 3.078 | 2.018 | 3.525 | 1.662 | (999) | 2.736 | (1.242) |

Tabell 5.21: Oppsummering av justeringer på nettoresultatet

| 2) Egenkapital | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Virkning av å tilbakeføre avskrivning på Goodwill | 12.410 | 14.987 | 17.589 | 24.555 | - | - | - | - |
| + Virkning av å justere netto pensjonskrav | (6.136) | (5.890) | (5.275) | (13.049) | (144) | (2.766) | (2.051) | (2.051) |
| + Virkning av å justere netto utsatt skatt | 1.165 | 1.420 | 221 | 4.553 | (6.690) | (5.066) | (3.045) | (4.288) |
| = Virkning på Egenkapital | 7.439 | 10.517 | 12.535 | 16.060 | (6.833) | (7.832) | (5.096) | (6.338) |

Tabell 5.22: Oppsummering av justeringer av balansen

5.6 Omgruppert og justert finansregnskap**Virkningen av omgruppering og justering på resultatregnskapet**

| Virkning på Resultatregnskapet | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---|---------------|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Omgruppert driftsresultat fra egen virksomhet | 59.264 | 76.224 | 117.545 | 256.844 | 292.210 | 275.800 | 220.162 |
| + Tilbakeføring av avskrivning av Goodwill | 3.644 | 3.679 | 9.852 | (34.725) | - | - | - |
| = Omgruppert og justert driftsresultat fra egen virksomhet | 62.908 | 79.903 | 127.397 | 222.119 | 292.210 | 275.800 | 220.162 |
| - Omgruppert driftsrelatert skattekostnad | 17.356 | 22.323 | 34.424 | 75.219 | 85.577 | 80.771 | 64.477 |
| - Endring i utsatt skatt pga tilbakeføring av avskrivning på goodwill | 1.067 | 1.077 | 2.885 | (10.170) | - | - | - |
| = Omgruppert og justert netto driftsresultat fra egen virksomhet | 44.485 | 56.503 | 90.087 | 157.069 | 206.633 | 195.029 | 155.685 |
| + Omgruppert nettoresultat fra tilknyttet virksomhet | - | - | - | - | - | - | - |
| = Omgruppert og justert netto driftsresultat | 44.485 | 56.503 | 90.087 | 157.069 | 206.633 | 195.029 | 155.685 |
| + Omgruppert netto finansinntekt | 4.220 | 2.695 | 2.369 | 2.916 | 2.217 | 2.125 | 4.250 |
| = Omgruppert og justert nettoresultat til sysselsett kapital | 48.705 | 59.198 | 92.456 | 159.985 | 208.850 | 197.154 | 159.935 |
| - Omgruppert netto finanskostnad | 21.587 | 18.299 | 20.392 | 32.474 | 33.978 | 26.640 | 21.823 |
| - Omgruppert netto minoritetsresultat | - | - | - | - | - | - | - |
| = Omgruppert og justert nettoresultat til egenkapital | 27.118 | 40.899 | 72.065 | 127.510 | 174.873 | 170.514 | 138.112 |
| + Omgruppert unormalt netto driftsresultat | (14.452) | (35.115) | 8.723 | 119.108 | 6.884 | 22.486 | (139.652) |
| + Justert unormalt netto driftsresultat | 501 | (583) | (3.442) | 1.662 | (999) | 2.736 | (1.242) |
| + Omgruppert unormalt netto finansresultat | - | (2.994) | 302 | (12.889) | (8.537) | (23.800) | 30.940 |
| + Justert unormalt netto finansresultat | - | - | - | - | - | - | - |
| = Omgruppert og justert fullstendig nettoresultat til EK | 13.167 | 2.207 | 77.648 | 235.392 | 172.221 | 171.936 | 28.157 |

Tabell 5.23: Virkningen av omgrupperingen og justering på resultatet

I Tabell 5.23 er det en oversikt over omgrupperte og justerte verdier som påvirker resultatregnskapet. Verdiene i denne tabellen utgjør differansen mellom rapporterte verdier i års- og kvartalsrapporter og verdien i det omgrupperte og justerte resultatregnskapet.

Omgruppert og justert resultat for Kongsberg Automotive

| OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTAT | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|---------------------------------------|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | Driftsinntekter | 1.316.156 | 1.289.487 | 1.584.385 | 2.185.317 | 2.525.240 | 2.863.400 | 3.249.745 |
| - | Forbruk av varer | 649.861 | 628.107 | 754.544 | 1.007.332 | 1.126.894 | 1.348.600 | 1.529.016 |
| - | Beholdning varer i arbeid og ferdigvarer | (175) | (4.291) | (4.074) | (23.470) | 13.291 | 36.000 | 40.816 |
| - | Lønn og sosiale kostnader | 364.279 | 355.108 | 422.431 | 546.504 | 668.936 | 755.500 | 953.910 |
| - | Andre driftkostnader | 181.606 | 174.624 | 230.117 | 308.474 | 333.678 | 348.200 | 390.676 |
| - | Ordinære avskrivninger varige driftsmidler | 57.727 | 56.242 | 53.970 | 70.081 | 79.679 | 88.500 | 93.180 |
| - | Ordinære avskrivninger immaterielle eiendeler | (50) | (206) | - | 54.277 | 10.552 | 10.800 | 21.986 |
| = | Driftsresultat fra egen virksomhet | 62.908 | 79.903 | 127.397 | 222.119 | 292.210 | 275.800 | 220.162 |
| - | Driftsrelaterte skattekostnader | 18.423 | 23.400 | 37.310 | 65.050 | 85.577 | 80.771 | 64.477 |
| = | Netto driftsresultat fra egen virksomhet | 44.485 | 56.503 | 90.087 | 157.069 | 206.633 | 195.029 | 155.685 |
| + | Netto driftsresultat fra tilknyttet virksomhet | - | - | - | - | - | - | - |
| = | Netto driftsresultat | 44.485 | 56.503 | 90.087 | 157.069 | 206.633 | 195.029 | 155.685 |
| + | Netto finansinntekt | 4.220 | 2.695 | 2.369 | 2.916 | 2.217 | 2.125 | 4.250 |
| = | Nettoresultat til sysselsatt kapital | 48.705 | 59.198 | 92.456 | 159.985 | 208.850 | 197.154 | 159.935 |
| - | Netto finanskostnad | 21.587 | 18.299 | 20.392 | 32.474 | 33.978 | 26.640 | 21.823 |
| - | Netto minoritetsresultat | - | - | - | - | - | - | - |
| = | Nettoresultat til Egenkapital | 27.118 | 40.899 | 72.065 | 127.510 | 174.873 | 170.514 | 138.112 |
| + | Unormalt netto driftsresultat | (13.951) | (35.698) | 5.282 | 120.770 | 5.886 | 25.222 | (140.895) |
| + | Unormalt netto finansresultat | - | (2.994) | 302 | (12.889) | (8.537) | (23.800) | 30.940 |
| = | Fullstendig nettoresultat til EK | 13.167 | 2.207 | 77.648 | 235.392 | 172.221 | 171.936 | 28.157 |
| - | Netto betalt utbytte | 50.745 | 18.720 | 30.250 | 32.000 | 74.000 | 110.500 | 51.100 |
| = | Endring i EK | (37.578) | (16.513) | 47.398 | 203.392 | 98.221 | 61.436 | (22.943) |

Tabell 5.24: Omgruppert og justert regnskap for Kongsberg Automotive

Omgruppert og justert balanse for Kongsberg Automotive

| OMGRUPPERT BALANSE | NGAAP | NGAAP | NGAAP | IFRS* | IFRS | IFRS | IFRS |
|--|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2.001 | 2.002 | 2.003 | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2007T |
| Sum immaterielle eiendeler | 26.216 | 32.168 | 328.698 | 386.121 | 540.640 | 561.500 | 515.600 |
| Sum varige driftsmidler | 265.822 | 226.988 | 287.509 | 366.381 | 421.003 | 459.000 | 500.200 |
| Justeringer | 25.054 | 27.278 | 44.683 | 59 | 1.146 | 849 | 849 |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 317.092 | 286.434 | 660.890 | 752.561 | 962.789 | 1.021.349 | 1.016.649 |
| Varebeholdning | 96.352 | 90.441 | 127.690 | 186.443 | 179.138 | 220.700 | 260.200 |
| Fordringer | 236.936 | 223.791 | 373.995 | 503.635 | 466.466 | 622.400 | 605.900 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 333.288 | 314.232 | 501.685 | 690.078 | 645.604 | 843.100 | 866.100 |
| Driftsrelaterte eiendeler | 650.380 | 600.666 | 1.162.575 | 1.442.639 | 1.608.393 | 1.864.449 | 1.882.749 |
| Finansielle anleggsmidler: | 2.293 | 5.712 | 8.659 | 13.676 | 7.384 | 3.700 | 3.600 |
| Finanseille omløpsmidler: | 78.141 | 73.740 | 49.403 | 80.682 | 215.681 | 207.300 | 105.300 |
| Justeringer | - | - | - | - | - | - | - |
| Finansielle eiendeler | 80.434 | 79.452 | 58.062 | 94.358 | 223.065 | 211.000 | 108.900 |
| EIENDELER | 730.814 | 680.118 | 1.220.637 | 1.536.997 | 1.831.458 | 2.075.449 | 1.991.649 |
| Egenkapital | 138.653 | 120.122 | 163.995 | 390.280 | 489.500 | 548.200 | 526.500 |
| Justering | 10.517 | 12.535 | 16.060 | (6.833) | (7.832) | (5.096) | (6.338) |
| Egenkapital etter justering | 149.170 | 132.657 | 180.055 | 383.447 | 481.668 | 543.104 | 520.162 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | 143.583 | 139.459 | 183.017 | 269.238 | 282.381 | 396.900 | 366.400 |
| Justering | 14.537 | 14.743 | 28.623 | 6.893 | 8.978 | 5.945 | 7.188 |
| Justert langsiktig driftsrelatert gjeld | 158.120 | 154.202 | 211.640 | 276.131 | 291.359 | 402.845 | 373.588 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 146.063 | 116.229 | 184.634 | 217.686 | 181.128 | 172.700 | 189.400 |
| Driftsrelatert gjeld | 304.183 | 270.431 | 396.274 | 493.817 | 472.487 | 575.545 | 562.988 |
| Langsiktig finansiell gjeld | 277.461 | 277.030 | 597.942 | 560.281 | 644.425 | 812.000 | 759.700 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | - | - | 46.366 | 99.452 | 232.895 | 144.800 | 148.800 |
| Finansiell gjeld | 277.461 | 277.030 | 644.308 | 659.733 | 877.320 | 956.800 | 908.500 |
| SUM GJELD | 581.644 | 547.461 | 1.040.582 | 1.153.550 | 1.349.807 | 1.532.345 | 1.471.488 |
| SUM GJELD OG EGENKAPITAL | 730.814 | 680.118 | 1.220.637 | 1.536.996 | 1.831.475 | 2.075.449 | 1.991.649 |

Tabell 5.25: Omgruppert og justert balanse for Kongsberg Automotive

Sysselsatt Balanse

| SYSSELSATT BALANSE | NGAAP | NGAAP | NGAAP | IFRS* | IFRS | IFRS | IFRS |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
| Netto driftsrelaterte anleggsmidler | 158.972 | 132.232 | 449.250 | 476.431 | 671.430 | 618.504 | 643.062 |
| + Driftsrelatert arbeidskapital | 187.225 | 198.003 | 317.051 | 472.392 | 464.476 | 670.400 | 676.700 |
| = Netto driftseiendeler | 346.197 | 330.235 | 766.301 | 948.823 | 1.135.906 | 1.288.904 | 1.319.762 |
| + Finansielle eiendeler | 80.434 | 79.452 | 58.062 | 94.358 | 223.065 | 211.000 | 108.900 |
| = SYSSELSATTE EIENDELER | 426.631 | 409.687 | 824.363 | 1.043.181 | 1.358.971 | 1.499.904 | 1.428.662 |
| Egenkapital | 149.170 | 132.657 | 180.055 | 383.447 | 481.668 | 543.104 | 520.162 |
| + Minoritetsinteresser | - | - | - | - | - | - | - |
| + Finansiell gjeld | 277.461 | 277.030 | 644.308 | 659.733 | 877.320 | 956.800 | 908.500 |
| = SYSSELSATT KAPITAL | 426.631 | 409.687 | 824.363 | 1.043.180 | 1.358.988 | 1.499.904 | 1.428.662 |

Tabell 5.26: Omgruppert og justert balanse for Kongsberg Automotive

Netto driftsbalanse

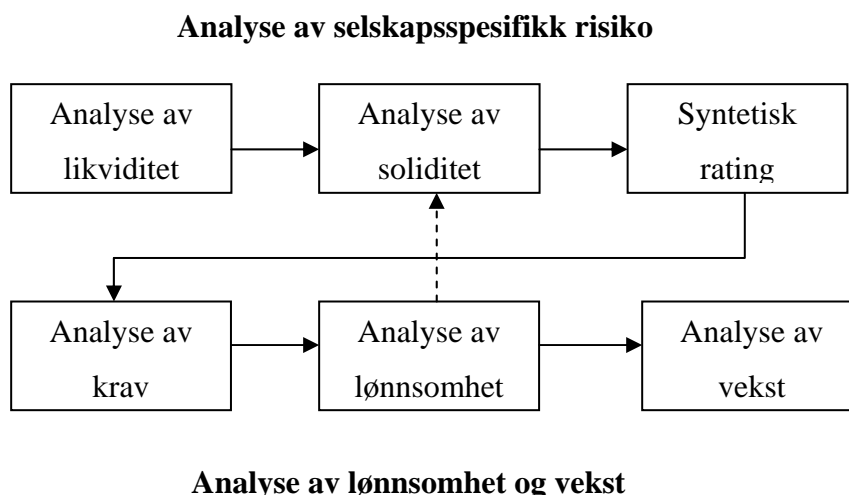
| NETTO DRIFTSBALANSE | NGAAP | NGAAP | NGAAP | IFRS* | IFRS | IFRS | IFRS |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
| Netto driftsrelaterte anleggsmidler | 158.972 | 132.232 | 449.250 | 476.431 | 671.430 | 618.504 | 643.062 |
| + Driftsrelatert arbeidskapital | 187.225 | 198.003 | 317.051 | 472.392 | 464.476 | 670.400 | 676.700 |
| = NETTO DRIFTSEIENDEL | 346.197 | 330.235 | 766.301 | 948.823 | 1.135.906 | 1.288.904 | 1.319.762 |
| Egenkapital | 149.170 | 132.657 | 180.055 | - | 481.668 | 543.104 | 520.162 |
| + Minoritetsinteresser | - | - | - | - | - | - | - |
| + Netto finansiell gjeld | 197.027 | 197.578 | 586.246 | - | 654.255 | 745.800 | 799.600 |
| = NETTO DRIFTSKAPITAL | 346.197 | 330.235 | 766.301 | - | 1.135.923 | 1.288.904 | 1.319.762 |

Tabell 5.27: Omgruppert og justert balanse for Kongsberg Automotive

Neste steg vil bli å analysere risikoen ved hjelp av forholdstall og kontantstrømanalyse. Forholdstall er nyttige i den forstand at de gir et bedre bilde på selskapets stilling. De er mer sammenlignbare enn absolutte regnskapstall, da absolutte tall er avhengig av selskapets størrelse. For å avgjøre om et forholdstall er godt eller dårlig blir de analysert over tid.

Kapittel 6. Analyse av forholdstall – risiko, lønnsomhet og vekst

Formålet med forholdstallsanalyse er å analysere bedriftens prestasjon og risiko. Bortsett fra for rentabiliteten så har forholdstallene ingen teoretisk målestokk, og det må derfor analyseres i forhold til bransje (i dette tilfellet Oslo Børs) og ved hjelp av en tidsserieanalyse. Ved analysen mot Oslo Børs foretar man en analyse av forholdstallene i bedriften med tilsvarende forholdstall for bransjen. I tidsserieanalyse blir forholdstallene analysert bakover i tid.



Figur 6.1: Rammeverk for analyse av forholdstall (Penman 2004)

Figur 6.1 over viser en oversikt over rammeverket for forholdstallsanalyse. Forholdstallsanalyse inneholder analyse av risiko, lønnsomhet og vekst, og fastsettelse av avkastningskrav. Under analyse av risiko blir kortsiktig risiko analysert gjennom likviditet og langsiktig risiko gjennom soliditet. Den kortsiktige og den langsiktige analysen vil så munne ut i en syntetisk rating som uttrykker den totale kredittrisikoen til selskapet. Deretter blir det fastsatt avkastningskrav som er en målestokk for lønnsomheten i selskapet og man utarbeider så en analyse av veksten for selskapet (Knivsflå 2007).

På grunn av at Kongsberg Automotive i de seineste årene har kjøpt opp en rekke selskap blir bedriften betraktet som et "turbulent" selskap. Det er derfor mest relevant for analysen å legge mest vekt på de siste årene av analyseperioden. Det er derfor valgt å vekte de siste årene mer enn tidligere år av analysen. Se tabell 6.1 øverst på neste side

| ÅR | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| VEKT | 0 | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % |

Tabell 6.1: Tidsvekting

6.1 Analyse av spesifikk risiko

Risiko består av både usystematisk- og systematisk risiko. Den systematiske risikoen, også kalt selskapsspesifikk risiko, kommer fra hendelser på mikronivå og den er spesifikk for en eller bare noen få bedrifter. Investorer kan kvitte seg med denne risikoen ved å diversifisere. Systematisk risiko kommer fra hendelser på makronivå som påvirker alle selskaper og som investorer derfor ikke kan diversifisere bort. Så lenge en investor ikke er perfekt diversifisert vil det være av interesse å analysere den selskapsspesifikke risikoen.

6.2 Analyse av likviditet

Analyse av bedriftens likviditet innebærer å kartlegging av evnen til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Kinserdal 2005). Dette vil si at man vil se om det er sannsynlig at det kan oppstå en likviditetskrise med fare for konkurs. Verktøy som benyttes for å avdekke dette er forholdstallsanalyse og kontantstrømsanalyse med fokus på endring i likviditet og gjeld.

For å analysere selskapets likviditet benytter man tre forholdstall. Dette er omløpsmidler over kortsiktig gjeld (likviditetsgrad 1), de mest likvide omløpsmidlene uttrykt ved finansielle omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld (likviditetsgrad 2) og rentedekningsgrad.

6.2.1 Likviditetsgrad 1 og 2

$$\lg 1_t = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t} \quad \lg 2_t = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

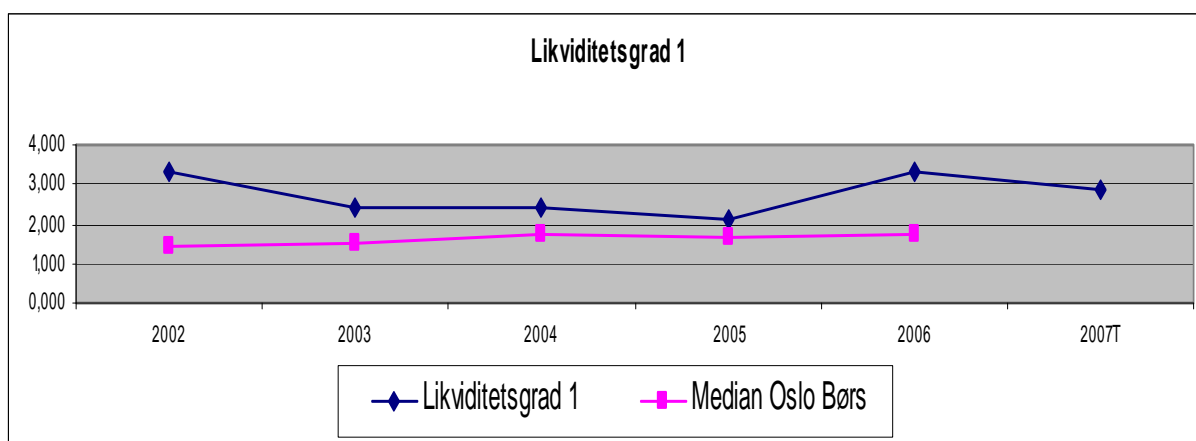
Hvor DOM= driftsrelaterte omløpsmidler, FOM = finansielle omløpsmidler, KDG = kortsiktige driftsrelatert gjeld og KFG = kortsiktig finansiell gjeld.

Tabellen og figuren under viser hvordan likviditetsgrad 1 utvikler seg i analyseperioden. Som et sammenstillingsgrunnlag er også medianen fra Oslo Børs i samme periode benyttet. Likviditetsgraden for Kongsberg Automotive er vektet, mens for tallene til Oslo børs blir det kun beregnet et gjennomsnitt.

| Likviditetsgrad 1 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Likviditetsgrad 1 | 3,338 | 2,386 | 2,430 | 2,080 | 3,308 | 2,872 | 2,731 |
| Median Oslo Børs | 1,458 | 1,482 | 1,726 | 1,659 | 1,703 | | 1,606 |

Tabell 6.2: Likviditetsgrad 1

Som vi ser av tabellen over og figuren under viser har Kongsberg Automotive en bedre likviditet enn selskapene på Oslo børs i hele analyseperioden. Likviditeten for selskapet går litt opp og ned, men holder seg hele tiden godt over medianen for Oslo Børs. Likviditetsgraden er også betydelig større enn 1 i hele perioden noe som betyr at selskapet har nok omløpsmidler til å dekke gjelden etter hvert som betalingene forfaller.



Fi

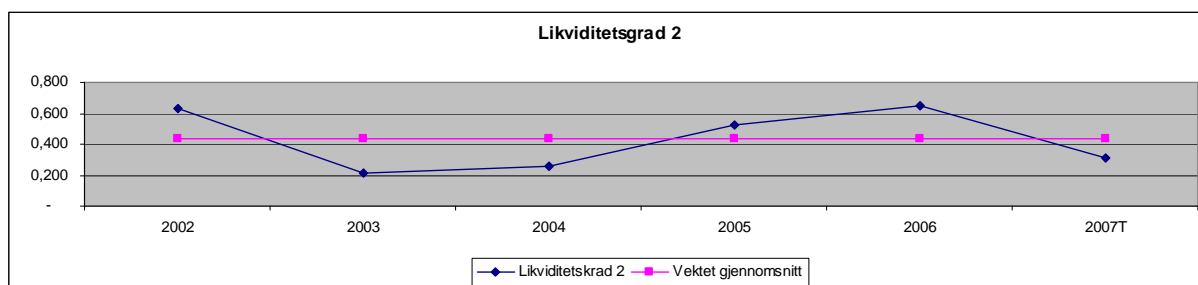
Figur 6.2: Likviditetsgrad 1

I Tabell 6.3 på neste side kan vi se hvordan likviditetsgrad 1 kan dekomponeres. Denne dekomponeringen viser også likviditetsgraden 2 for selskapet. Man ser her at de finansielle omløpsmidlene har forandret seg mye i forhold til den kortsiktige gjelden. I 2006 utgjorde verdien av de finansielle omløpsmidlene ca 65 % av den kortsiktige gjelden, mens den i 2007T kun utgjør 31 %. Den driftsrelaterte likviditetsgraden øker fra år til år i hele analyseperioden utenom fra 2006-2007T, mens vektingen av KDG/KG varierer svært mye. Dette betyr at det ikke er bare en av disse faktorene som påvirker likviditetsgrad 1.

| Dekomponering av Likviditetsgrad 1 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Driftsrelatert likviditetsgrad | 2,704 | 2,717 | 3,170 | 3,564 | 4,882 | 4,573 | 3,959 |
| Vekt KDG i forhold til KG | 1,000 | 0,799 | 0,686 | 0,437 | 0,544 | 0,560 | 0,596 |
| Likviditetsgrad 2 | 0,634 | 0,214 | 0,254 | 0,521 | 0,653 | 0,311 | 0,437 |
| Likviditetsgrad 1 | 3,338 | 2,386 | 2,430 | 2,080 | 3,308 | 2,872 | 2,731 |
| Median Oslo Børs | 1,458 | 1,482 | 1,726 | 1,659 | 1,703 | | 1,606 |

Tabell 6.3: Dekomponering av Likviditetsgrad 1

For å få et bedre innblikk i forandringene i likviditetsgrad 2 kan man se på grafen under. I denne grafen vises variasjonene i likviditetsgrad 2 fra år til år mot det vektete gjennomsnittet.



Fi

Figur 6.3: Likviditetsgrad 2

6.2.2 Rentedeckningsgrad

Det neste forholdstallet som vi skal se på i likviditetsanalysen er rentedeckningsgraden. Rentedeckningsgraden gir uttrykk for hvor lett eller vanskelig virksomheten har for å betjene sine gjeldsforpliktelser (Kinserdal 2005), og angir hvor mange ganger nettoresultatet til sysselsatt kapital dekker selskapets netto finanskostnader:

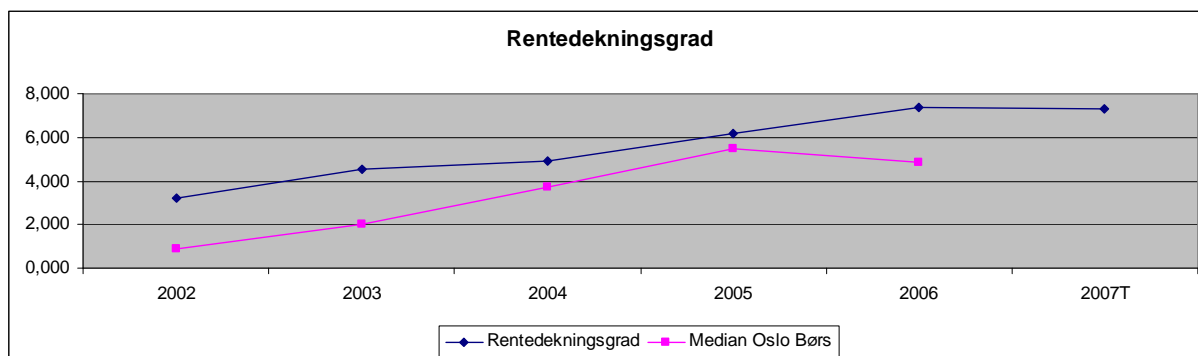
$$rdg_t = \frac{NRS_t}{NFK_t}$$

Hvor NRS = nettoresultatet til sysselsatt kapital og NFK = netto finanskostnader.

| Rentedekningsgrad | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Rentedekningsgrad | 3,235 | 4,534 | 4,927 | 6,147 | 7,401 | 7,329 | 6,266 |
| Median Oslo Børs | 0,901 | 2,046 | 3,700 | 5,503 | 4,878 | | 3,406 |

Tabell 6.4: Rentedekningsgrad

Som vi kan se av tabell og figur 6.4 har Kongsberg Automotive en rentedekningsgrad over hele analyseperiodens som er høyere en median på Oslo Børs. Rentedekningsgraden øker for hvert år av analyseperioden og betyr at selskapet ikke vil ha noen problemer med å dekke netto finanskostnader. Det vil også si at risikoen for panteselskaper vil være lav. Det kan riktignok nevnes at verdien har en svakhet ettersom den kun tar hensyn til rentekostnader og ikke nedbetaling av finansiell gjeld.



Fi

gur 6.4: Rentedeckningsgrad

6.2.3 Kontantstrømanalyse med fokus på likviditet og opptak av finansiell gjeld

| FRI KONTANTSTRØM | NGAAP | NGAAP | IFRS* | IFRS | IFRS | IFRS |
|---|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2.002 | 2.003 | 2.004 | 2.005 | 2.006 | 2007T |
| Netto driftsresultat | 56.503 | 90.087 | 157.069 | 206.633 | 195.029 | 155.685 |
| + Unormalt netto driftsresultat | -35.698 | 5.282 | 120.770 | 5.886 | 25.222 | -140.895 |
| - Endring i netto driftseiendeler | -15.962 | 436.066 | 182.522 | 187.083 | 152.998 | 30.858 |
| = Fri kontantstrøm fra drift | 36.766 | -340.697 | 95.318 | 25.436 | 67.253 | -16.067 |
| - Netto finanskostnad | 18.299 | 20.392 | 32.474 | 33.978 | 26.640 | 21.823 |
| + Endring i finansiell gjeld | -431 | 367.278 | 15.425 | 217.587 | 79.480 | -48.300 |
| - Netto minoritetsresultat | - | - | - | - | - | - |
| + Endring i minoritetsinteresser | - | - | - | - | - | - |
| = Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift | 18.036 | 6.189 | 78.268 | 209.045 | 120.093 | -86.190 |
| - Netto betalt utbytte | 18.720 | 30.250 | 32.000 | 74.000 | 110.500 | 51.100 |
| Fri kontantstrøm til finansielle investeringer | -684 | -24.061 | 46.268 | 135.045 | 9.593 | -137.290 |
| + Netto finansinntekt | 2.695 | 2.369 | 2.916 | 2.217 | 2.125 | 4.250 |
| + Unormalt netto finansresultat | -2.994 | 302 | -12.889 | -8.537 | -23.800 | 30.940 |
| = Kontantstrøm til finansielle investeringer | -982 | -21.390 | 36.295 | 128.725 | -12.082 | -102.100 |
| + Inngående finansielle eiendeler | 80.434 | 79.452 | 58.062 | 94.358 | 223.083 | 211.000 |
| = Utgående finansielle eiendeler | 79.452 | 58.062 | 94.357 | 223.083 | 211.001 | 108.900 |
| Kontantet | 73.740 | 49.403 | 80.682 | 215.681 | 207.300 | 105.300 |
| fordringer | 4.809 | 7.006 | 11.016 | 5.324 | 2.300 | 2.238 |
| Investeringer | 903 | 1.653 | 2.660 | 2.060 | 1.400 | 1.362 |

Tabell 6.5: Kontantstrømsanalyse med fokus på likviditet

I kontantstrømsanalysen (tabell 6.5) tar vi utgangspunkt i det justerte finansregnskapet for å finne endringer i likviditet og behov for opptak av finansiell gjeld.

Den frie kontantstrømmen fra driften varierer relativt mye og er negativ for to av årene i analyseperioden. For eksempel så genereres det en negativ kontantstrøm fra drift i 2002 som er på hele 340,7 millioner. Dette skyldes i hovedsak at overføringene til netto driftseiendeler er betydelige i denne perioden. Utenom regnskapsåret 2002 har endringen i netto driftseiendeler stort sett økt ganske mye for hvert eneste år i analyseperiodene, noe som kan være bra i forhold til den underliggende risikoen i selskapet. Den største delen av denne økningen i årene 2003 og 2005 skyldes økning i immaterielle eiendeler (goodwill) som følge av oppkjøp. Dette er derfor ikke med å redusere den underliggende risikoen i selskapet.

Endringen (økningen) i den finansielle gjelden var betraktelig i årene 2003 og 2005 noe som innebærer at den finansielle risikoen øker. Forklaringen til dette skyldes økt låneopptak for å betjene oppkjøpene disse to årene.

Endringen i de finansielle eiendelen kan vi se på i sammenheng med utviklingen i likviditetsgradene. De finansielle eiendelene synker fra 2002 til 2003 men øker så i takt før det går ned igjen fra 2006 til 2007T.

Kontantbeholdningen til selskapet økte fra 2003 til 2005 mens det var en liten nedgang i 2006. I 2007 T derimot har det vært en betydelig reduksjon. Store deler av dette skyldes at den langsiktige gjelden i samme periode har blitt betydelig redusert.

Som en oppsummering av likviditetsanalysen kan det slås fast at Kongsberg Automotive har en god likviditet. Selskapet kan blant annet viset til en god rentedekningsgrad som ligger over medianen på Oslo Børs for samtlige av analysens år, noe som innebærer at selskapet er godt rustet til å betale sine renteutgifter. Selskapet kan også vise til at både likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 ligger godt over medianen til Oslo Børs.

6.3 Analyse av Soliditet

Målet med soliditetsanalyse er å kartlegge om virksomheten har økonomiske resurser til å stå imot fremtidig tap. En virksomhet er derfor mer solid jo større tap den evner å bære. For selskapet vil egenkapitalen virke som en buffer ved fremtidige tap, og et viktig forholdstall i denne blir egenkapitalprosent. Et annet verktøy man også kan bruke er statistisk finansieringsanalyse som viser hvordan virksomheten er finansiert og gir indikasjoner på langsiktig kredittrisiko.

6.3.1 Egenkapitalprosent

Soliditet er nært knyttet til finansiering og det beste forholdstallet og bruke da er egenkapitalprosenten. Denne kan ses i forhold til ulike kapitalstørrelser som sysselsatt kapital og netto driftskapital, men det er mest vanlig å bruke total kapital ved risikoanalyse. Siden minoriteter er med på bære tap, blir også dette inkludert i telleren. For Kongsberg Automotive vil ikke dette ha noe å si siden det ikke eksisterer minoritetsinteresser i selskapet. Netto utsatt skatt blir også inkludert siden den utsatte skatten ikke blir betalt dersom bedriften kommer til å gå med tap. Under illustreres hvordan egenkapitalprosenten (ekp) regnes ut og hvordan denne verdien utvikler seg for Kongsberg Automotive i analyseperioden:

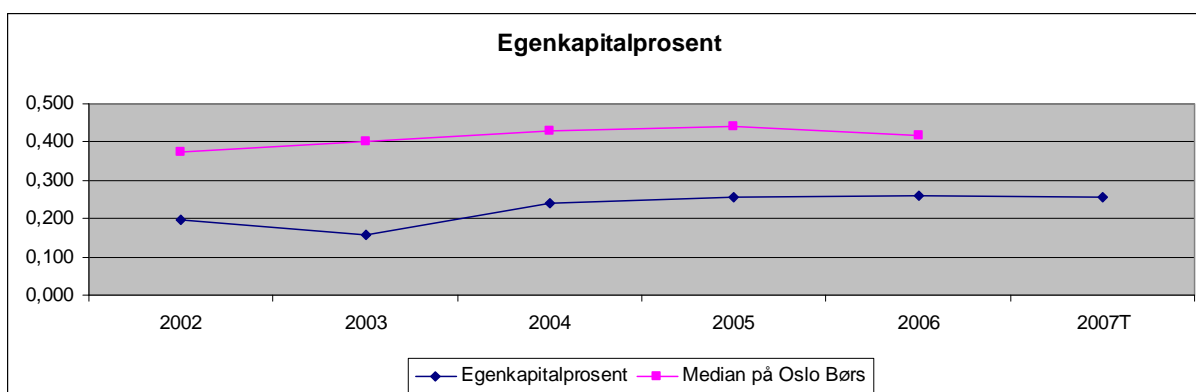
$$ekp_t = \frac{EK_t + MI_t + NUS_t}{TK_t}$$

$$NUS_t = US_t - USK_t$$

Hvor TK = total kapital, US = utsatt skatt, NUS = netto utsatt skatt og USK = utsatt skattefordel

| Egenkapitalprosent | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Egenkapitalprosent | 0,196 | 0,156 | 0,239 | 0,257 | 0,258 | 0,256 | 0,241 |
| Median Oslo Børs | 0,374 | 0,402 | 0,431 | 0,442 | 0,418 | | 0,413 |

Tabell 6.6: Kontantstrømsanalyse med fokus på likviditet



Figur 6.5:Egenkapitalprosent

Som vi kan se av tabell 6.6 og figur 6.5 så er egenkapitalprosenten til Kongsberg Automotive godt under medianen på Oslo Børs. Det laveste nivået var i 2003 da egenkapitalprosenten var på 0,156. Det lave nivået i 2003 skyldes i hovedsak oppkjøpet som ble gjort. Etter dette året har egenkapitalprosenten forbedret seg litt som er bra med tanke på risiko.

6.3.2 Statistisk finansieringsanalyse

Den statistiske finansieringsanalysen viser hvordan virksomheten er finansiert på et gitt tidspunkt. Den viser hvordan selskapet finansierer sine eiendeler. Den minst risikable formen for finansiering er egenkapitalfinansiering, som er markert helt til venstre i øverste kolonne. Finansieringen blir mer risikabel desto lenger vi beveger oss til høyre i finansieringskurven. Det vil si at jo raskere kurven går til bunnen av matrisen, jo mer solid regner man selskapet for å være.

| Finansieringsmatrise | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG | TK |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| DAM | 0,512 | 0,000 | 0,367 | 0,121 | | | 0,510 |
| FAM | | | | 1,000 | | | 0,002 |
| DOM | | | | 0,731 | 0,219 | 0,050 | 0,435 |
| FOM | | | | | | 1,000 | 0,053 |
| SUM | 0,261 | 0,000 | 0,188 | 0,381 | 0,095 | 0,075 | 1,000 |

Tabell 6.7: Finansieringsmatrise

Behovet for finansiering har vært stor i analyseperioden grunnet diverse oppkjøp, men det har vært et relativt stabilt forhold mellom investeringsmetodene. Alle anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital og er positivt I tillegg er 73,1 % av de driftsrelaterte omløpsmidlene finansiert av den langsiktige kapitalen. Dette betyr at 83 % av alle eiendeler er finansiert av langsiktig kapital. Derimot er det kun 26 % av de totale eiendelene som er finansiert med egenkapital. Dette betyr at selskapet er svært avhengig av den finansielle gjelden for å finansiere selskapet. Det ville

vært ønskelig at en større andel av de driftsrelaterte anleggsmidlene hadde vært finansiert med egenkapital.

Den statistiske finansieringsanalysen viser at alle anleggsmidler er finansiert av langsiktig gjel, og dette er positivt og man kan si at selskapet har en lav risiko. Men siden egenkapitalen ikke utgjør så stor del av den langsiktige kapitalen som ønskelig får man en lav eksp. Dette gjør at man på bakgrunn av soliditetsanalysen kan konkludere med at risikoen er lav/moderat.

6.3 Syntetisk rating

For å oppsummere dem selskapsspesifikke risikoen er det utarbeidet en syntetisk rating basert på Standard & Poors ratingklasser. Gjennom en syntetisk rating finner man en kredittrisikopremie som reflekterer sannsynligheten for at selskapet går konkurs (Knivsfå 2007).

| Rating Klasse | Årlig konkursrisiko | Likviditetsgrad 1 | Rente-dekningsgrad | Egenkapitalprosent | Netto driftsrentabilitet |
|---------------|---------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------------|
| AAA | 0,0001 | 11,600 | 16,900 | 0,940 | 0,3500 |
| AA | 0,0012 | 6,200 | 6,300 | 0,850 | 0,2660 |
| A | 0,0024 | 3,000 | 3,350 | 0,660 | 0,1660 |
| BBB | 0,0037 | 1,700 | 2,160 | 0,440 | 0,0960 |
| BB | 0,0136 | 1,200 | 1,220 | 0,320 | 0,0680 |
| B | 0,0608 | 0,900 | 0,900 | 0,220 | 0,0400 |
| CCC | 0,3085 | 0,600 | 0,070 | 0,130 | 0,0120 |
| CC | 0,5418 | 0,500 | -0,760 | 0,080 | -0,0160 |
| C | 0,7752 | 0,400 | -1,580 | -0,020 | -0,0440 |
| D | 0,9999 | 0,300 | -2,410 | -0,180 | -0,0720 |

Tabell 6.8: Ratingklasser

Syntetisk rating er gjennomført basert på fire forholdstall: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Tallene i tabellen angir hvor høye de ulike forholdstallene må være for å tilhøre en bestemt ratingklasse. Den siste kolonnen som inngår i tabellen er sannsynligheten for at bedriften går konkurs under den enkelte ratingklassen.

De tre første forholdstallene er allerede blitt beregnet tidligere, mens netto driftsrentabilitet (ndr) beregnes som følger:

$$\text{Nettodriftsrentabilitet}_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}$$

Hvor NDR = netto driftsresultat, NDK = netto driftsrentabilitet og Δ NDK = Endring i netto driftskapital i perioden.

| Netto driftsrenta | | | | | | | |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bilietet | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,202 | 0,220 | 0,175 | 0,127 | 0,177 |

Tabell 6.9: Netto driftsrentabilitet

Under følger en oversikt over beregningene gjort tidligere og hvilken syntetisk rating de ulike beregningene har fått i analyseperioden.

| Syntetisk Rating | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 0,05 | 0,1 | 0,15 | 0,2 | 0,25 | 0,25 | |
| Likviditetsgrad 1 | 3,338 | 2,385 | 2,430 | 2,080 | 3,308 | 2,872 | 2,731 |
| Rentedekningsgrad | 3,235 | 4,534 | 4,926 | 6,146 | 7,400 | 7,328 | 6,265 |
| Egenkapitalprosent | 0,195 | 0,156 | 0,239 | 0,256 | 0,258 | 0,256 | 0,241 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,201 | 0,220 | 0,174 | 0,126 | 0,176 |

Tabell 6.10: Oversikt over syntetisk rating

| Syntetisk Rating | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Likviditetsgrad 1 | A | BBB | A | BBB | A | A | A |
| Rentedekningsgrad | A | A | AA | AA | AA | AA | AA |
| Egenkapitalprosent | B | CCC | B | B | B | B | B |
| Netto driftsrentabilitet | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BB |
| Gjennomsnitt | BBB | BB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB |

Tabell 6.11: Utfall av syntetisk rating

Den totale ratingen varierer fra BB til BBB, mens et tidsvektet gjennomsnitt blir BBB. Risikoen er høyest i 2003 da selskapet er ratet til BB, mens det blir ratet til BBB i resten av analyseperioden. Man kan også se at selskapet får best rating for rentedekningsgrad, mens det får dårligst for egenkapitalprosent. Ratingen danner et grunnlag for kredittrisikopremie og konkurrisiko og vil bli benyttet i når finansielt gjeldskrav skal estimeres.

Kapittel 7. Analyse av avkastningskrav

Avkastningskrav kan defineres som hva det koster for en bedrift å skaffe til veie ny kapital. Avkastningskravet avhenger av risiko og investor krever derfor avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investering med samme risikostruktur. Kravet til avkastning blir brukt som en målestokk for rentabilitet og underliggende internrente. (Knivsflå 2007) I tillegg brukes den også som diskonteringsrente når en skal flytte verdier fra en periode til en annen. En virksomhet er lønnsom bare dersom faktisk avkastning på egenkapitalen målt ved internrenten er høyere enn egenkapitalkravet. De avkastningskravene som blir beregnet er etterskuddsvis.

7.1 Krav til avkastning på egenkapitalen.

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen blir kapitalverdimodellen (CAPM) valgt som utgangspunkt

7.1.1 Kapitalverdimodellen

I kapitalverdimodellen (vist under) består avkastningskravet av risikofri rente og risikopremie. Risikopremien reflekterer den systematiske risikoen og beregnes ved å multiplisere markedets risikopremie ($r_m - r_f$) med aksjens betaverdi. Betaverdien er et mål på den systematiske risikoen og sier i hvilken grad avkastningen på aksjen svinger i takt med markedsporteføljen. Modellen bygger på forutsetningen om et perfekt kapitalmarked der investor kun får kompensasjon for selskapsspesifikk risiko og ikke den usystematiske risikoen i porteføljen (Damadaran 2002).

(CAPM)

$$ekk = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Hvor r_f = risikofri rente, β = egenkapitalbeta og r_m = avkastning til markedet

I følge CAPM modellen over er det kun den risikofrie renten, markedets risikopremie og betaverdien som avgjør hvilket avkastningskrav som skal benyttes. Det tas ikke hensyn til den selskapsspesifikke risikoen ved å beregning av avkastningskravet etter denne teorien.

7.1.2 Egenkapitalkravet

Uttrykket til egenkapitalkravet ser ut som følger:

$$ekk = r_f + \beta * (r_m - r_f) + \text{illikviditetspremie}$$

Egenkapital kravet tilsvarer den samme beregningen som CAPM modellen men i tillegg er illikviditetspremie lagt til. Denne likviditetspremien reflekterer graden av markedssvikt som kan skyldes at investorer ikke ønsker å være perfekt diversifiserte. For å beregne egenkapitalkravet må man finne den risikofrie renten, markedets risikopremie, betaverdien og illikviditetspremien.

7.1.2.1 Risikofri rente

Valg av risikofri rente i avkastningskravet bør avhenge av hva kravet skal brukes til og i hvilken inflasjon som ligger innbakt i regnskapsresultatene. I lønnsomhetsanalyser er det ønskelig å sammenligne rentabilitet med hvert års faktiske avkastning. Korte renter er derfor mest relevant for lønnsomhetsanalyser.

Som risikofri rente blir 3 måneders NIBOR rente benyttet. Denne blir redusert med 10% risikotillegg og skatt (Knivsflå 2007). I tabell 7.1 under følger en oversikt over den risikofrie renten justert for skatt og risikotillegg (administrasjonstillegg).

| | Risikofri rente | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Nibor | 0,0750 | 0,0720 | 0,0420 | 0,0210 | 0,0230 | 0,0320 | 0,0510 | 0,0451 |
| - | Risikotillegg; 10% av nibor | 0,0075 | 0,0072 | 0,0042 | 0,0021 | 0,0023 | 0,0032 | 0,0051 | 0,0045 |
| = | Risikofri rente før skatt | 0,0675 | 0,0648 | 0,0378 | 0,0189 | 0,0207 | 0,0288 | 0,0459 | 0,0406 |
| - | 28 % skatt | 0,0189 | 0,0181 | 0,0106 | 0,0053 | 0,0058 | 0,0081 | 0,0129 | 0,0114 |
| = | Risikofri rente etter skatt | 0,0486 | 0,0467 | 0,0272 | 0,0136 | 0,0149 | 0,0207 | 0,0330 | 0,0293 |

Tabell 7.1: Risikofri rente

7.1.2.1 Markedets risikopremie

Risikopremien til markedet kan defineres som differansen mellom forventet avkastning til markedsporteføljen og risikofri rente og kan betraktes som en kompensasjon til en investor som påtar seg risiko ved å invitere. Tabellen på neste side viser risikopremien som er benyttet. Den er fordelt på med ulik vekt på langsiktig og kortsiktig risikopremie.

| Vekt | Risikopremie | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|------|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 2/3 | Årlig risikopremie 1958-2007T | 0,0450 | 0,0360 | 0,0470 | 0,0550 | 0,0650 | 0,0700 | 0,0690 | 0,0553 |
| 1/3 | Årlig risikopremie 1995-2007T | 0,0370 | 0,0000 | 0,0047 | 0,0520 | 0,0620 | 0,0630 | 0,0540 | 0,0390 |
| = | Risikopremie | 0,0423 | 0,0240 | 0,0329 | 0,0540 | 0,0640 | 0,0677 | 0,0640 | 0,0498 |

Tabell 7.2: Risikopremie

7.1.2.1 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til en virksomhet. Den måler samvariasjonen mellom markedsavkastningen til virksomheten og avkastningen til markedsporteføljen. For børsnoterte virksomheter kan aksjebeta estimeres på basis av historiske kursdata. Det er tatt utgangspunkt i Dagens Næringsliv sin estimering av aksjebetaen til Kongsberg Automotive for observasjoner de tolv siste månedene. Ettersom disse estimatene er noe usikker har det blitt valgt å foreta en Merill Lynch justering (Copeland, Koller & Murrin 2000).

$$\beta^* = (2/3) * \beta + (1/3) * 1,000 = (2/3) * 0,2 + (1/3) * 1 = 0,4667$$

Ut fra denne betaverdien estimeres betaverdien for netto driftskapital (β_{NDK}) ved hjelp av Miller & Modigliani teorem 1 som hevder at verdien av selskapet er uavhengig av finansiering (Penman 2004).

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{MI} * \frac{MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Ut fra forutsetningene om konstant driftsbeta kan man beregne egenkapitalbetaen for de ulike årene. Egenkapitalbetaen varierer på bakgrunn av hvordan selskapet er finansiert.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDE} + \underbrace{(\beta_{NDK} - \beta_{NFG})}_{=0} * \frac{NFG}{EK + MI}$$

Beta til netto finansiell gjeld fremkommer av vektet beta til finansielle eiendeler og finansiell gjeld ved en forutsetning om at beta til netto finansiell gjeld er lik 0. Den systematiske risikoen i

finansiell gjeld utjevnes av den systematiske risikoen til finansielle eiendeler og det vil dermed være mulig å finne beta til finansiell gjeld

$$\beta_{NFG} * NFG = \beta_{FG} - \beta_{FE} * FE$$

$$\Rightarrow \beta_{FG} = \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Finansiell eiendels beta finner man ved å vekte de ulike finansielle eiendelene i forhold til andelen av finansielle eiendeler.

Når man beregner beta til finansielle eiendeler forutsetter man at kontanter (KON) er risikofrie og at finansielle investeringer (INV) har en beta som er lik 1.

$$\beta_{FE} * FE = \beta_{KON} * KON + \beta_{FOR} * FOR + \beta_{INV} * INV$$

$$\beta_{KON} = 0, \beta_{FOR} = 0, \beta_{INV} = 1$$

$$\Rightarrow \beta_{FE} = \frac{INV}{FE} \leq 1$$

| | Finansiell eiendelsbeta | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | Inesteringer | 103 | 903 | 1.653 | 2.660 | 2.060 | 1.400 | 1.362 | 1.449 |
| / | Finansielle eiendeler | 80.434 | 79.452 | 58.062 | 94.358 | 223.065 | 211.000 | 108.900 | 122.182 |
| | Finansiell eiendelsbeta | 0,0013 | 0,0114 | 0,0285 | 0,0282 | 0,0092 | 0,0066 | 0,0125 | 0,0119 |

Tabell 7.3: Finansiell eiendelsbeta

Som nevnt over så blir netto finansiell gjeldsbeta lik null. Dette gjør at vi kan beregne finansiell gjeldsbeta på bakgrunn av finansiell eiendelsbeta

| | Netto finansiell gjeldsbeta | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Finansiell gjeldsbeta | 0,0004 | 0,0033 | 0,0026 | 0,0040 | 0,0023 | 0,0015 | 0,0015 | 0,0022 |
| * | Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG) | 1,4082 | 1,4021 | 1,0990 | 1,1669 | 1,3409 | 1,2829 | 1,1362 | 1,2623 |
| - | Finansiell eiendelsbeta | 0,0013 | 0,0114 | 0,0285 | 0,0282 | 0,0092 | 0,0066 | 0,0125 | 0,0140 |
| * | Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG) | 0,4082 | 0,4021 | 0,0990 | 0,1669 | 0,3409 | 0,2829 | 0,1362 | 0,2623 |
| = | Netto finansiell gjeldsbeta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |

Tabell 7.4: Netto finansiell gjeldsbeta

Videre kan man nå kunne regne ut gjennomsnittlig netto driftsbeta. Netto driftsbeta er som sagt konstant for hele perioden og man kan derfor regne ut hva verdien av egenkapital betaen er i analyseperioden. Under er en oversikt over tallene som er funnet basert på denne gjennomgangen.

| Netto driftsbeta | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalbeta | 0,4195 | 0,4500 | 0,7692 | 0,4473 | 0,4263 | 0,4290 | 0,4586 | 0,4667 |
| * EK/NDK (Egenkapitalvekt) | 0,4309 | 0,4017 | 0,2350 | 0,4041 | 0,4240 | 0,4214 | 0,3941 | 0,3873 |
| + Minoritetsbeta | 0,4195 | 0,4500 | 0,7692 | 0,4473 | 0,4263 | 0,4290 | 0,4586 | 0,4667 |
| * MI/NDK (Minoritetsvekt) | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| + Netto finansiell gjeldsbeta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| NFG/NDK (Netto finansiell gjeldsvekt) | 0,5691 | 0,5983 | 0,7650 | 0,5959 | 0,5760 | 0,5786 | 0,6059 | 0,6127 |
| = Netto driftsbeta | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 |

Tabell 7.4: Netto driftsbeta

7.1.2.1 Likviditetspremie

Når man regner ut egenkapitalkravet for et selskap kan det være aktuelt og justere dette kravet med en likviditetspremie. Egenkapitalen er allerede justert med en risikopremie, men når det gjelder likviditetspremien skal denne kompensere for den risiko en investor tar ved å investere i et selskap som er mindre likvid.

For Kongsberg Automotive er det valgt to ulike likviditetspremier. Den ene likviditetspremien valgt er 2 % for perioden 2001-2004. I denne perioden var ikke selskapet notert på børs noe som vil si at aksjen er mindre likvid enn om den hadde vært notert på børs. I 2005 ble som nevnt tidligere Kongsberg Automotive notert på børs. Dette har ført til at selskapet er mer likvid enn det var tidligere. Men selv om det er notert på børs så er det allikevel valgt en likviditetspremie på 1% for 2005-2007T grunnet at selskapet ikke er blant de mest likvide på børsen.

Basert på dette blir egenkapital kravet til Kongsberg Automotive følgende:

| CAPM | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nibor | 0,0750 | 0,0720 | 0,0420 | 0,0210 | 0,0230 | 0,0320 | 0,0510 | 0,0451 |
| - Risikotillegg; 10% av nibot | 0,0075 | 0,0072 | 0,0042 | 0,0021 | 0,0023 | 0,0032 | 0,0051 | 0,0045 |
| = Risikofri rente før skatt | 0,0675 | 0,0648 | 0,0378 | 0,0189 | 0,0207 | 0,0288 | 0,0459 | 0,0406 |
| - 28 % skatt | 0,0189 | 0,0181 | 0,0106 | 0,0053 | 0,0058 | 0,0081 | 0,0129 | 0,0114 |
| = Risikofri rente etter skatt | 0,0486 | 0,0467 | 0,0272 | 0,0136 | 0,0149 | 0,0207 | 0,0330 | 0,0293 |
| + Beta | 0,4195 | 0,4500 | 0,7692 | 0,4473 | 0,4263 | 0,4290 | 0,4586 | 0,4857 |
| * Risikopremie etter skatt | 0,0423 | 0,0240 | 0,0329 | 0,0540 | 0,0640 | 0,0677 | 0,0640 | 0,0498 |
| + Likviditetspremie | 0,0200 | 0,0200 | 0,0200 | 0,0200 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0157 |
| = Egenkapitalkrav | 0,0864 | 0,0775 | 0,0725 | 0,0578 | 0,0522 | 0,0598 | 0,0724 | 0,0683 |

Tabell 7.5: Egenkapitalkrav.

Egenkapitalkravet for Kongsberg Automotive har variert fra 8,65 % til 5,22 %. Dette skyldes i hovedsak at renten har variert mye de siste årene. I 2001 var den gjennomsnittelige NIBOR renten på 7,5 % mens den i 2004 var nede i 2,1 %. Denne renten er på vei oppover igjen og fører til at egenkapitalkravet øker.

7.2 Minoritetsinteressekrav

Minoritetsinteresser er egenkapital i konsernet siden de har eierandel i datterselskapene. Minoritetsinteresser er mer innelåst enn majoriteten og bør derfor tillegges en ekstra likviditetspremie. Den valgte ekstra likviditetspremien er på 3 %. Minoritetsinteressekravet er lik egenkapitalkravet pluss den ekstra likviditetspremien. Dette gjør at minoritetsinteresse kravet svinger i takt med egenkapitalkravet.

| | Minoritetskrav | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Egenkapitalkrav | 0,0864 | 0,0775 | 0,0725 | 0,0578 | 0,0522 | 0,0598 | 0,0724 | 0,0683 |
| + | Ekstra likviditetspremie | 0,0300 | 0,0300 | 0,0300 | 0,0300 | 0,0300 | 0,0300 | 0,0300 | 0,0300 |
| = | Minoritetskrav | 0,1164 | 0,1075 | 0,1025 | 0,0878 | 0,0822 | 0,0898 | 0,1024 | 0,0983 |

Tabell 7.6: Minoritetskrav

7.3 Finansielt gjeldskrav

Gjeldskravet er lik det kravet til avkastning selskapets lånegivere setter på utlån til selskapet. Lånegiverne vil være interessert i å få dekket inn risikofri rente, risikopremie for systematisk risiko, risikopremie for kredittrisiko og et tillegg for administrasjonskostnadene. Kredittrisikopremien fastsettes basert på selskapets utfall av den syntetiske ratingen fra kapittel 6.

| Rating Klasse | Årlig konkursrisiko | Kreditt risikofaktor |
|---------------|---------------------|----------------------|
| AAA | 0,0001 | 0,100 |
| AA | 0,0012 | 0,150 |
| A | 0,0024 | 0,250 |
| BBB | 0,0037 | 0,400 |
| BB | 0,0136 | 0,600 |
| B | 0,0608 | 1,000 |
| CCC | 0,3085 | 3,000 |
| CC | 0,5418 | 9,000 |
| C | 0,7752 | 27,000 |
| D | 0,9999 | 1000,000 |

Tabell 7.7: Kredittrisikofaktor

Avkastningskravet til finansiell gjeld blir da som følger:

| | Finansielt gjeldskrav | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Syntetisk rating | BBB | BBB | BB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB |
| | Risikofri rente etter skatt | 0,0486 | 0,0467 | 0,0272 | 0,0136 | 0,0149 | 0,0207 | 0,0330 | 0,0293 |
| + | Finansiell gjeldsbeta | 0,0004 | 0,0033 | 0,0026 | 0,0040 | 0,0023 | 0,0015 | 0,0015 | 0,0022 |
| * | Risikopremien til markedet | 0,0423 | 0,0240 | 0,0329 | 0,0540 | 0,0640 | 0,0677 | 0,0640 | 0,0498 |
| + | Premie for kredittrisiko | 0,0194 | 0,0187 | 0,0163 | 0,0054 | 0,0060 | 0,0083 | 0,0132 | 0,0117 |
| = | Finansielt gjeldskrav | 0,0681 | 0,0654 | 0,0436 | 0,0193 | 0,0210 | 0,0291 | 0,0464 | 0,0411 |

Tabell 7.8: Finansielt gjeldskrav

7.4 Netto Finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeld (NFG) er finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Kravet fremkommer ved at finansielt eiendelskrav (fek) fratrekkes det finansielle gjeldskravet (fgk). Kravene vektet henholdsvis med andel av finansielle eiendeler og finansiell gjeld over netto finansiell gjeld.

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

For å kunne bestemme kravet til netto finansiell gjeld må en først estimere kravet til finansielle eiendeler. Avkastningskravet for kontanter tilsvarer risikofri rente, mens markedsavkastning legges til grunn for de finansielle investeringene.

| | Finansielt eiendelskrav | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Kontantkrav | 0,0486 | 0,0467 | 0,0272 | 0,0136 | 0,0149 | 0,0207 | 0,0330 | 0,0293 |
| * | Kontantvekt | 0,9715 | 0,9281 | 0,8509 | 0,8551 | 0,9668 | 0,9825 | 0,9669 | 0,9317 |
| + | Finansielt fordringskrav | 0,0680 | 0,0653 | 0,0435 | 0,0191 | 0,0209 | 0,0290 | 0,0463 | 0,0410 |
| * | Finansiell fordringsvekt | 0,0272 | 0,0605 | 0,1207 | 0,1167 | 0,0239 | 0,0109 | 0,0206 | 0,0544 |
| + | Investeringskrav | 0,0909 | 0,0707 | 0,0601 | 0,0676 | 0,0789 | 0,0884 | 0,0970 | 0,0791 |
| * | Investeringsvekt | 0,0013 | 0,0114 | 0,0285 | 0,0282 | 0,0092 | 0,0066 | 0,0125 | 0,0140 |
| = | Finansielt eiendelskrav | 0,0492 | 0,0481 | 0,0301 | 0,0158 | 0,0156 | 0,0213 | 0,0341 | 0,0306 |

Tabell 7.9: Finansielt eiendelskrav

Kravet til de finansielle eiendelene variere fra 4,92 % til 1,56 %. Dette skyldes hovedsakelig at renten har variert mye i analyseperioden.

Basert på utregningen av kravet på finansielle eiendeler og gjeld vil man finne det netto finansielle gjeldskravet på følgende måte:

| Netto finansielt gjeldskrav | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|-----------------------------|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Finansielt gjeldskrav | 0,0681 | 0,0654 | 0,0436 | 0,0193 | 0,0210 | 0,0291 | 0,0464 | 0,0411 |
| * | Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld | 1,4082 | 1,4021 | 1,0990 | 1,1669 | 1,3409 | 1,2829 | 1,1362 | 1,2623 |
| - | Finansielt eiendelskrav | 0,0492 | 0,0481 | 0,0301 | 0,0158 | 0,0156 | 0,0213 | 0,0341 | 0,0306 |
| | Finansielle eiendeler/netto finansiell | | | | | | | | |
| * | gjeld | 0,4082 | 0,4021 | 0,0990 | 0,1669 | 0,3409 | 0,2829 | 0,1362 | 0,2623 |
| = | Netto finansielt gjeldskrav | 0,0758 | 0,0724 | 0,0450 | 0,0199 | 0,0229 | 0,0314 | 0,0480 | 0,0438 |

Tabell 7.10: Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav varierer fra 1,99 % til 7,58 %. Variasjonen følger samme syklus som det finansielle gjeldskravet og skyldes også utviklingen til den risikofrie renten.

7.4 Netto Finansielt gjeldskrav

Netto driftskravet er den vekta summen av egenkapitalskravet, minoritetskravet og netto finansiell gjeldskrav. Egentlig bør man vekte basert på markedsverdier, men på grunn av manglende informasjon blir vektingen gjort ut fra balanseførte verdier.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

| Netto driftskrav | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|------------------|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Egenkapitalkrav | 0,0864 | 0,0775 | 0,0725 | 0,0578 | 0,0522 | 0,0598 | 0,0724 | 0,0683 |
| * | EK/NDK | 0,4309 | 0,4017 | 0,2350 | 0,4041 | 0,4240 | 0,4214 | 0,3941 | 0,3873 |
| + | Minoritetskrav | 0,1164 | 0,1075 | 0,1025 | 0,0878 | 0,0822 | 0,0898 | 0,1024 | 0,0983 |
| * | MI/NDK | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| + | Netto finansielt gjeldskrav | 0,4082 | 0,4021 | 0,0990 | 0,1669 | 0,3409 | 0,2829 | 0,1362 | 0,2623 |
| * | NFG/NDK | 0,5691 | 0,5983 | 0,7650 | 0,5959 | 0,5760 | 0,5786 | 0,6059 | 0,6127 |
| = | Netto driftskrav | 0,2695 | 0,2717 | 0,0928 | 0,1228 | 0,2185 | 0,1889 | 0,1110 | 0,1872 |

Tabell 7.11: Netto driftskrav

Gjennomsnittet for analyse perioden er på 18,7 %, men det varierer fra 9,28 % til 26,95 %.

Kapittel 8. Analyse av lønnsomhet

Et selskap er lønnsomt dersom internrenten til egenkapitalen er større enn kravet. Det viktigste målet på lønnsomhet er rentabilitet som kan definere hvor mye kapitalen kaster av seg i form avkastning per krone investert. Rentabilitetsanalyse gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom selskap. Dersom driftsrelaterte eiendeler og gjeld er rapportert til historisk kost og finansielle eiendeler og gjeld er rapportert til virkelig verdi, vil egenkapitalrentabiliteten være et mål på den underliggende egenkapitalinternrente (Knivsflå 2007)

I analysen er den normaliserte rentabiliteten benyttet da denne er mest relevant siden den tar vekk unormale poster og dermed er bra for budsjettering og fremskrivning. Videre er etterskuddsrentabilitet benyttet siden sammenligningskravet er etterskuddsvis.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten framkommer ved å ta nettoresultatet til egenkapitalen over gjennomsnittlig egenkapitalbase. Ved å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten får man superrentabiliteten til bedriften.

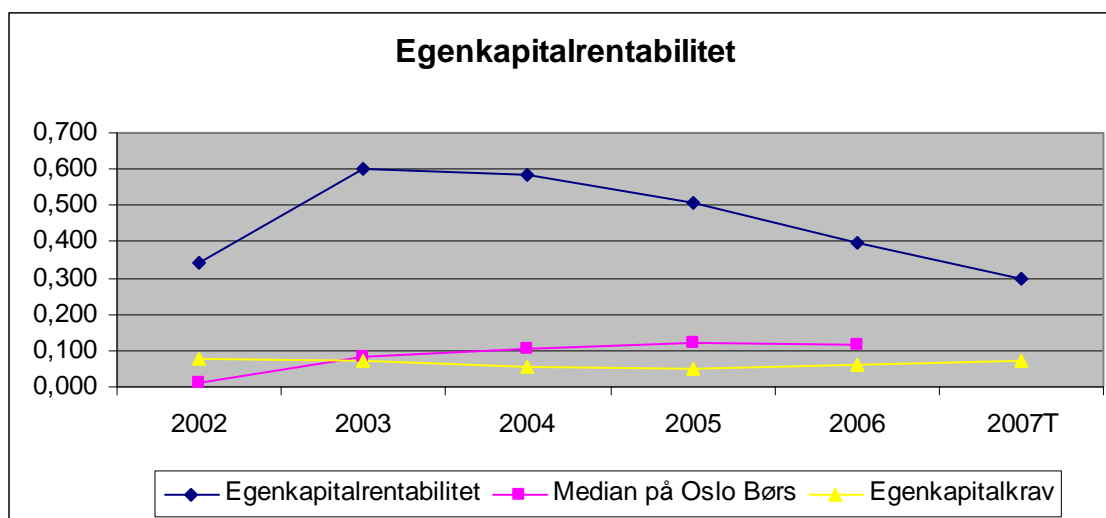
$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) / 2}$$

| Egenkapitalrentabilitet | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|-------------------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | 0 % |
| | Egenkapitalrentabilitet | 0,340 | 0,599 | 0,585 | 0,507 | 0,399 | 0,299 | 0,440 |
| - | Median på Oslo Børs | 0,013 | 0,081 | 0,105 | 0,122 | 0,116 | 0,000 | 0,078 |
| = | Superrentabilitet | 0,327 | 0,518 | 0,480 | 0,385 | 0,283 | 0,299 | 0,362 |
| | Egenkapitalrentabilitet | 0,340 | 0,599 | 0,585 | 0,507 | 0,399 | 0,299 | 0,440 |
| - | Egenkapitalkrav | 0,077 | 0,073 | 0,058 | 0,052 | 0,060 | 0,072 | 0,063 |
| | Superrentabilitet | 0,262 | 0,526 | 0,527 | 0,455 | 0,339 | 0,226 | 0,377 |

Tabell 8.1: Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten til Kongsberg Automotive er svært høy og det kan skilte med superrentabilitet i alle år av analysen. Selskapet overgår både egenkapitalkravet sitt og medianen

på Oslo børser med godt over 20 % for vært eneste år. Egenkapitalkravet var på sitt høyeste i 2004 da det var tett oppunder 60%. Grunnen til at Kongsberg Automotive har hatt en så høy egenkapitalrentabilitet skyldes i hovedsak at egenkapitalen til selskapet er ganske liten.



Figur 8.1: Egenkapitalrentabilitet mot egenkapitalkrav og median på Oslo Børs

For å få bedre innsikt i underliggende kilde til rentabiliteten kan egenkapitalen dekomponeres. Dekomponeringen vil ha fokus på skillet mellom drift og finansiering, og det er valgt å dekomponere i forhold til netto driftsrentabilitet ettersom den har et klart skille mellom drift og finansiering. Sammenhengen mellom egenkapitalen og netto driftsrentabilitet er:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig ,$$

Hvor $(ndr - nfgr) * nfgg$ er virkningen av finansiell gearing, mens $(dir - mir) * mig$ er virkningen av minoritetsgearing

| Dekomponering av ekr | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|----------------------|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | 0 % |
| | Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,202 | 0,220 | 0,175 | 0,127 | 0,177 |
| + | Netto finansiell gearing | 0,157 | 0,420 | 0,383 | 0,287 | 0,224 | 0,172 | 0,264 |
| + | Minoritetsgearing | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| = | Egenkapitalrentabilitet | 0,340 | 0,599 | 0,585 | 0,507 | 0,399 | 0,299 | 0,440 |

Tabell 8.2: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Som man kan se er nettodriftsrentabilitet forholdsvis stabil, mens netto finansiell gearing varierer fra 15,7 % i år 2002 til 42 % i år 2003

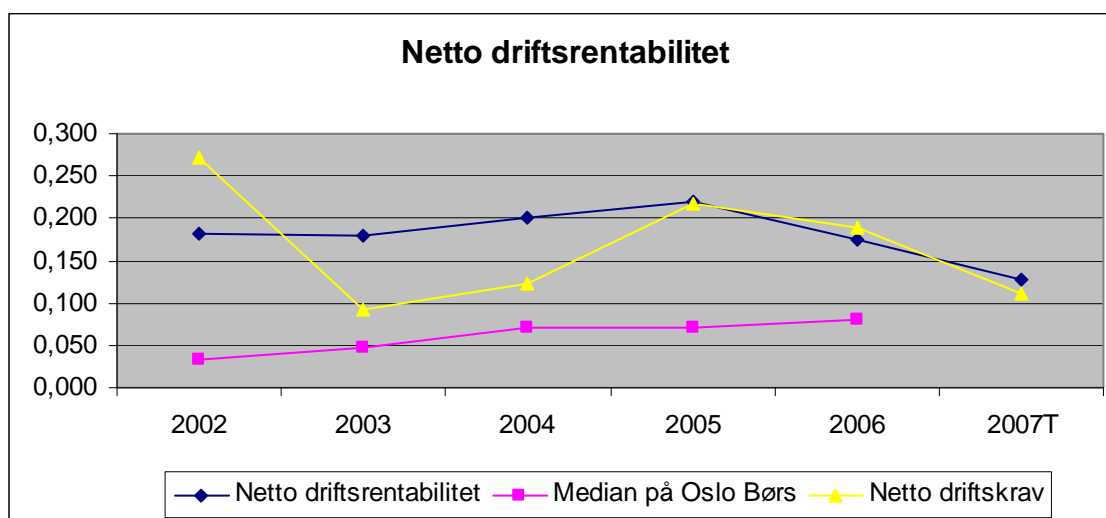
8.1.1 Netto driftsrentabilitet

Nettodriftsrentabilitet viser hvor mye netto driftskapital kaster av seg

| Netto driftsrentabilitet | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|--------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,202 | 0,220 | 0,175 | 0,127 | 0,177 |
| Median på Oslo Børs | 0,033 | 0,047 | 0,070 | 0,072 | 0,080 | 0,000 | 0,051 |
| Superrentabilitet | 0,149 | 0,132 | 0,132 | 0,148 | 0,095 | 0,127 | 0,125 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,202 | 0,220 | 0,175 | 0,127 | 0,177 |
| Netto driftskrav | 0,272 | 0,093 | 0,123 | 0,219 | 0,189 | 0,111 | 0,160 |
| Superrentabilitet | -0,089 | 0,086 | 0,079 | 0,002 | -0,014 | 0,016 | 0,017 |

Tabell 8.3: Netto driftsrentabilitet

Driftsrentabiliteten til selskapet ligger i hele perioden godt over median på Oslo børs og har en superrentabilitet i hele analyseperioden. Derimot når det gjelder sammenligning av netto driftsrentabiliteten mot netto driftskravet er avkastningen på rentabiliteten negativ i forhold til kravet i både 2002 og 2006.



Figur 8.2: Netto driftsrentabilitet mot netto driftskrav og median på Oslo Børs

I følge Du-Pont modellen (Penman 2004) kan netto driftsrentabilitet splittes netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde)

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

En slik oppsplitting gir en dypere innsikt i netto driftsrentabilitet.

| | Netto driftsrentabilitet | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| | Netto driftsmargin | 0,044 | 0,057 | 0,072 | 0,082 | 0,068 | 0,048 | 0,064 |
| * | Omløpet til netto driftseiendeler | 4,160 | 3,148 | 2,805 | 2,689 | 2,568 | 2,650 | 2,786 |
| = | Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,202 | 0,220 | 0,175 | 0,127 | 0,177 |

Tabell 8.4: Netto driftsrentabilitet

8.1.2 Analyse av finansiering

Dekomponeringer av egenkapitalrentabiliteten benyttes også ved analyse av gearing. En analyse av finansiell gearing vil vise om bruken av finansiell gjeld har en positiv påvirkning på egenkapitalrentabiliteten. Det vil det være dersom netto driftsrentabiliteten er større enn netto finansiell rente samtidig som netto finansiell gjeldsgrad er positiv.

| | Finansiell gearing | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| | Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,202 | 0,220 | 0,175 | 0,127 | 0,177 |
| - | Netto finansiell gjeldsrente | 0,079 | 0,031 | 0,052 | 0,049 | 0,033 | 0,022 | 0,038 |
| = | Netto rentemargin | 0,103 | 0,148 | 0,149 | 0,171 | 0,142 | 0,105 | 0,138 |
| * | Netto finansiell gjeldsgrad | 1,489 | 3,256 | 1,474 | 1,358 | 1,373 | 1,537 | 1,591 |
| | Virkning av finansiell gearing | 0,154 | 0,483 | 0,220 | 0,233 | 0,195 | 0,161 | 0,220 |

Tabell 8.5: Finansiell gearing

Netto rentemargin er positiv for Kongsberg Automotive i hele perioden. Dette innebærer at selskapet kunne økt avkastningen på egenkapitalen ved å benytte seg av en høyere gjeldsfinansiering. Årsaken til dette er at gevinsten knyttet til økt gjeld vil være større enn

kostnadene i form av større renteutbetalinger. Rentemarginen for Kongsberg Automotive ligger på mellom 10 % og 17 % for hele perioden. Det vektete snittet for netto rentemargin er for selskapet på 13,8 % som kan betraktes som bra.

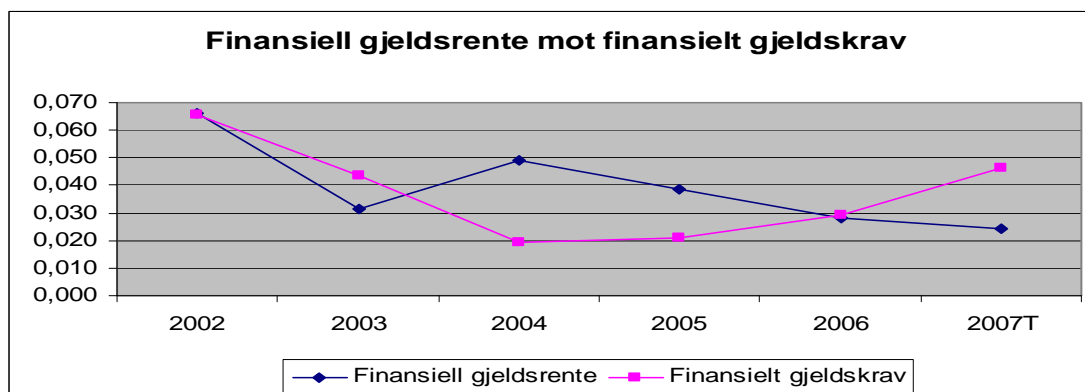
Videre vil det fokuseres på de ulike komponentene som utgjør netto finansiell gjeldsrente (nfgr). Under forklares det hvordan denne størrelsen kan dekomponeres.

$$nfgr = \frac{NFK}{FG} * \frac{FG}{NFG} - \frac{NFI}{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

| Netto finansiell gjeldsrente | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|-------------------------------------|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Finansiell gjeldsrente | | 0,066 | 0,032 | 0,049 | 0,039 | 0,028 | 0,024 | 0,035 |
| * FG/NFG | | 1,402 | 1,099 | 1,167 | 1,341 | 1,283 | 1,136 | 1,228 |
| Finansiell eiendelsrentabilitet | | 0,034 | 0,041 | 0,031 | 0,010 | 0,010 | 0,039 | 0,025 |
| * FE/NFG | | 0,402 | 0,099 | 0,167 | 0,341 | 0,283 | 0,136 | 0,228 |
| Netto finansiell gjeldsrente | | 0,079 | 0,031 | 0,052 | 0,049 | 0,033 | 0,022 | 0,037 |

Tabell 8.6: Netto finansiell gjeldsrente

Kongsberg Automotive sin nettofinansielle gjeldsrente har hatt en synkende tendens de seinere årene. Fra å være 7,9 % i 2002 og ned til 2,2 % i 2007T. Vi kan se ut fra grafen under at Kongsberg Automotive har hatt enkelte år hvor den finansielle gjeldsrenten er høyere enn kravet og enkelte år hvor den er lavere enn kravet.

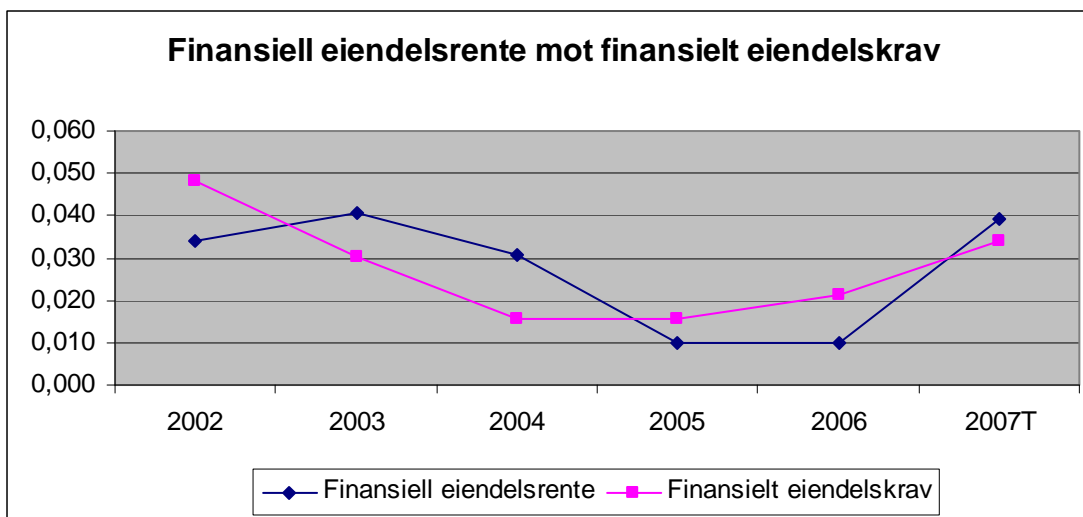


Figur 8.3: Finansiell gjeldsrente mot finansielt gjeldskrav

| Merrentabilitet | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------|
| | Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| | Finansiell gjeldsrente | 0,066 | 0,032 | 0,049 | 0,039 | 0,028 | 0,024 | 0,035 |
| - | Finansielt gjeldskrav | 0,065 | 0,044 | 0,019 | 0,021 | 0,029 | 0,046 | 0,035 |
| = | Merrentabilitet for lånegivere | 0,001 | -0,012 | 0,030 | 0,018 | -0,001 | -0,022 | 0,000 |
| | Finansiell eiendelsrentabilitet | 0,034 | 0,041 | 0,031 | 0,010 | 0,010 | 0,039 | 0,025 |
| - | Finansielt eiendelskrav | 0,048 | 0,030 | 0,016 | 0,016 | 0,021 | 0,034 | 0,025 |
| | Merrentabilitet på finansielle eiendeler | -0,014 | 0,011 | 0,015 | -0,006 | -0,011 | 0,005 | 0,000 |

Tabell 8.7: Merrentabilitet

Her ser vi at Kongsberg Automotive betaler en rente som er høyere enn gjeldskravet i 3 av periodene og lavere enn gjeldskravet for 3 av periodene. Det vektete gjennomsnittet viser at Kongsberg Automotive betaler akkurat det som er kravet og det oppstår ingen merrentabilitet.



Figur 8.4: Finansiell eiendelsrente mot finansielt eiendelskrav

Det siste steget i analysen av den finansielle gearingen er å se nærmere på Kongsberg Automotives netto finansielle gjeldsgrad (nfgg). Denne dekomponeres slik:

$$nfgg = \left(\frac{FG}{NDK} - \frac{FE}{NDE} \right) * \frac{NDE}{EK}$$

| Netto finansiell gjeldsgrad | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|-----------------------------|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| | Finansiell gjeldsdel | 0,839 | 0,841 | 0,695 | 0,772 | 0,742 | 0,688 | 0,742 |
| - | Finansiell eiendelsdel | 0,241 | 0,076 | 0,099 | 0,196 | 0,164 | 0,083 | 0,135 |
| * | Invers egenkapitalprosent | 2,489 | 4,256 | 2,474 | 2,358 | 2,373 | 2,537 | 2,620 |
| | Netto finansiell gjeldsgrad | 0,240 | 0,518 | 0,449 | 0,309 | 0,354 | 0,479 | 0,388 |

Tabell 8.8: Dekomponering av netto finansiell gjeldsgrad

Som man kan se ut fra tabellen så har Kongsberg Automotive en større andel finansiell gjeldsdel enn finansiell eiendelsdel. Dette fører til at den netto finansielle gjeldsgraden blir positiv.

8.1.2 Analyse av minoritet

I en vanlig analyse blir det som oftest også inkludert minoritetsgearing, men grunnet at Kongsberg Automotive ikke har minoritet i regnskapet sitt ser jeg ikke det som nødvendig å gjøre dette.

Kapittel 9. Analyse av vekst

Det siste trinnet i forholdstallsanalyse er analyse av vekst. Veksten er den prosentvise endringen i en variabel over tid og er veldig viktig fordi den er en underliggende verdidriver til verdsettingen. Siden vekst ikke har noen eksakt målestokk så må man se denne over tid. Innsikt om veksten har man fått gjennom den strategiske analysen. I tillegg kan man også få litt innsikt om den langsiktige veksten gjennom makroøkonomisk vekstanalyse. På lang sikt kan ikke veksten være større enn realveksten i økonomien i tillegg til et påslag for forventet inflasjon. På kort sikt kan derimot veksten variere alt ettersom hvor gode forutsetninger selskapet har for å konkurrere i bransjen.

Vekst på lang sikt

Den forventede langsiktige realveksten i den samlede økonomien, dvs makroøkonomisk vekst, pluss forventet inflasjon danner en øvre grense for hva som kan forventes å være bedriftens langsiktige vekst.

Tall fra statistisk sentralbyrås historiske statestikker viser at Norge har hatt en høy vekst i BNP i etterkrigstiden. Ved å studere den prosentvise veksten i BNP har veksten de siste 50 årene variert mellom 0 og ca 5 %. Den gjennomsnittlige geometriske veksten for hele perioden er omtrent 2 %.

Det geometriske gjennomsnittet for prisstigning i Norge er på ca 3,0 %. Norges Bank har som målsetning gjennom pengepolitikk å opprettholde en inflasjon på 2,5 %. Det har derfor blitt valgt å legge inflasjonsmålet til grunn for den langsiktige veksten som blir $3,0 \% + 2,5 \% = \text{ca } 5,5 \%$ pr år. (Knivsflå 2007)

Vekst på kort sikt

Bedrifter som vokser raskt vil før eller siden få en redusert vekstrate som vil gå mot den langsiktige veksten beskrevet over. På kort sikt må veksten sees i sammenheng med den generelle veksten i bransjen/markedet og med de resursene bedriften har til å skape vekst. Dersom bransjen ikke vokser, kan vekst bare skje på bekostning av andre bedrifter i bransjen.

9.1 Normalisert egenkapitalvekst

I analysen av egenkapitalveksten er det valgt å trekke ut den unormale veksten. Årsaken til dette er at det gir oss fremoverskuende tall. Unormal vekst kan skyldes transitorisk nettoresultat til egenkapitalen eller netto betalt utbytte som ikke er en del av selskapet normale utbyttepolitikk. Normalisert egenkapital vekst finnes ved å multiplisere egenkapitalrentabiliteten med 1 fratrukket normalisert utbytteforhold er forestått ordinært utbytte over nettoresultatet til egenkapitalen. Den følgende formelen viser hvordan den normaliserte egenkapitalveksten (ekv) beregnes:

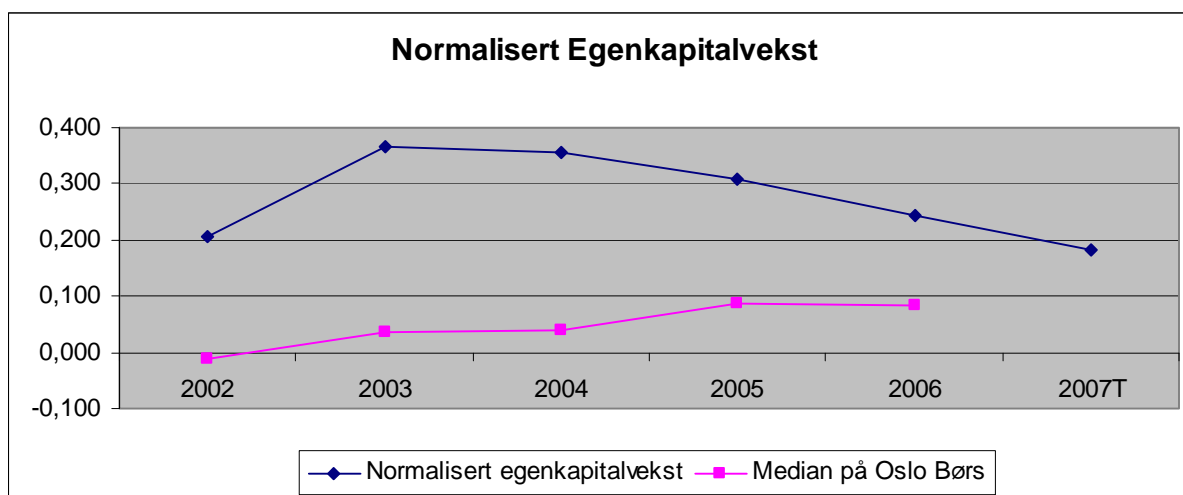
$$ekv = (1-eku) * ekr$$

Hvor eku = tilbakeholdelsesgrad

| Normalisert egenkapitalvekst | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|--|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Egenkapitalrentabilitet | 0,340 | 0,599 | 0,585 | 0,507 | 0,399 | 0,299 | 0,440 |
| * Tilbakeholdelsesgrad (1-eku) | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 |
| = Normalisert egenkapitalvekst | 0,207 | 0,365 | 0,356 | 0,309 | 0,243 | 0,182 | 0,268 |
| Normalisert egenkapitalvekst Oslo Børs | -0,011 | 0,036 | 0,040 | 0,086 | 0,084 | 0,000 | 0,047 |

Tabell 9.1: Normalisert egenkapitalvekst.

I tabellen ser vi at Kongsberg Automotive hele tiden har hatt en positiv egenkapitalvekst, mens medianen på Oslo Børs var negativ i 2002. Utenom disse to årene så har veksten vært høyere enn markedet. Det vektete gjennomsnittet av egenkapitalveksten er på 0,272 og er å anse som en ganske god vekst.



Fi

Figur 9.1: Normalisert egenkapitalvekst.

Egenkapitalveksten kan dekomponeres på samme måte som egenkapitalrentabiliteten, for å avdekke hva som driver veksten.

$$ekv = (1 - eku) * [ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig]$$

| Normalisert egenkapitalvekst | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftsrentabilitet | 0,182 | 0,179 | 0,202 | 0,220 | 0,175 | 0,127 | 0,177 |
| + Netto finansiell gearing | 0,157 | 0,420 | 0,383 | 0,287 | 0,224 | 0,172 | 0,264 |
| + Minoritets gearing | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| = Normalisert egenkapitalvekst | 0,340 | 0,599 | 0,585 | 0,507 | 0,399 | 0,299 | 0,000 |
| * Tilbakeholdelsesgrad (1-eku) | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 | 0,609 |
| = Normalisert egenkapitalvekst | 0,207 | 0,365 | 0,356 | 0,309 | 0,243 | 0,182 | 0,268 |

Tabell 9.2: Dekomponert normalisert egenkapitalvekst.

9.2 Driftsinntektsvekst

Det neste steget i vekstanalysen er å se på utviklingen i driftsinntekter til selskapet

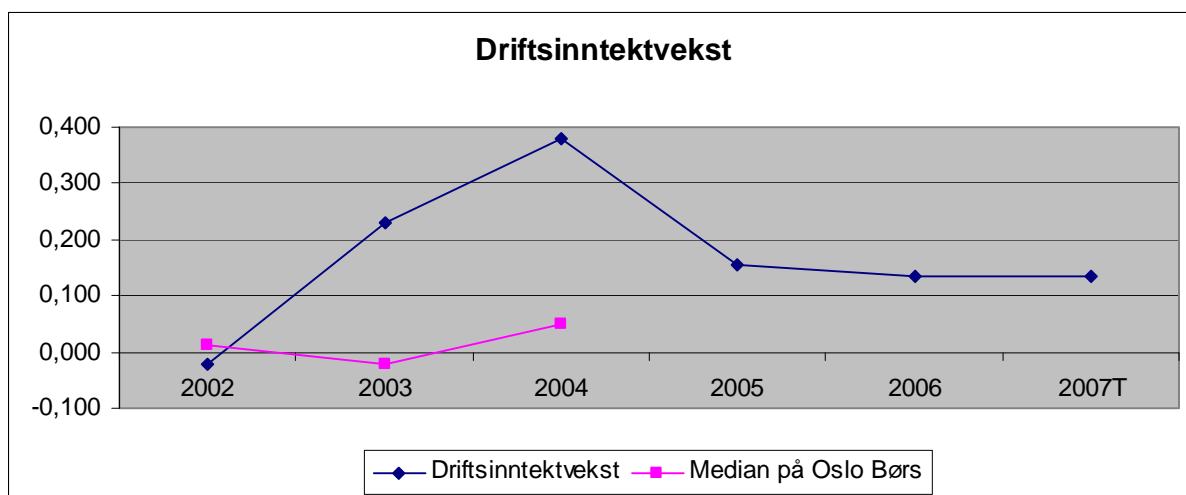
$$div_t = (DI - DI_{t-1}) / DI_{t-1}$$

Hvor DI = driftsinntekter og div = driftsinntektsvekst

| Driftsinntektsvekst | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Endring i driftsinntekter | -26.669 | 294.898 | 600.932 | 339.923 | 338.160 | 386.344 | 367407 |
| / Fjorårets driftsinntekt | 1.316.156 | 1.289.487 | 1.584.385 | 2.185.317 | 2.525.240 | 2.863.400 | 2.216.637 |
| = Driftsinntektsvekst | -0,02 | 0,229 | 0,379 | 0,156 | 0,134 | 0,135 | 0,177 |
| Median på Oslo Børs | 0,013 | -0,023 | 0,049 | 0 | 0 | 0 | 0,013 |

Tabell 9.3: Driftsinntektsvekst

Ut fra tabellen ser vi at Kongsberg Automotive har hatt veldig god vekst i driftsinntekter de siste årene. I 2002 hadde riktignok selskapet en nedgang i stedet for en vekst, men siden den gang har veksten vært høy. Noe av denne veksten skyldes oppkjøpene som er blitt gjort i denne perioden. Men Kongsberg Automotive har også vært flinke til å skape verdier i en vanskelig bransje.



Figur 9.2: Driftsinntektsvekst

Vekst i netto driftsresultat (ndv) finner man ved å addere vekstvirkingen av operasjonell gearing til veksten av driftsinntekter:

$$ndv_t = div_t + \underbrace{(div_t - dkv_t)}_{\text{Vekstvirking - av-operasjonell-gearing}} * \frac{DK_{t-1}}{NDR_{t-1}}$$

| Netto driftsresultatvekst | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|--|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Driftsinntektsvekst | -0,020 | 0,229 | 0,379 | 0,156 | 0,134 | 0,135 | 0,177 |
| + Vekstvirking av operasjonell gearing | 0,411 | 0,517 | 0,515 | 0,226 | -0,269 | -0,476 | 0,009 |
| = Netto driftsresultatvekst | 0,390 | 0,746 | 0,894 | 0,382 | -0,135 | -0,341 | 0,186 |

Tabell 9.4: Netto driftsresultat vekst

Som man kan se her blir den netto driftsresultat veksten negativ for årene 2006 og 2007 T.

Til slutt ser man at veksten i nettoresultatet (nrv) avhenger av veksten i driftsinntektene, vekstvirkningene av operasjonell gearing og vekstdriverne av finansiell gearing.

$$ndv_t = div_t + \underbrace{(div_t - dkv_t) * \frac{DK_{t-1}}{NDR_{t-1}}}_{\text{Vekstvirkning av operasjonell gearing}} + \underbrace{(div_t - fkv_t) * \frac{FK_{t-1}}{NRE_{t-1}}}_{\text{Vekstvirkning av finansiell gearing}}$$

| | Vekst i nettoresultat til EK | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T | 02-07T |
|---|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| | Vekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| | Driftsinntekstvekst | -0,020 | 0,229 | 0,379 | 0,156 | 0,134 | 0,135 | 0,177 |
| + | Vekstvirkning av operasjonell gearing | 0,674 | 0,714 | 0,644 | 0,279 | -0,318 | -0,545 | 0,042 |
| + | Vekstvirkning av finansiell gearing | 0,105 | 0,051 | -0,060 | 0,028 | 0,068 | 0,049 | 0,036 |
| = | Vekst i nettoresultat til EK | 0,759 | 0,994 | 0,963 | 0,462 | -0,116 | -0,360 | 0,255 |

Tabell 9.5: Vekst i nettoresultatet

Oppsummering

Kongsberg Automotive har hatt en gjennomsnittlig normalisert egenkapitalvekst på 26,8 % noe som tilsier at selskapet har gjort det bra i en periode hvor bilindustrien har slitt.

Gjennomsnitt driftsinntekstvekst ligger på 17,7 % mens gjennomsnittlig vekst i driftsresultatet er på 18,6 %

Kapittel 10 Framtidsregnskap

Utgangspunktet for budsjetteringen er den strategiske analysen og regnskapsanalyse. Siden Kongsberg Automotive ikke er i steady state må det lages et budsjett fram til budsjetthorisonen.

10.1 Valg av budsjetthorisonen

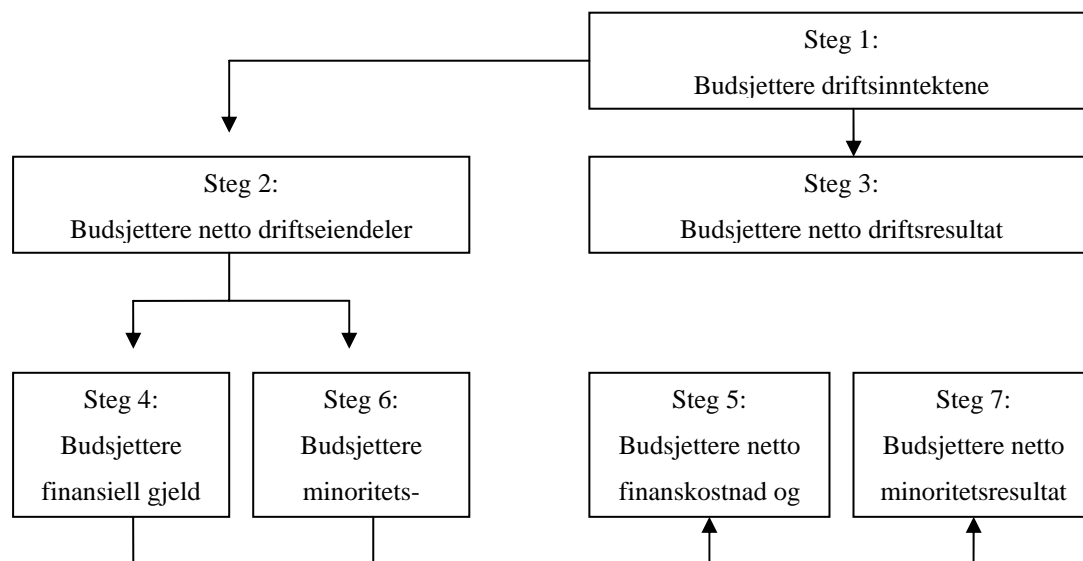
Budsjetthorisonen er fram til det året de en går over fra budsjettering til enkel framskrivning av verdidriverne (T). Tid til steady state, det vil si det tidspunktet der veksten er tilnærmet konstant, og kvaliteten på regnskapsføringen er det som er avgjørende for lengden på budsjetthorisonen. Lengden av budsjetthorisonen bestemmes av en del ulike faktorer. Jo bedre regnskapsføringen er desto kortere kan horisonen være for å fange opp selskapet sine verdier. Kvaliteten avhenger med andre ord av hvilket regnskapssystem, som benyttes.

- Verdibasert regnskap: Horisont lik 0
- Korrekt historisk kost: Horisont lik 5-10 år
- God regnskapskikk: Horisont 6-14 år
- Kontantprinsippet: Horisont 10-18 år.

Kongsberg Automotive utarbeider i dag regnskapet sitt basert på IFRS. De forandret regnskapsmetode i 2005 da selskapet ble børsnotert. Selskapet har de siste årene kjøpt opp flere virksomheter, opererer i en bransje som vokser i ene delen av verden mens står stille i andre deler av verden. Budsjetthorisonen som er bestemt for dette selskapet er 10 år.

10.2 Budsjettering fram til budsjetthorisonen.

Siden det ligger mange usikre faktorer i budsjetteringen har jeg valgt å benytte en enkel modell i utarbeidingen av budsjettet. Budsjettet er laget basert på hva som er mest sannsynlig for den forventede utviklingen



Figur 4.1 Rammeverk for budjettering

10.2.1 Driftsinntekter (steg 1).

Det første steget er å fremskrive driftsinntektene. Driverne til driftsinntektene er driftsinntektvekstene (div) som finnes ved hjelp av følgende formel

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

Utviklingen i driftsinntektene til Kongsberg Automotive har vært god. Selskapet har de siste årene hatt et vektet gjennomsnitt for driftsinntektene på 17,7 %. Dette ser svært høyt i en bransje som har vært nede i en bølgedal. Denne veksten har hovedsakelig komst grunnet oppkjøp av andre enheter. Inntektene er ventet å øke i nye markeder, men vil også stagnere i veletablerte markeder. Det er lite sannsynlig at Kongsberg Automotive klarer å holde denne veksten like høy som den har vært de siste årene. Driftsinntektene er ventet å bevege seg sakte men sikkert mot 5,5 % årlig vekst ved steady state (2017). Under viser den antatte utviklingen i driftsinntekter for Kongsberg Automotive.

| Driftsinntektsvekst | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Driftsinntektsvekst | 0,135 | 0,135 | 0,128 | 0,120 | 0,113 | 0,105 | 0,095 | 0,085 | 0,075 | 0,065 | 0,055 | 0,055 | 0,055 |

Tabell 10.1 Vekst i driftsinntekter

| Driftsinntekter | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Dlt+1 | 2863400 | 3249745 | 3688461 | 4158739 | 4657788 | 5181789 | 5725877 |
| + Driftsinntektsvekst | 0,135 | 0,135 | 0,128 | 0,120 | 0,113 | 0,105 | 0,095 |
| = Driftsinntekter | 3249745 | 3688461 | 4158739 | 4657788 | 5181789 | 5725877 | 6269835 |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| | 6269835 | 6802771 | 7312979 | 7788323 | 8216681 | 8668598 | 9145371 |
| | 0,085 | 0,075 | 0,065 | 0,055 | 0,055 | 0,055 | 0,055 |
| | 6802771 | 7312979 | 7788323 | 8216681 | 8668598 | 9145371 | 9648366 |

Tabell 10.2 Oversikt over forandringene i DI fra år til år

10.2.2 Utvikling i netto driftseiendeler (steg 2).

Det andre steget er netto driftseiendeler som er uttrykt som driftsinntekter i forhold til omløpet til netto driftseiendeler (onde).

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Onde avhenger av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. En økning i omløpet indikerer en bedring i effektiviteten til selskapet. Kongsberg Automotive er hele tiden interessert i å øke effektiviteten i produksjonen sin. De opererer i en bransje hvor effektivitet og kostnadsbesparelser er alfa & omega for om bedriftene skal klare seg. Her er Kongsberg Automotive en av de beste i klassen og det er ventet at det klarer å holde dett oppe. Det er ventet onde vil øke litt i perioden 2008-2012. Deretter vil det synke mot det tidsvektete gjennomsnittet i 2017. Ettersom omløpet blir regnet ut på basis av utgående kapital i budsjettet benyttes 2,521 i 2007 i stedet for 2,65 som var beregnet tidligere.

| Onde | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Onde | 2,521 | 2,795 | 2,805 | 2,815 | 2,825 | 2,835 | 2,825 | 2,815 | 2,805 | 2,796 | 2,786 | 2,786 | 2,786 |

Tabell 10.3 Oversikt over onde fra 2007 til 2019

| Netto driftseiendeler | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Dlt+1 | 3 688 461 | 4 158 739 | 4 657 788 | 5 181 789 | 5 725 877 | 6 269 835 | 6 802 771 |
| / ondet+1 | 2,795 | 2,805 | 2,815 | 2,825 | 2,835 | 2,825 | 2,815 |
| = NDE | 1 319 762 | 1 482 726 | 1 654 753 | 1 834 396 | 2 019 857 | 2 219 416 | 2 416 449 |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| | 7 312 979 | 7 788 323 | 8 216 681 | 8 668 598 | 9 145 371 | 9 648 366 | |
| | 2,805 | 2,796 | 2,786 | 2,786 | 2,786 | 2,786 | |
| | 2 606 757 | 2 785 929 | 2 949 494 | 3 111 716 | 3 282 617 | 3 463 161 | |

Tabell 10.4 Oversikt over onde's effekt på NDE i perioden 2007-2019

10.2.3 Utvikling i netto driftsresultat (steg 3).

Det tredje steget fremskriver netto driftsresultat. Driveren til netto driftsresultat er den fremskrevne netto driftsmargin(ndm)

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_1}$$

Utviklingen i netto driftsmargin avhenger av utviklingen i netto driftsresultat sett i forhold til utviklingen i driftsinntekter. Netto driftsmargin for Kongsberg Automotive ble presentert i analysen av lønnsomhet hvor analysen viste en tidsvektet netto driftsmargin på 6,4 % i analyseperioden.

Generelt kan man si at konkurransen i markedet reduserer driftsmarginen til de involverte partene. Som et selskap som opererer i bilindustrien er Kongsberg Automotive utsatt for sterk konkurranse. Kongsberg Automotive har en strategisk fordel overfor andre selskap i denne bransjen. Dette er med på å øke ndm litt fra nivået den er på i dag til 6,4 % i 2017.

Dette gir følgende utvikling

| Ndm | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ndm | 0,048 | 0,052 | 0,056 | 0,060 | 0,064 | 0,068 | 0,067 | 0,066 | 0,066 | 0,065 | 0,064 | 0,064 | 0,064 |

Tabell 10.5 Oversikt over ndm fra 2007 til 2019

| Netto Driftsresultat | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| DI | 3 249 745 | 3 688 461 | 4 158 739 | 4 657 788 | 5 181 789 | 5 725 877 | 6 269 835 |
| * Ndm | 0,048 | 0,052 | 0,056 | 0,060 | 0,064 | 0,068 | 0,067 |
| = NDR | 155 685 | 191 457 | 232 502 | 279 034 | 331 152 | 388 827 | 420 749 |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| | 6 802 771 | 7 312 979 | 7 788 323 | 8 216 681 | 8 668 598 | 9 145 371 | |
| | 0,066 | 0,066 | 0,065 | 0,064 | 0,064 | 0,064 | |
| | 451 071 | 479 051 | 503 958 | 525 103 | 553 983 | 584 452 | |

Tabell 10.6 Oversikt over ndm's effekt på NDR i perioden 2007-2019

10.2.4 Utvikling i netto finansiell gjeld (steg 4).

Steg 4 består av fremskrivning av netto finansiell gjeld. Driveren til finansiell gjeld og finansielle eiendeler bestemmes separat. Kapitalstrukturen, og dermed netto finansiell gjeldsdel, er rimelig stabil over tid. På lengre sikt kan selskaper med mye gjeld ønske å redusere gjelden, mens selskaper med lite gjeld vil kunne finne det optimalt å øke gjeldsandelen

Driveren til finansiell gjeld er den fremskrevne gjeldsdelen til selskapet (fgd)

$$fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_1}$$

Finansiell gjeldsdel (fgd) bestemmes av finansiell gjeld (FG) sett i forhold til netto driftseiendeler (NDE). Gjeldsdelen for 2007T ligger på 68,8% mens det tidsvekta gjennomsnittet i analyseperioden er 74,2 %. Det tidsvektede gjennomsnittet er ganske så høyt og det skyldes at Kongsberg Automotive har lånt mye kapital for å finansiere oppgjør av diverse bedrifter. Det er derfor ventet at gjeldsdelen vil øke i 2008. Men etter dette året er det ventet at gjelden vil minske og en forventer at den finansielle gjeldsdelen er på 45 % ved steady state.

Dette gir følgende utvikling

| fgd | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| fgd | 0,688 | 0,700 | 0,673 | 0,645 | 0,617 | 0,589 | 0,561 | 0,534 | 0,506 | 0,478 | 0,450 | 0,450 | 0,450 |

Tabell 10.7 Oversikt over finansiell gjeldsdel fra 2007 til 2019

Finansielle eiendeler

Driveren til finansielle eiendeler er den fremskrevne finansielle eiendelsdelen (fed):

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Finansiell eiendelsdel avhenger av forholdet mellom finansielle eiendeler (FE) og netto driftseiendeler (NDE). I 2007 har Kongsberg Automotive en eiendelsandel på 8,3 % mens det tidsvektede gjennomsnittet for perioden er 13,5 %. Jeg antar at eiendelsdelen konvergerer lineært mot tidsvektet gjennomsnitt på 13,5 % og får følgende utvikling:

| fed | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| fed | 0,083 | 0,088 | 0,093 | 0,098 | 0,104 | 0,109 | 0,114 | 0,119 | 0,125 | 0,130 | 0,135 | 0,135 | 0,135 |

Tabell 10.8 Oversikt over finansiell eiendelsdel fra 2007 til 2019

| Netto finansiell gjeld | 2 007 | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| NDE | 1319762 | 1482726 | 1654753 | 1834396 | 2019857 | 2219416 | 2416449 |
| * Fgd | 0,688 | 0,700 | 0,673 | 0,645 | 0,617 | 0,589 | 0,561 |
| = FG | 908500 | 1038474 | 1112993 | 1182866 | 1246349 | 1307835 | 1356817 |
| NDE | 1319762 | 1482726 | 1654753 | 1834396 | 2019857 | 2219416 | 2416449 |
| * Fed | 0,083 | 0,088 | 0,093 | 0,098 | 0,104 | 0,109 | 0,114 |
| = FE | 108900 | 130176 | 154016 | 180422 | 209328 | 241727 | 275946 |
| = NFG | 799600 | 908299 | 958977 | 1002444 | 1037021 | 1066108 | 1080871 |
| | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 | |
| | 2606757 | 2785929 | 2949494 | 3111716 | 3282617 | 3463161 | |
| | 0,534 | 0,506 | 0,478 | 0,450 | 0,450 | 0,450 | |
| | 1391263 | 1409501 | 1410324 | 1401455 | 1478425 | 1559738 | |
| | 2606757 | 2785929 | 2949494 | 3111716 | 3282617 | 3463161 | |
| | 0,119 | 0,125 | 0,130 | 0,135 | 0,135 | 0,135 | |
| | 311442 | 347558 | 383537 | 421124 | 443153 | 467527 | |
| | 1079821 | 1061943 | 1026787 | 980331 | 1035271 | 1092211 | |

Tabell 10.9 Oversikt over fgd's og fed's effekt på NDE i perioden 2007-2019

10.2.5 Utvikling i netto finansresultat (steg 5).

I steg 5 blir netto finansresultat framskrevet. Også netto finansresultat splittes i to deler: netto finanskostnad og netto finansinntekt.

Netto finanskostnad

Driveren til netto finanskostnad er den fremskrevne finansielle gjeldsrenten (fgr):

$$fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_t}$$

Finansiell gjeldsrente (fgr) beregnes ut fra andel netto finanskostnader (NFK) i forhold til finansiell gjeld (FG). Finansiell gjeldsrente ble analysert i kapittelet om lønnsomhet, og tidsvektet gjennomsnitt er lik 3,5 %. Det er rimelig å anta at gjeldsrenten nærmer seg gjeldskravet. For at denne konvergeringen skal være sannsynlig, må kapitalmarkedet være velfungerende og finansiell gjeld må være balanseført til virkelig verdi. Den finansielle gjeldsrenten blir fra 2008 lik det finansielle gjeldskravet.

| fgr | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| fgr | 0,024 | 0,047 | 0,049 | 0,050 | 0,045 | 0,047 | 0,048 | 0,049 | 0,050 | 0,051 | 0,059 | 0,059 | 0,059 |

Tabell 10.10 Oversikt over finansiell gjeldsrente fra 2007 til 2019

Netto finansinntekt

Driveren til netto finansinntekt er den fremskrevne finansielle eiendelsrenten (fer):

$$fer_t = \frac{NFI_t}{FE_t}$$

Finansiell eiendelsrente (fer) beregnes ut fra andel netto finansinntekt (NFI) i forhold til finansielle eiendeler (FE) Den tidsvektede finansielle eiendelsrenten ble presentert i analysen av lønnsomhet, og er på 3,9 %.. Det er rimelig å anta at fer vil konvergere mot eiendelskravet på lengre sikt. Finansiell eiendelsrente = finansielt eiendelskrav fra 2008

| fer | 2 007 | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| fer | 0,039 | 0,036 | 0,038 | 0,041 | 0,043 | 0,045 | 0,047 | 0,049 | 0,051 | 0,053 | 0,056 | 0,056 | 0,056 |

Tabell 10.11 Oversikt over finansiell eiendelsrente fra 2007 til 2019

| Netto finans kostnad | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | FGt-1 | 956 800 | 908 500 | 1 038 474 | 1 112 993 | 1 182 866 | 1 246 349 | 1 307 835 |
| * | Fgr | 0,023 | 0,047 | 0,049 | 0,050 | 0,045 | 0,047 | 0,048 |
| = | NFK | 21 823 | 43 108 | 50 430 | 55 306 | 53 813 | 58 076 | 62 428 |
| | Fet-1 | 211 000 | 108 900 | 130 176 | 154 016 | 180 422 | 209 328 | 241 727 |
| * | Fer | 0,020 | 0,036 | 0,038 | 0,041 | 0,043 | 0,045 | 0,047 |
| = | NFI | 4 250 | 3 948 | 5 005 | 6 259 | 7 678 | 9 359 | 11 329 |
| = | NFK-NFI | 17 573 | 39 160 | 45 425 | 49 047 | 46 135 | 48 716 | 51 100 |
| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| | | 1 356 817 | 1 391 263 | 1 409 501 | 1 410 324 | 1 401 455 | 1 478 425 | |
| | | 0,049 | 0,050 | 0,051 | 0,059 | 0,059 | 0,059 | |
| | | 66 361 | 69 735 | 72 421 | 82 663 | 82 147 | 86 658 | |
| | | 275 946 | 311 442 | 347 558 | 383 537 | 421 124 | 443 153 | |
| | | 0,049 | 0,051 | 0,053 | 0,056 | 0,056 | 0,056 | |
| | | 13 528 | 15 941 | 18 542 | 21 520 | 23 629 | 24 865 | |
| | | 52 832 | 53 794 | 53 879 | 61 143 | 58 518 | 61 793 | |

Tabell 10.12 Oversikt over fer's og fgr's effekt på NFI og NFK i perioden 2007-2019

10.2.6 Oppsummert Framtidsregnskap

Ved hjelp av gjennomgått modell kan jeg nå framskrive regnskapet til Kongsberg Automotives. Fremskrivningen består av et fremtidsregnskap, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm. Oppstillingen nedenfor viser regnskapstallene fra og med 2007-2019.

| Budsjettdriverne | 2 | | | | | | |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2 007 | 2 008 | 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
| div | 0,135 | 0,135 | 0,128 | 0,120 | 0,113 | 0,105 | 0,095 |
| ondet+1 | 2,795 | 2,805 | 2,815 | 2,825 | 2,835 | 2,825 | 2,815 |
| ndm | 0,048 | 0,052 | 0,056 | 0,060 | 0,064 | 0,068 | 0,067 |
| fgd | 0,688 | 0,700 | 0,673 | 0,645 | 0,617 | 0,589 | 0,561 |
| fed | 0,083 | 0,088 | 0,093 | 0,098 | 0,104 | 0,109 | 0,114 |
| fgr | 0,024 | 0,047 | 0,049 | 0,050 | 0,045 | 0,047 | 0,048 |
| fer | 0,039 | 0,036 | 0,038 | 0,041 | 0,043 | 0,045 | 0,047 |
| mid | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| mir | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |

| | 2 | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2 014 | 2 015 | 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 |
| | 0,085 | 0,075 | 0,065 | 0,055 | 0,055 | 0,055 |
| | 2,805 | 2,796 | 2,786 | 2,786 | 2,786 | 2,786 |
| | 0,066 | 0,066 | 0,065 | 0,064 | 0,064 | 0,064 |
| | 0,534 | 0,506 | 0,478 | 0,450 | 0,450 | 0,450 |
| | 0,119 | 0,125 | 0,130 | 0,135 | 0,135 | 0,135 |
| | 0,049 | 0,050 | 0,051 | 0,059 | 0,059 | 0,059 |
| | 0,049 | 0,051 | 0,053 | 0,056 | 0,056 | 0,056 |
| | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |

Tabell 10.13 Oversikt over budsjettdriverne

| Framtidsregnskap | 2 007 | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Driftsinntekter | 3249745 | 3688461 | 4158739 | 4657788 | 5181789 | 5725877 |
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Netto driftsresultat | 155685 | 191457 | 232502 | 279034 | 331152 | 388827 |
| + Netto finansinntekt | 4250 | 3948 | 5005 | 6259 | 7678 | 9359 |
| = Nettoresultat til sysselsatt kapital | 159935 | 195405 | 237507 | 285293 | 338830 | 398186 |
| - Netto finanskostnad | 21823 | 43108 | 50430 | 55306 | 53813 | 58076 |
| = Nettoresultat til egenkapital | 138112 | 152297 | 187077 | 229986 | 285017 | 340110 |
| + Unormalt netto driftsresultat | -140895 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + Unormalt netto finansresultat | 30940 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| = Fullstendig nettoresultat | 28158 | 152297 | 187077 | 229986 | 285017 | 340110 |
| - Netto betalt utbytte | 51100 | 98031 | 65729 | 93810 | 134133 | 169638 |
| = Endring i egenkapital | -22943 | 54266 | 121348 | 136176 | 150884 | 170472 |

| | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 6802771 | 7312979 | 7788323 | 8216681 | 8668598 | 9145371 |
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 451071 | 479051 | 503958 | 525103 | 553983 | 584452 |
| | 13528 | 15941 | 18542 | 21520 | 23629 | 24865 |
| | 464599 | 494992 | 522500 | 546622 | 577612 | 609317 |
| | 66361 | 69735 | 72421 | 82663 | 82147 | 86658 |
| | 398238 | 425257 | 450080 | 463960 | 495466 | 522659 |
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 398238 | 425257 | 450080 | 463960 | 495466 | 522659 |
| | 206880 | 228208 | 251358 | 255281 | 379506 | 399055 |
| | 191358 | 197049 | 198722 | 208678 | 115960 | 123604 |

Tabell 10.14 Fremtidsregnskap

| Framtidsbalanse | | 2 007 | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
|----------------------------|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | | | | | | | | |
| NETTO DRIFTSEIENDEL | | 1 319 762 | 1 482 726 | 1 654 753 | 1 834 396 | 2 019 857 | 2 219 416 | 2 416 449 |
| | Egenkapital | 520 162 | 574 427 | 695 776 | 831 952 | 982 836 | 1 153 309 | 1 335 579 |
| + | Minoritetsinteresser | - | - | - | - | - | - | - |
| + | Netto finansiell gjeld | 799 600 | 908 299 | 958 977 | 1 002 444 | 1 037 021 | 1 066 108 | 1 080 871 |
| NETTO DRIFTSKAPITAL | | 1 319 762 | 1 482 726 | 1 654 753 | 1 834 396 | 2 019 857 | 2 219 416 | 2 416 449 |
| | | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 | |
| | | | | | | | | |
| | | 2 606 757 | 2 785 929 | 2 949 494 | 3 111 716 | 3 282 617 | 3 463 161 | |
| | | 1 526 937 | 1 723 986 | 1 922 708 | 2 131 386 | 2 247 346 | 2 370 950 | |
| | | - | - | - | - | - | - | |
| | | 1 079 821 | 1 061 943 | 1 026 787 | 980 331 | 1 035 271 | 1 092 211 | |
| | | 2 606 757 | 2 785 929 | 2 949 494 | 3 111 716 | 3 282 617 | 3 463 161 | |

Tabell 10.15 Fremtidsbalanse basert på Netto driftskapital

| Framtidsbalanse | | 2.007 | 2.008 | 2.009 | 2.010 | 2.011 | 2.012 | 2.013 |
|------------------------------|-----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | | | | | | | | |
| | Netto driftseiendeler | 1.319.762 | 1.482.726 | 1.654.753 | 1.834.396 | 2.019.857 | 2.219.416 | 2.416.449 |
| + | Finansielle eiendeler | 108.900 | 130.176 | 154.016 | 180.422 | 209.328 | 241.727 | 275.946 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | | 1.428.662 | 1.612.902 | 1.808.769 | 2.014.818 | 2.229.185 | 2.461.144 | 2.692.396 |
| | Egenkapital | 520.162 | 574.427 | 695.776 | 831.952 | 982.836 | 1.153.309 | 1.335.579 |
| + | Minoritetsinteresser | - | - | - | - | - | - | - |
| + | Finansiell gjeld | 908.500 | 1.038.474 | 1.112.993 | 1.182.866 | 1.246.349 | 1.307.835 | 1.356.817 |
| SYSSELSATT KAPITAL | | 1.428.662 | 1.612.902 | 1.808.769 | 2.014.818 | 2.229.185 | 2.461.144 | 2.692.396 |
| | | 2.014 | 2.015 | 2.016 | 2.017 | 2.018 | 2.019 | |
| | | | | | | | | |
| | | 2.606.757 | 2.785.929 | 2.949.494 | 3.111.716 | 3.282.617 | 3.463.161 | |
| | | 311.442 | 347.558 | 383.537 | 421.124 | 443.153 | 467.527 | |
| | | 2.918.200 | 3.133.487 | 3.333.032 | 3.532.840 | 3.725.770 | 3.930.688 | |
| | | 1.526.937 | 1.723.986 | 1.922.708 | 2.131.386 | 2.247.346 | 2.370.950 | |
| | | - | - | - | - | - | - | |
| | | 1.391.263 | 1.409.501 | 1.410.324 | 1.401.455 | 1.478.425 | 1.559.738 | |
| | | 2.918.200 | 3.133.487 | 3.333.032 | 3.532.840 | 3.725.770 | 3.930.688 | |

Tabell 10.16 Fremtidsbalanse basert på Syssele satt kapital

| Endring i EK | 2 007 | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | | | | | | | |
| Inngående egenkapital | 543 104 | 520 162 | 574 427 | 695 776 | 831 952 | 982 836 | 1 153 309 |
| + Nettoresultat til EK | 28 158 | 152 297 | 187 077 | 229 986 | 285 017 | 340 110 | 369 650 |
| - Utgående egenkapital | 520 162 | 574 427 | 695 776 | 831 952 | 982 836 | 1 153 309 | 1 335 579 |
| = Fri kontantstrøm til EK | 51 100 | 98 031 | 65 729 | 93 810 | 134 133 | 169 638 | 187 379 |
| | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 | |
| | 1 335 579 | 1 526 937 | 1 723 986 | 1 922 708 | 2 131 386 | 2 247 346 | |
| | 398 238 | 425 257 | 450 080 | 463 960 | 495 466 | 522 659 | |
| | 1 526 937 | 1 723 986 | 1 922 708 | 2 131 386 | 2 247 346 | 2 370 950 | |
| | 206 880 | 228 208 | 251 358 | 255 281 | 379 506 | 399 055 | |

Tabell 10.17 Fri kontantstrøm til egenkapital

| Endring i EK | 2 007 | 2 008 | 2 009 | 2 010 | 2 011 | 2 012 | 2 013 |
|--|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | | | | | | | |
| Netto driftsresultat | 155 685 | 191 457 | 232 502 | 279 034 | 331 152 | 388 827 | 420 749 |
| + Unormalt netto driftsresultat | (140 895) | - | - | - | - | - | - |
| - Endring i netto driftseiendeler | 30 858 | 162 964 | 172 027 | 179 643 | 185 461 | 199 559 | 197 033 |
| = FKD | (16 067) | 28 492 | 60 475 | 99 391 | 145 691 | 189 268 | 223 716 |
| - Netto finanskostnad | 21 823 | 43 108 | 50 430 | 55 306 | 53 813 | 58 076 | 62 428 |
| + Enfring i finansiell gjeld | (48 300) | 129 974 | 74 519 | 69 873 | 63 483 | 61 487 | 48 982 |
| - Netto minoritetsresultat | - | - | - | - | - | - | - |
| + Endring i minoritetsinteresser | - | - | - | - | - | - | - |
| = Fri KS til EK fra drift | (86 190) | 115 358 | 84 564 | 113 957 | 155 361 | 192 679 | 210 269 |
| - Netto betalt utbytte | 51 100 | 98 031 | 65 729 | 93 810 | 134 133 | 169 638 | 187 379 |
| Fri KS til finansielle inv. Fra drift | (137 290) | 17 328 | 18 836 | 20 147 | 21 228 | 23 041 | 22 890 |
| - Netto finansinntekt | 4 250 | 3 948 | 5 005 | 6 259 | 7 678 | 9 359 | 11 329 |
| + Unormalt netto finansresultat | 30 940 | - | - | - | - | - | - |
| - Fri KS til finansielle inv. | (102 100) | 21 276 | 23 840 | 26 406 | 28 906 | 32 400 | 34 219 |
| + Finansielle eienderer 01.01 | 211 000 | 108 900 | 130 176 | 154 016 | 180 422 | 209 328 | 241 727 |
| = Finansielle eienderer 31.12 | 108 900 | 130 176 | 154 016 | 180 422 | 209 328 | 241 727 | 275 946 |
| | 2 014 | 2 015 | 2 016 | 2 017 | 2 018 | 2 019 | |
| | 451 071 | 479 051 | 503 958 | 525 103 | 553 983 | 584 452 | |
| | - | - | - | - | - | - | |
| | 190 308 | 179 171 | 163 566 | 162 222 | 170 900 | 180 544 | |
| | 260 763 | 299 879 | 340 393 | 362 880 | 383 083 | 403 908 | |
| | 66 361 | 69 735 | 72 421 | 82 663 | 82 147 | 86 658 | |
| | 34 446 | 18 239 | 823 | (8 869) | 76 970 | 81 313 | |
| | - | - | - | - | - | - | |
| | - | - | - | - | - | - | |
| | 228 848 | 248 383 | 268 794 | 271 348 | 377 906 | 398 564 | |
| | 206 880 | 228 208 | 251 358 | 255 281 | 379 506 | 399 055 | |
| | 21 968 | 20 175 | 17 437 | 16 067 | (1 599) | (492) | |
| | 13 528 | 15 941 | 18 542 | 21 520 | 23 629 | 24 865 | |
| | - | - | - | - | - | - | |
| | 35 496 | 36 116 | 35 979 | 37 587 | 22 029 | 24 373 | |
| | 275 946 | 311 442 | 347 558 | 383 537 | 421 124 | 443 153 | |
| | 311 442 | 347 558 | 383 537 | 421 124 | 443 153 | 467 527 | |

Tabell 10.18 Endring i EK

10.3 Fremskrivning av krav

For å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen må det fremtidige kravet til egenkapitalen, minoritetsinteressene, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt kapital beregnes på ny. Fremgangsmåten vil være den samme nå som for de ulike kravene som var gjennomgått tidligere i oppgaven.

Risikofri rente

For risikofri rente blir 3 måneders NIBOR rente benyttet justert for 10% risikopremie og 28 % skatt. NIBOR renten de 10 siste årene har et gjennomsnitt på 5,15 % (Norges Bank 2007). Den framtidige renten er ventet å være noe høyere grunnet meget lav rente i perioden 2004-2006. Beregner derfor med at renten i steady state vil være på 6,1 %.

| | Risikofri rente | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Nibor | 0,0510 | 0,0520 | 0,0530 | 0,0540 | 0,0550 | 0,0560 | 0,0570 |
| - | Risikotillegg; 10% av nibor | 0,0051 | 0,0052 | 0,0053 | 0,0054 | 0,0055 | 0,0056 | 0,0057 |
| = | Risikofri rente før skatt | 0,0459 | 0,0468 | 0,0477 | 0,0486 | 0,0495 | 0,0504 | 0,0513 |
| - | 28 % skatt | 0,0129 | 0,0131 | 0,0134 | 0,0136 | 0,0139 | 0,0141 | 0,0144 |
| = | Risikofri rente etter skatt | 0,0330 | 0,0337 | 0,0343 | 0,0350 | 0,0356 | 0,0363 | 0,0369 |
| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2018 | |
| | | 0,0580 | 0,0590 | 0,0600 | 0,0610 | 0,0610 | 0,0610 | |
| | | 0,0058 | 0,0059 | 0,0060 | 0,0061 | 0,0061 | 0,0061 | |
| | | 0,0522 | 0,0531 | 0,0540 | 0,0549 | 0,0549 | 0,0549 | |
| | | 0,0146 | 0,0149 | 0,0151 | 0,0154 | 0,0154 | 0,0154 | |
| | | 0,0376 | 0,0382 | 0,0389 | 0,0395 | 0,0395 | 0,0395 | |

Tabell 10.19: Fremtidig risikofri rente

Risikopremie

I perioden 1967 til 2005 har Oslo Børs' totalindeks i gjennomsnitt gitt 6,5 % i mer avkastning (Knivsflå 2006). I dette utvalget er de 10 % høyeste og de 10 % laveste årene fjernet fra utvalget. Imidlertid har Thore Johnsen beregnet at den gjennomsnittelige risikopremien i Norge i perioden 1900 til 2005 utgjør 5 % (Knivsflå 2006). På bakgrunn av denne informasjonen har jeg valgt å benytte en fremtidig risikopremie på 6 %..

Egenkapitalkravet

For å finne egenkapitalkravet år for år må egenkapitalbetaen beregnes for hvert tilhørende år. Fremtidig egenkapitalbeta vil avhenge av budsjettert kapitalstruktur. Det forutsettes derfor at Miller & Modiglianis teorem 1 om at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstruktur

(Penman 2004). Beta for netto driftskapital er beregnet i 2007T vil kunne framskrives og være konstant over hele budsjettperioden. Beta til netto finansiell gjeld forutsettes som tidliligere å være null.

| Netto driftsbeta | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalbeta | 0,4586 | 0,4306 | 0,4059 | 0,3838 | 0,3640 | 0,3462 | 0,3300 | 0,3153 | 0,3018 | 0,2895 | 0,2781 | 0,2781 | 0,2781 |
| * Egenkapitalvekt | 0,3941 | 0,4197 | 0,4453 | 0,4709 | 0,4965 | 0,5221 | 0,5477 | 0,5733 | 0,5989 | 0,6244 | 0,6500 | 0,6500 | 0,6500 |
| + Minoritetsbeta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| * Minoritetsvekt | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Netto finansiell | | | | | | | | | | | | | |
| + gjeldsbeta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Netto finansiell | | | | | | | | | | | | | |
| * gjeldsvekt | 0,6059 | 0,6296 | 0,6534 | 0,6771 | 0,7009 | 0,7246 | 0,7484 | 0,7721 | 0,7959 | 0,8196 | 0,8434 | 0,2500 | 0,2500 |
| = Netto driftsbeta | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 | 0,1807 |

Tabell 10.20 : Netto driftsbeta

Egenkapitalen for hvert år i budsjettperioden kan så beregnes:

| Egenkapitalkravet | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nibor | 0,0510 | 0,0520 | 0,0530 | 0,0540 | 0,0550 | 0,0560 | 0,0570 |
| - Risikotillegg; 10% av nibor | 0,0051 | 0,0052 | 0,0053 | 0,0054 | 0,0055 | 0,0056 | 0,0057 |
| = Risikofri rente før skatt | 0,0459 | 0,0468 | 0,0477 | 0,0486 | 0,0495 | 0,0504 | 0,0513 |
| - 28 % skatt | 0,0129 | 0,0131 | 0,0134 | 0,0136 | 0,0139 | 0,0141 | 0,0144 |
| = Risikofri rente etter skatt | 0,0330 | 0,0337 | 0,0343 | 0,0350 | 0,0356 | 0,0363 | 0,0369 |
| + Egenkapitalbeta | 0,4586 | 0,4306 | 0,4059 | 0,3838 | 0,3640 | 0,3462 | 0,3300 |
| * Risikopremie | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 |
| + Illikviditetspremie | 0,0100 | 0,0090 | 0,0080 | 0,0070 | 0,0060 | 0,0050 | 0,0040 |
| = Egenkapitalkrav før eus | 0,0706 | 0,0685 | 0,0667 | 0,0650 | 0,0635 | 0,0621 | 0,0607 |
| / (1-effektiv utbytte skatt) | 0,9750 | 0,9500 | 0,9250 | 0,9000 | 0,8750 | 0,8500 | 0,8250 |
| = Egenkapitalkrav | 0,0724 | 0,0721 | 0,0721 | 0,0722 | 0,0726 | 0,0730 | 0,0736 |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| | 0,0580 | 0,0590 | 0,0600 | 0,0610 | 0,0610 | 0,0610 | |
| | 0,0058 | 0,0059 | 0,0060 | 0,0061 | 0,0061 | 0,0061 | |
| | 0,0522 | 0,0531 | 0,0540 | 0,0549 | 0,0549 | 0,0549 | |
| | 0,0146 | 0,0149 | 0,0151 | 0,0154 | 0,0154 | 0,0154 | |
| | 0,0376 | 0,0382 | 0,0389 | 0,0395 | 0,0395 | 0,0395 | |
| | 0,3153 | 0,3018 | 0,2895 | 0,2781 | 0,2781 | 0,2781 | |
| | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | |
| | 0,0030 | 0,0020 | 0,0010 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | |
| | 0,0595 | 0,0583 | 0,0572 | 0,0562 | 0,0562 | 0,0562 | |
| | 0,8000 | 0,7750 | 0,7500 | 0,7220 | 0,7220 | 0,7220 | |
| | 0,0744 | 0,0753 | 0,0763 | 0,0779 | 0,0779 | 0,0779 | |

Tabell 10.21 : Egenkapitalrentabilitet

Når man så har beregnet egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet kan man regne ut om egenkapitalrentabiliteten overgår kravet. Noe det gjør for alle år.

| Egenkapitalrentabilitet | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Egenkapitalrentabilitet | 0,299 | 0,293 | 0,326 | 0,331 | 0,343 | 0,346 | 0,321 | 0,298 | 0,279 | 0,261 | 0,241 | 0,232 | 0,233 |
| - | Egenkapitalkrav | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,072 | 0,073 | 0,073 | 0,074 | 0,074 | 0,075 | 0,076 | 0,078 | 0,078 | 0,078 |
| | Superrentabilitet | 0,226 | 0,221 | 0,254 | 0,258 | 0,270 | 0,273 | 0,247 | 0,224 | 0,203 | 0,185 | 0,163 | 0,155 | 0,155 |

Tabell 10.22 : Egenkapitalrentabilitet mot egenkapitalkravet

Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til avkastning på netto finansiell gjeld kan estimeres ved å vekte kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler

Finansielt eiendelskrav fremkommer som: $rf + \beta_{FE} * mrp$, hvor mrp er markedets risikopremie (Knivsflå 2006). Siden det ikke er budsjettert kontanter, investeringer og fordringer er finansiell eiendelsbeta beregnet ved å ta utgangspunkt i β_{FE} for 2007T. Man vil forvente at den vil korrigere lineært mot det tidsvektede gjennomsnittet. Markedets risikopremie er på 6 % som forklart over.

| Finansielt eiendelskrav | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Risikofri rente | 0,0330 | 0,0337 | 0,0343 | 0,0350 | 0,0356 | 0,0363 | 0,0369 | 0,0376 | 0,0382 | 0,0389 | 0,0395 | 0,0395 | 0,0395 |
| + | Finansiell eiendelsbeta | 0,0125 | 0,0127 | 0,0128 | 0,0130 | 0,0131 | 0,0133 | 0,0134 | 0,0136 | 0,0137 | 0,0139 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 |
| * | Risikopremie | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 |
| + | Kreditrisikopremie | 0,0132 | 0,0135 | 0,0137 | 0,0140 | 0,0089 | 0,0091 | 0,0092 | 0,0094 | 0,0096 | 0,0097 | 0,0158 | 0,0158 | 0,0158 |
| = | Finansielt eiendelskrav | 0,0470 | 0,0479 | 0,0489 | 0,0498 | 0,0453 | 0,0462 | 0,0470 | 0,0478 | 0,0486 | 0,0494 | 0,0562 | 0,0562 | 0,0562 |

Tabell 10.23 : Finansielt eiendelskrav

Finansielt gjeldskrav fremkommer som: $rf + \beta_{FG} * mrp / krp$, hvor krp er premie for kredittrisiko. Siden det forutsettes at β_{NFG} er null kan β_{FG} beregnes på følgende måte

| Netto finansiell gjeldsbeta | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | Finansiell gjeldsbeta | 0,0015 | 0,0046 | 0,0080 | 0,0117 | 0,0157 | 0,0206 | 0,0261 | 0,0322 | 0,0389 | 0,0463 | 0,0546 | 0,0546 | 0,0546 |
| * | Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG) | 1,1362 | 1,1433 | 1,1606 | 1,1800 | 1,2019 | 1,2267 | 1,2553 | 1,2884 | 1,3273 | 1,3735 | 1,4296 | 1,4296 | 1,4296 |
| - | Finansiell eiendelsbeta | 0,0125 | 0,0363 | 0,0600 | 0,0838 | 0,1075 | 0,1313 | 0,1550 | 0,1788 | 0,2025 | 0,2263 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 |
| * | Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG) | 0,1362 | 0,1433 | 0,1606 | 0,1800 | 0,2019 | 0,2267 | 0,2553 | 0,2884 | 0,3273 | 0,3735 | 0,4296 | 0,4296 | 0,4296 |
| = | Netto finansiell gjeldsbeta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,0000 | 0,0000 |

Tabell 10.24: Netto finansiell gjeldsbeta

Premie for kreditrisiko kan estimeres ved hjelp av syntetisk rating, men nå bare basert på forholdstallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Rentabilitet er beregnet i forhold til inngående kapital for å få konsistens med avkastningskravene.

| Rating Klasse | Arlig konkursrisiko | Likviditetsgrad 1 | Rente-dekningsgrad | Egenkapital prosent | Netto driftsrentabilitet |
|---------------|---------------------|-------------------|--------------------|---------------------|--------------------------|
| AAA | 0,0001 | 11,600 | 16,900 | 0,940 | 0,3500 |
| AA | 0,0012 | 6,200 | 6,300 | 0,850 | 0,2660 |
| A | 0,0024 | 3,000 | 3,350 | 0,660 | 0,1660 |
| BBB | 0,0037 | 1,700 | 2,160 | 0,440 | 0,0960 |
| BB | 0,0136 | 1,200 | 1,220 | 0,320 | 0,0680 |
| B | 0,0608 | 0,900 | 0,900 | 0,220 | 0,0400 |
| CCC | 0,3085 | 0,600 | 0,070 | 0,130 | 0,0120 |
| CC | 0,5418 | 0,500 | -0,760 | 0,080 | -0,0160 |
| C | 0,7752 | 0,400 | -1,580 | -0,020 | -0,0440 |
| D | 0,9999 | 0,300 | -2,410 | -0,180 | -0,0720 |

Tabell 10.25: Rating klasser

| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Ndr | 0,1269 | 0,1467 | 0,1601 | 0,1738 | 0,1880 | 0,2020 | 0,1996 | 0,1973 | 0,1950 | 0,1927 | 0,1897 | 0,1897 | 0,1897 |
| * | Ekp | 0,3641 | 0,3561 | 0,3847 | 0,4129 | 0,4409 | 0,4686 | 0,4961 | 0,5232 | 0,5502 | 0,5769 | 0,6033 | 0,6033 | 0,6033 |
| | | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| + | Ndr rating | BBB | A | AA | AA | AAA | AAA | AAA | AAA | AA | AA | A | A | A |
| * | Ekp. Rating | BB | BB | BB | BB | BB | BB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB |
| | gj.snitt | BBB | BBB | BBB | BBB | A | A | A | A | A | A | BBB | BBB | BBB |
| | | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| + | kreditrisikofaktor | 0,4000 | 0,4000 | 0,4000 | 0,4000 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 | 0,4000 | 0,4000 | 0,4000 |
| * | risikofri rente | 0,0330 | 0,0337 | 0,0343 | 0,0350 | 0,0356 | 0,0363 | 0,0369 | 0,0376 | 0,0382 | 0,0389 | 0,0395 | 0,0395 | 0,0395 |
| = | Kreditrisikopremie | 0,0132 | 0,0135 | 0,0137 | 0,0140 | 0,0089 | 0,0091 | 0,0092 | 0,0094 | 0,0096 | 0,0097 | 0,0158 | 0,0158 | 0,0158 |

Tabell 10.26: Kreditrisikopremie

Finansielt gjeldskrav blir da

| | Finansielt gjeldskrav | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Risikofri rente | 0,0330 | 0,0337 | 0,0343 | 0,0350 | 0,0356 | 0,0363 | 0,0369 | 0,0376 | 0,0382 | 0,0389 | 0,0395 | 0,0395 | 0,0395 |
| + | Finansiell gjeldsbeta | 0,0015 | 0,0046 | 0,0080 | 0,0117 | 0,0157 | 0,0206 | 0,0261 | 0,0322 | 0,0389 | 0,0463 | 0,0546 | 0,0546 | 0,0546 |
| * | Risikopremie | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 |
| + | Kreditrisikopremie | 0,0132 | 0,0135 | 0,0137 | 0,0140 | 0,0089 | 0,0091 | 0,0092 | 0,0094 | 0,0096 | 0,0097 | 0,0158 | 0,0158 | 0,0158 |
| = | Finansielt gjeldskrav | 0,0464 | 0,0474 | 0,0486 | 0,0497 | 0,0455 | 0,0466 | 0,0477 | 0,0489 | 0,0501 | 0,0514 | 0,0586 | 0,0586 | 0,0586 |

Tabell 10.27: Finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav bli:

| Netto finansielt gjeldskrav | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Finansielt gjeldskrav | 0,0464 | 0,0474 | 0,0486 | 0,0497 | 0,0455 | 0,0466 | 0,0477 | 0,0489 | 0,0501 | 0,0514 | 0,0586 | 0,0586 | 0,0586 |
| * | Finansiell gjeldsvekt | 1,1362 | 1,1433 | 1,1606 | 1,1800 | 1,2019 | 1,2267 | 1,2553 | 1,2884 | 1,3273 | 1,3735 | 1,4296 | 1,2791 | 1,2791 |
| | Finansielt eiendelskrav | 0,0470 | 0,0479 | 0,0489 | 0,0498 | 0,0453 | 0,0462 | 0,0470 | 0,0478 | 0,0486 | 0,0494 | 0,0562 | 0,0562 | 0,0562 |
| + | Kreditrisikopremie | 0,0132 | 0,0135 | 0,0137 | 0,0140 | 0,0089 | 0,0091 | 0,0092 | 0,0094 | 0,0096 | 0,0097 | 0,0158 | 0,0158 | 0,0158 |
| = | Netto finansielt gjeldskrav | 0,0520 | 0,0536 | 0,0557 | 0,0579 | 0,0543 | 0,0567 | 0,0595 | 0,0626 | 0,0661 | 0,0701 | 0,0829 | 0,0741 | 0,0741 |

Tabell 10.28: Netto finansielt gjeldskrav

Netto driftskrav

Kravet til avkastninger på netto driftskapital er veid avkastningskrav hvor man veker egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav. I prinsippet skal vekting skje ved hjelp av markedsverdier, men i mangel på dette vektet det med balanseførte verdier.

| Netto driftskrav | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Egenkapitalkrav | 0,0724 | 0,0721 | 0,0721 | 0,0722 | 0,0726 | 0,0730 | 0,0736 | 0,0744 | 0,0753 | 0,0763 | 0,0779 | 0,0779 | 0,0779 |
| * | Egenkapitalvekt | 0,3941 | 0,3874 | 0,4205 | 0,4535 | 0,4866 | 0,5196 | 0,5527 | 0,5858 | 0,6188 | 0,6519 | 0,6850 | 0,6850 | 0,6850 |
| + | Minoritetsinteressekrav | 0,1013 | 0,1027 | 0,1024 | 0,1022 | 0,1023 | 0,1024 | 0,1027 | 0,1031 | 0,1037 | 0,1043 | 0,1056 | 0,1056 | 0,1056 |
| * | Minoritetsvekt | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| + | Netto finanskrav | 0,0520 | 0,0536 | 0,0557 | 0,0579 | 0,0543 | 0,0567 | 0,0595 | 0,0626 | 0,0661 | 0,0701 | 0,0829 | 0,0741 | 0,0741 |
| | Netto finansiell gjeldsvekt | 0,6059 | 0,6126 | 0,5795 | 0,5465 | 0,5134 | 0,4804 | 0,4473 | 0,4142 | 0,3812 | 0,3481 | 0,3150 | 0,4848 | 0,4848 |
| = | Netto driftskrav | 0,0601 | 0,0608 | 0,0626 | 0,0644 | 0,0632 | 0,0652 | 0,0673 | 0,0695 | 0,0718 | 0,0742 | 0,0794 | 0,0892 | 0,0892 |

Tabell 10.29: Netto driftskrav

For flere verdier som finansiell eiendelsbeta, netto finansiell gjeldsbeta, finansielt eiendelskrav, krav til sysselsatt kapital og nettodriftsrentabilitet henvises til vedlegg 3

Kapittel 11. Verdsettelse

Når Kongsberg Automotive nå skal verdsettes er det tre hovedteknikker å velge imellom. Disse metodene er fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Ved fundamental verdsettelse verdsettes selskapet på bakgrunn av fundamentanalyse. Det betyr at brukeren må ha foretatt en strategisk regnskapsanalyse og en fullstendig utarbeidelse av et framtidsregnskap. Ed bruk av komparativ verdsettelse finner man en verdi på selskapet basert på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler. En opsjonsbasert verdsettelsesmodell benytter seg av separat verdifastsetting av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering ved hjelp av opsjonsprising (Knivsflå 2006). Hovedteknikkene ses på som supplerende teknikker heller enn alternative.

Ved valg av verdsettelses teknikker bør man ta hensyn til hvor i livssyklusen virksomheten befinner seg. Kongsberg Automotive er et selskap som befinner seg i vekst fasen med stadige oppkjøp og inntog i nye markeder. På bakgrunn av dette har jeg valgt å bruke fundamental verdsettelse som teknikk for å beregne verdiestimer.

11.1 Fundamental verdsettelse

Grunnlaget for verdiestimatet jeg kommer fram til er basert på den strategiske analysen og utarbeidelsen av framtidsregnskapet. Det finnes to fundamentale verdsettelsesmetoder som kan benyttes. Man kan verdsette egenkapitalen til bedriften direkte gjennom egenkapitalmetoden eller man kan benytte totalkapitalmetoden som er en indirekte verdsettelsesteknikk av egenkapitalen gjennom først å verdsette totalkapitalen. Begge disse metodene vil bli benyttet.

11.1.1 Egenkapitalmetoden

Når man benytter egenkapital metoden verdsetter man egenkapitalen direkte. For at horisontverdien skal bli et sluttet uttrykk forutsetter det en konstant vekst i fremskrivningsperioden fra T+1 til uendelig.’

Fri kontantstrøm modellen

Under forutsetningen om konstant vekst fra T+1 til uendelig kan fri kontantstrøm-modellen defineres som følger:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ek_{T+1} - ek_{T+1})}$$

Det første leddet er summen av nåverdien av frikontantstrøm fra egenkapitalen over budsjettperioden, og det andre leddet er nåverdien av fri kontantstrøm fra egenkapitalen i etter budsjetthorisonten. Egenkapitalkravet og egenkapitalveksten i horisontleddet er det fremskrevne kravet og veksten etter budsjetthorisonten.

| FKE-modellen | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------|------------------|------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Fri kontantstrøm til EK | | 98 031 | 65 729 | 93 810 | 134 133 | 169 638 | 187 379 | 206 880 | 228 208 | 251 358 | 255 281 | 379 506 | 399 055 |
| / Diskonteringsfaktor | | 1,072 | 1,149 | 1,232 | 1,322 | 1,418 | 1,523 | 1,636 | 1,759 | 1,894 | 2,041 | 2,200 | - |
| = Nåverdi 2008 til 2017 | 1 255 333 | 91 435 | 57 183 | 76 114 | 101 469 | 119 596 | 123 045 | 126 446 | 129 716 | 132 743 | 125 077 | 172 510 | - |
| + Nåverdi til horisontverdien | 7 936 330 | 7 936 330 | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av egenkapital pr 2007 | 9 191 663 | | | | | | | | | | | | |
| / Antall aksjer | 44349 | | | | | | | | | | | | |
| = Vedri pr aksje | 207 | | | | | | | | | | | | |

Tabell 11.1: Fri kontantstrøm modellen

Fri kontantstrøm til egenkapitalen er lik netto betalt utbytte i fremtidsregnskapet. Fri kontantstrøm- modellen gir et første verdiestimat på egenkapitalen som er lik 207 kroner per utestående aksje.

Superprofitt til egenkapitalmodellen

Under forutsetning om konstant vekst på horisonten kan superprofittmodellen presenteres sli:

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

Hvor balanseført egenkapital ved tidspunkt 0 blir lagt til nåverdien av superprofitt til egenkapitalen over budsjett perioden og nåverdien av superprofitt på horisonten.

| Superprofittmodellen | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------|--------------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| | Balanseført egenkapital | 520 162 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | SPE | - | 114 771 | 145 658 | 179 719 | 224 658 | 268 351 | 284 741 | 298 902 | 310 310 | 318 488 | 314 267 | 329 523 | 347 689 |
| / | Diskonteringsfaktor | - | 1,072 | 1,149 | 1,232 | 1,322 | 1,418 | 1,523 | 1,636 | 1,759 | 1,894 | 2,041 | 2,200 | - |
| = | Nåverdi 2008 til 2017 | 2 276 900 | 107 049 | 126 720 | 145 817 | 169 949 | 189 189 | 186 979 | 182 689 | 176 384 | 168 195 | 153 977 | 149 790 | - |
| + | Nåverdi til horisontverdien | 6 914 763 | | | | | | | | | | | 6 914 763 | |
| = | Verdien av egenkapital pr 2007 | 9 191 663 | | | | | | | | | | | | |
| / | Antall aksjer | 44 349 | | | | | | | | | | | | |
| = | Vedri pr aksje | 207 | | | | | | | | | | | | |

Tabell 11.2: Superprofittmodellen

Superprofitt til egenkapitalen er merrentabilitet utover kravet til avkastning. Modellen finner dagens verdi av egenkapitalen ved å ta utgangspunkt i balanseført verdi, for så å legge til diskontert fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Superprofittmodellen gir et første verdiestimat på kroner 207 pr utestående aksje.

11.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalen er en indirekte verdsettelsesteknikk av egenkapitalen. Den gjennomføres i to steg hvor man først verdsetter sysselsatt kapital eller netto driftskapital og deretter trekker fra verdien av minoritetsinteresser og finansiell gjeld (Knivsflå 2006). Under totalkapitalmetoden har jeg valgt å bruke netto driftskapital metoden ved verdsettelse av egenkapitalen

Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapital verdsettes ved hjelp av de samme metodene som ble brukt under egenkapitalmetoden. Forskjellen nå er at verdien av netto driftskapital blir estimert ved hjelp av netto driftskrav, fri kontantstrøm fra drift, netto driftsresultat, netto driftseiendeler og netto driftsvekst. For å finne verdien av egenkapitalen trekkes virkelig verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser for 2007 fra verdien av netto driftskapital.

Fri kontantstrøm fra drift-modellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0 + MI_0$$

Verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over budsjettperioden, pluss nåverdien av fri kontantstrøm fra drift over horisonten. Den virkelige verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser i år 2007 trekkes så fra.

| FKD-modellen | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|------------------|------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| Fri kontantstrøm fra drift | | 28 492 | 60 475 | 99 391 | 145 691 | 189 268 | 223 716 | 260 763 | 299 879 | 340 393 | 362 880 | 383 083 | 403 908 |
| / Diskonteringsfaktor | | 1,061 | 1,127 | 1,200 | 1,276 | 1,359 | 1,450 | 1,551 | 1,662 | 1,786 | 1,927 | 2,099 | - |
| = Nåverdi 2008 til 2017 | 1 481 041 | 26 860 | 53 651 | 82 839 | 114 214 | 139 295 | 154 266 | 168 129 | 180 403 | 190 638 | 188 275 | 182 472 | - |
| + Nåverdi til horisontverdien | 5 618 032 | | | | | | | | | | | 5 618 032 | |
| = Verdien av netto driftskapitalpr 2007 | 7 099 073 | | | | | | | | | | | | |
| - Netto finansiell gjeld | 799 600 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdi av EK 2007 | 6 299 473 | | | | | | | | | | | | |
| / Antall aksjer | 44 349 | 44 348 590 | | | | | | | | | | | |
| = Verdi pr aksje | 160 | | | | | | | | | | | | |

Tabell 11.3: Fri kontantstrøm fra drift modellen

Fri kontantstrøm fra drift – modellen gir et første verdiestimat på 160 kroen per utestående aksje.

Superprofittmodellen

Superprofittmodellen kan uttrykkes slik når det fokuseres på netto driftskapital

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) * NDK_T}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})}$$

Vi tar utgangspunkt i den balanseførte verdien av netto driftskapital og legger til nåverdien av selskapets superprofitt til netto driftskapital. Deretter trekkes netto finansiell og minoritetsinteresser fra.

| | Superprofittmodellen | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--|------------------|------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|------------------|---------|
| | Balanseført nettodriftskapital | 1 319 762 | | | | | | | | | | | | |
| | Superprofitt fra netto driftskapital | | 111 234 | 139 696 | 172 422 | 215 278 | 257 138 | 271384 | 283 164 | 291973 | 297 359 | 290 779 | 276 277 | 291 494 |
| / | Diskonteringsfaktor | | 1,061 | 1,127 | 1,200 | 1,276 | 1,359 | 1,450 | 1,551 | 1,662 | 1,786 | 1,927 | 2,099 | |
| = | Nåverdi 2008 til 2017 | 3 044 630 | 104 860 | 123 934 | 143 708 | 168 767 | 189 245 | 136 | 182 573 | 647 | 166 537 | 150 866 | 131 597 | |
| | | | | | | | | 187 | | 175 | | | | |
| + | Nåverdi til horisontverdien | 4 054 443 | | | | | | | | | | | 4 054 443 | |
| = | Verdien av netto driftskapital pr 2007 | 7 099 073 | | | | | | | | | | | | |
| - | Netto finansiell gjeld | 799 600 | 44 348 590 | | | | | | | | | | | |
| = | Verdien av egenkapital | 6 299 473 | | | | | | | | | | | | |
| / | Antall aksjer | 44 349 | | | | | | | | | | | | |
| = | Vedri pr aksje | 160 | | | | | | | | | | | | |

Tabell 11.4: Superprofittmodellen

Superprofittmodellen gir et første verdiestimat på 160 kroner per utestående aksje – modellen gir et første verdiestimat på 160 kroen per utestående aksje.

Verdiestimat

Den estimerte aksjekursen har blitt beregnet gjennom egenkapitalmetoden, og netto driftskapitalmetoden. I utgangspunktet skal disse to metodene være ekvivalente og gi korrekte verdier. Forutsetningen for dette er at metodene blir benyttet konsistent og at avkastningskravene vektet basert på virkelige verdier. Siden kravet som er benyttet i denne oppgaven vektet basert på balanseførte verdier, vil de forskjellige metodene gi ulike resultater. Tabellen under viser de to ulike verdiestimatene og den gjennomsnittlige verdien.

| Sammenligning | Verdiestimat |
|----------------------------|--------------|
| Egenkapitalmetoden | 207 |
| Netto driftskapitalmetoden | 160 |
| Gjennomsnitt | 184 |

Tabell 11.5: Oppsummering av fundamental verdsettelse

Pr 31.10.2007 var aksjeverdien til Kongsberg Automotive priset til 38 kroner. Jeg har altså fått et høyere verdiestimat enn markedsprisen tilsier og mener derfor at aksjeprisen er undervurdert i markedet. Verdien jeg har fått er dog ganske stor i forhold. Dette kan skyldes at små endringer i veksten etc. kan ha stor innvirkning på resultatet og dersom man gjør et lite avvik kan det få store konsekvenser.

11.2 Sensitivitetsanalyse

Problemet med de verdiestimatene jeg nå har kommet fram til er at de er basert på usikre budsjett- og verdidrivere. Derfor vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å sjekke ut hvor robust verdiestimatet på egenkapitalen for selskapet er. En sensitivitetsanalyse går ut på å synliggjøre usikkerhet gjennom å endre kritiske budsjett og verdidrivere og se hvordan dette slår ut i verdiestimatet. (Knivsføå 2006)

Siden det er driften som vil være mest kritisk for verdsettingen har jeg valgt å endre estimatene på driftsinntektsveksten, netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendeler etter tur for slik å observere endringene i verdien pr aksje. Endringene har blitt foretatt i superprofittmodellen under egenkapitalmetoden.

I analysen har jeg valgt å øke budsjettdriverne med den satsen som står i tabellen

Når det står – 5 % på onde betyr det at alle verdier er redusert med 5 %.

| Endring i | -10 % | -5 % | Mitt estimat | 5 % | 10 % |
|-------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| ndm | | | | | |
| Ny ndm | 0,22 | 0,039 | 0,65 | 0,101 | 0,162 |
| Verdi Aksje | 13 | 71 | 160 | 295 | 495 |

Tabell 11.6: Sensitivitetsanalyse av ndm

For endring i nettodriftsmargin ser man at det påvirker resultatet mye. Verdiene av akseje både øker og synker betraktelig ved små justeringer. Dette vil altså si at en liten feil i budsjetteringen av ndm kan få store konsekvenser for framtidsregnskapet

| Endring i | -10 % | -5 % | Mitt estimat | 5 % | 10 % |
|-------------|-------|-------|--------------|-------|------|
| Div | | | | | |
| Ny div | 0,002 | 0,022 | 0,55 | 0,123 | 0,19 |
| Verdi Aksje | 128 | 141 | 160 | -68 | 11 |

Tabell 11.6: Sensitivitetsanalyse av div

Endringer i driftsinntektsveksten påvirker også resultatet mye. Verdien av aksjen blir til og med negativ når vi øker alle tallene i perioden med 5 prosent. Dette viser også at en liten feil i bergningene her kan få store konsekvenser.

| Endring i onde | -10 % | -5 % | Mitt estimat | 5 % | 10 % |
|-------------------|-------|------|--------------|------|------|
| Ny onde | 1065 | 1747 | 2786 | 4337 | 6606 |
| Verdi Aksje | 138 | 152 | 160 | 166 | 170 |

Endring i verdien av onde påvirker også aksjeverdien, men ikke like mye som endringen for div og ndm.

Denne sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatene som jeg har funnet i analysen påvirker kan ansees som usikre. Dette kan forklare hvorfor det ble et så stort avvik mellom den verdien jeg fikk for aksjen til Kongsberg Automotive og den verdien den er registrert med på Oslo Børs. Men en del av effekten er uansett at aksjen er underpriset. Derfor er min anbefaling å kjøpe Kongsberg Automotive sin aksje

Kapptittel 12. Avslutning

12.1 Oppsummering

Formålet med denne utredningen har vært å finne et verdiestimat på egenkapitalen til Kongsberg Automotive. Etter å ha gjennomført en strategisk regnskapsanalyse av Kongsberg Automotive, har jeg fått en innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Den strategiske analysen viste at Kongsberg Automotive opererer i en bransje som har slitt med lønnsomheten de seineste årene. Markedet i Europa og USA har flatet ut men det er allikevel gode muligheter for vekst, spesielt i Asia og ved å allerede være tilstede i dette økende markedet i tillegg til å ha dette som satsingsområde også i fremtiden er utsiktene for Kongsberg Automotive lovende. Risikoanalysen av selskapet viser at det var lav/middels risiko for selskapet. Selskapet endte på BBB i Standard and Poors ranking. En liten ting å påpeke er dog at selskapet har en lav egenkapital prosent og størsteparten av driften er finansiert av lånte midler men lønnsomhetsanalysen var positiv. Dette indikerer at Kongsberg Automotive er et stabilt selskap med gode framtidige utsikter. Analysen av strategi og regnskap la grunnlaget for en regnskapsframføring. Dette viste potensial for vekst. Regnskapsframføringen la grunnlaget for

Et verdiestimat er blitt presentert basert på markedsprisen. Prisen per aksje var per 31.10.2007 på NOK 38 ifølge DnBNOR. Mitt estimat kom på 184, som er betydelig høyere. Verdsettelsen bygger på en rekke forutsetninger, og en sensitivitetsanalyse har blitt gjennomført for å se hva som skjer med verdiestimatet når viktige verdidrivere endres.

Den fundamentale analysen kan også benyttes til å utarbeide en handlingsstrategi. På bakgrunn av verdiestimatet kan man evaluere om aksjeverdien er under- eller overvurdert og deretter vurdere et eventuelt kjøp eller salg. Verdianslaget som ble identifisert gjennom denne utretningen var betraktelig høyere enn dagens markedspris. Det kan være flere grunner til dette noe oppsiktsvekkende høye tallet. Enten så kan det være feil i regnskapet til Kongsberg Automotive eller i mine utregninger. En annen forklaring er rett og slett at basert på den positive strategiske framtidsanalysen så ligger forholdene til rette på en slik måte at aksjeverdien til Kongsberg Automotive stiger betraktelig.

12.2 Forslag til videre forskning

Denne utredningen vil naturligvis være noe begrenset med bakgrunn i tidsbegrensninger. Det har underveis dukket opp flere tråder jeg kunne tenkt meg å følge opp, men en av utfordringene har vært å begrense oppgaven basert på tiden jeg har hatt til disposisjon.

En ting som ville vært av stor interesse å undersøke nærmere i fremtiden er verdien av human kapital etter at deler av produksjonen blir flyttet til India. Dette er en faktor som de tradisjonelle verdsettelsesmetodene ikke tar til etterretning, men som trolig er en viktig medvirkende faktor til suksess og fiasko.

Referanseliste

Barney, J. B. 2002, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, 2nd edn, Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, USA.

Carnegie 2005, *Kongsberg Automotive ASA*, <<http://www.carnegie.no/templates/Page.aspx>> (7.september 2005).

CSM Worldwide 2006, *Component forecast 2006*, <<http://www.csmauto.com/services/component-forecasts2006/>> (26. september 2007).

DaimlerChrysler 2005, *Aktualiserte Umwelt Erklärung 2004*, <http://werk-kassel.daimlerchrysler.com/dc_kassel/0,,0-467-258452-1-258530-1-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0-0,00.html> (591699_hamburg_ue_2004_pdf.pdf) (29.september 2005).

Damodaran, A. 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd edn, John Wiley & Sons Inc, New York, NY, USA.

Den Norske Revisorforening 2006, *Revisors H ndbok*, DnR Forlaget, 27. utgave, Oslo

DnBNOR 2007, < <https://www.dnbnor.no/>> (20. oktober 2007).

Ernst & Young 2005, *Automotive Manufacturing in Western Europe under Threat?*, <http://www.ey.com/global/content.nsf/International/Industries_-_Industrial_Products> (25.september 2005).

Global Insight 2005, *World Car Sales Forecast*, <<http://www.globalinsight.com/Highlight/HighlightDetail1375.htm>> (25.september 2005).

J.D. Power-LMC 2005, *Global Commercial Vehicle Forecast 2004*, McGraw-Hill Inc., New York, NY, USA.

Hanson, D., Dowling, P. J., Hitt, M. A., Ireland, R. D. & Hoskisson, R. E. 2005, *Strategic Management: Competiveness and Globalisation*, Pacific Rim 2nd edn, Thomson, Southbank, Victoria, Australia.

- Hill, C. W. & Jones, G. W. 2004, *Strategic Management: An Integrated Approach*, 6th edn, Houghton Mifflin Company, Boston, MA, USA.
- Hill, C. W., Jones, G. W. & Galvin, P. 2005, *Strategic Management: An Intergrated Approach*, John Wiley and Sons, Milton, Queensland, Australia.
- Kinserdal, A. 2005, *Finansregnskap, rapportering og analyse*, 13. utgave, Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.
- Knivsflå, K. H. 2005, *Komparativ verdsetjing = supplement til fundamental verdsetjing*, forelesning nr.20 vår, Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Johnsen, A. & Kvaal, E. 2004, *Regnskapsloven*, 3. opplag, Cappelen Akademiske Forlag
- Knivsflå, K. H. 2006, *Regnskapsanalyse og Verdsetting*, Forelesningsnotat BUS 425, NHH Bergen
- Knivsflå, K. H. 2007, *Strategisk Regnskapsanalyse*, Forelesningsnotat BUS 424, NHH Bergen
- Kongsberg Automotive 2007, *3th quarter report 2007 – Kongsberg Automotives*.
- Kongsberg Automotive 2007, *Årsrapport 2006 - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.
- Kongsberg Automotive 2006, *4th quarter report 2005 – Kongsberg Automotives*, <
<http://www.kongsbergautomotive.no/Investor%20relations/Financial%20Information/Quarterly%20reports.aspx>> (7 april 2006)
- Kongsberg Automotive 2005, *Årsrapport 2004 - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.
- Kongsberg Automotive 2005a, *Seat Comfort - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Kongsberg Automotive 2005b, *Kongsberg Automotive ASA*, <[www.kongsbergautomotive .com](http://www.kongsbergautomotive.com)> (12.september 2005).

Kongsberg Automotive 2005c, *Kongsberg Automotive ASA*, <<http://www.kongsbergautomotive.no/About%20us/History.aspx>> (12.september 2005).

Kongsberg Automotive 2004, *Årsrapport 2003 - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Kongsberg Automotives 2004b, *Commercial Vehicle Systems - Kongsberg Automotives*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Kongsberg Automotive 2003, *Årsrapport 2002 - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Kongsberg Automotive 2002, *Årsrapport 2001 - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Kongsberg Automotive 2002a, *Gearshift - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Kongsberg Automotive 2001, *Årsrapport 2000 - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Kongsberg Automotive 2000, *Årsrapport 1999 - Kongsberg Automotive*, OneStop Reklamebyrå, Kongsberg.

Larsson, A. 2002, 'Symposium on The Changing Geography of Automobile Production: The development and regional significance of the automotive industry', *International Journal of Urban and Regional Research*, vol 26, no 4, p. 767.

Oslo Børs 2007, <<http://www.oslobors.no/ob>>,(20. oktober 2007)

Palepu, K. G., Healy, P. M. & Bernard, V. L. 2000, *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, 2nd edn, Thomson / South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, USA.

Penman, S. H. 2003, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 2nd edn, McGraw-Hill, Singapore.

Pierce, J. 2007, Spoilt for choice, *Engineer*, vol. 293, Issue 7734, pp. 52-55

Pitts, R. A. & Lei, D. 2000, *Strategic Management: Building and Sustaining Competitive Advantage*, 2nd edn. Thomson / South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, USA.

Porter, M. E. 2004, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Free Press, New York, NY, USA.

PricewaterhouseCoopers 2005, 2004 *Global Automotive Financial Review*, <<http://www.pwc.com/Extweb/industry.nsf/docid/6977E84565DCF36685256D810076CBE> B> (25.september 2005).

PricewaterhouseCoopers 2007, 2006 *Global Automotive Financial Review*, <<http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/A76BE114F59E5F93852571EE00615B85>>

White, G.I., Sondi, A. C. & Friedm H.D. 2003, *The Analysis and Use of Financial Statements*, 3rd edn, Chichester, Wiley

Wild, J.J., Subramanyam, K. R. & Halsey, R. F. 2004, *Financial Statement Analysis*, 8th edn, MacGraw-Hill/Irwin, Boston

Vedlegg

Vedlegg 1

Endring i Egenkapital

| ENDRING I EGENKAPITAL | NGAAP | NGAAP | NGAAP | IFRS* | IFRS | IFRS | IFRS |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007T |
| EK 01.01 (NGAAP) | 179.309 | 138.653 | 90.122 | 157.995 | 390.280 | | |
| Virkning av overgang til IAS 39/ IFRS* | | | | 16.972 | (820) | | |
| EK 01.01 (IFRS) | | | | 174.967 | 389.460 | 489.500 | 548.200 |
| Valuta omsetning | (12.666) | (33.602) | | (3.550) | (1.450) | 13.400 | (110.100) |
| Gevinst på kontantstrøm hedge | | | | | (1.320) | | |
| Kapital fra ESPP* | | | | | | 1.800 | |
| Gevinst på finansielle eiendeler | | | | | (1.000) | | |
| Kjøp av egne aksjer | | | | | | (48.300) | 800 |
| Aksjeinnskudd | | | 14.150 | | | | |
| Aksjeopsjon belastet resultatregnskapet | | | | | | 2.400 | 2.300 |
| + Årsresultat | 22.755 | 33.791 | 56.372 | 244.863 | 177.810 | 155.800 | 884.600 |
| - Foreslått/avsett utbytte (utbetalt IFRS) | | 30.000 | 6.000 | | | 66.400 | 54.200 |
| + Konsernbidrag | (50.745) | (18.720) | (14.400) | (26.000) | (74.000) | | |
| + Omregningsdifferanser | | | 17.751 | | | | |
| + Andre endringer | | | | | | | |
| + Føring direkte mot EK | | | | | | | 11.200 |
| EK 31.12 (uten minoritet) | 138.653 | 90.122 | 157.995 | 390.280 | 489.500 | 548.200 | 1.282.800 |

Vedlegg 2

Vedlegg 2 består av diverse oversikter over virkningen av overgangen fra NGAAP til IFRS

| Virkning på balansen ved overgang fra NGAAP til IFRS | NGAAP | Overgang til IFRS | IFRS |
|--|------------------|-------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 01.01.2004 | | 01.01.2004 |
| Utsatt Skattefordel | 18.809 | 4.180 | 22.989 |
| Kapitalisert R&D | - | 8.722 | 8.722 |
| Andre immaterielle eiendeler | 309.889 | - | 309.889 |
| Varige driftsmidler | 287.509 | - | 287.509 |
| Finanseille anleggsmidler | 8.659 | - | 8.659 |
| Omløpsmidler | 551.088 | - | 551.088 |
| Sum eiendeler | 1.175.954 | 12.902 | 1.188.856 |
| | | | - |
| Egenkapital | 157.995 | 16.971 | 174.966 |
| | | | - |
| Utsatt skatt | 29.070 | 669 | 29.739 |
| Pensjonsforpliktelser | 4.209 | 21.261 | 25.470 |
| Annen Langsiktig Gjeld | 597.942 | (47.429) | 550.513 |
| Langsiktig gjeld (12 måneders tilbakebetaling) | - | 47.429 | 47.429 |
| Akkumulert konsernbidrag | 26.000 | (26.000) | - |
| Annen kortsiktig gjeld | 360.738 | - | 360.738 |
| Sum Gjeld | 1.017.959 | (4.070) | 1.013.889 |
| | | | - |
| Egenkapital og Gjeld | 1.175.954 | 12.901 | 1.188.855 |

| Virkning på balansen ved overgang fra NGAAP til IFRS | NGAAP | Overgang til IFRS | IFRS |
|--|------------------|-------------------|------------------|
| (Beløp i NOK 1.000) | 31.12.2004 | | 31.12.2004 |
| Utsatt Skattefordel | 56.186 | (1.434) | 54.752 |
| Patenter | 49.265 | - | 49.265 |
| Goodwill | 185.530 | 78.597 | 264.127 |
| Kapitalisert R&D | - | 17.977 | 17.977 |
| Varige driftsmidler | 366.380 | - | 366.380 |
| Finanseille anleggsmidler | 13.676 | - | 13.676 |
| Omløpsmidler | 770.759 | - | 770.759 |
| Sum eiendeler | 1.441.796 | 95.140 | 1.536.936 |
| | | | - |
| Egenkapital | 229.854 | 160.426 | 390.280 |
| | | | - |
| Utsatt skatt | 31.124 | 1.611 | 32.735 |
| Pensjonsforpliktelser | 18.272 | 7.103 | 25.375 |
| Annen Langsiktig Gjeld | 640.304 | (80.023) | 560.281 |
| Langsiktig gjeld (12 måneders tilbakebetaling) | - | 80.023 | 80.023 |
| Akkumulert konsernbidrag | 74.000 | (74.000) | - |
| Annen kortsiktig gjeld | 448.242 | - | 448.242 |
| Sum Gjeld | 1.211.942 | (65.286) | 1.146.656 |
| | | | - |
| Egenkapital og Gjeld | 1.441.796 | 95.140 | 1.536.936 |

(Beløp i NOK 1.000)

| Virkning på EK ved overgang fra NGAAP til IFRS | 01.01.2004 | 31.12.2004 |
|--|----------------|----------------|
| EK rapportert etter NGAAP | 157.995 | 229.854 |
| Kapitalisering av utviklingsprosjekt | 8.722 | 17.977 |
| Justering av utsatt skattefordel | (21.261) | (7.103) |
| Justering av utsatt skatt | 3.511 | (3.045) |
| Utbytte/konsernbidrag | 26.000 | 74.000 |
| Negativ Goodwill | - | 69.609 |
| Reversering av avskrivning av goodwill 2004 | - | 8.988 |
| EK rapportert etter IFRS | 174.967 | 390.280 |
| Virkning av implementeringen av IAS 39/IFRS | | (820) |
| EK 01.01.05 | | 389.460 |

(Beløp i NOK 1.000)

| Virkning på resultatregnskapet ved overgang fra NGAAP til IFRS | NGAAP | Overgang til IFRS | IFRS |
|--|------------------|-------------------|------------------|
| DRIFTSINNEKTER | 2.185.317 | (503) | 2.184.814 |
| Driftskostnader: | | | |
| Forbruk av varer | 1.007.332 | 903 | 1.008.235 |
| Beholdning varer i arbeid og ferdigvarer | (23.470) | | (23.470) |
| Lønn og sosiale kostnader | 546.504 | (23.272) | 523.232 |
| Andre driftkostnader | 308.474 | (1.955) | 306.519 |
| Ordinære avskrivninger varige driftsmidler | 70.081 | 3 | 70.084 |
| Ordinære avskrivninger immaterielle eiendeler | 19.552 | (78.812) | (59.260) |
| Sum driftskostnader | 1.928.473 | (103.133) | 1.825.340 |
| DRIFTSRESULTAT | 256.844 | 102.630 | 359.474 |
| Netto finansposter | (52.563) | (97) | (52.660) |
| ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD | 204.281 | 102.533 | 306.814 |
| Skattekostnad på ordinært resultat | (56.140) | (5.811) | (61.951) |
| ÅRSRESULTAT | 148.141 | 96.722 | 244.863 |

Vedlegg 3

| Finansiell eiendelsbeta | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Kontantbeta | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| * Kontantvekt | 0,9669 | 0,9352 | 0,9035 | 0,8718 | 0,8401 | 0,8084 | 0,7767 | 0,7450 | 0,7133 | 0,6816 | 0,6500 | 0,6500 | 0,6500 |
| + Finansielt fordringskrav | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| * Finansiell fordringsvekt | 0,0206 | 0,0285 | 0,0364 | 0,0444 | 0,0523 | 0,0603 | 0,0682 | 0,0761 | 0,0841 | 0,0920 | 0,1000 | 0,1000 | 0,1000 |
| + Investeringskrav | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 |
| * Finansiell eiendelsbeta | 0,0125 | 0,0363 | 0,0600 | 0,0838 | 0,1075 | 0,1313 | 0,1550 | 0,1788 | 0,2025 | 0,2263 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 |
| = Finansiell eiendelsbeta | 0,0125 | 0,0363 | 0,0600 | 0,0838 | 0,1075 | 0,1313 | 0,1550 | 0,1788 | 0,2025 | 0,2263 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 |

| Netto finansiell gjeldsbeta | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Finansiell gjeldsbeta | 0,0015 | 0,0046 | 0,0080 | 0,0117 | 0,0157 | 0,0206 | 0,0261 | 0,0322 | 0,0389 | 0,0463 | 0,0546 | 0,0546 | 0,0546 |
| Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG) | 1,1362 | 1,1433 | 1,1606 | 1,1800 | 1,2019 | 1,2267 | 1,2553 | 1,2884 | 1,3273 | 1,3735 | 1,4296 | 1,4296 | 1,4296 |
| - Finansiell eiendelsbeta | 0,0125 | 0,0363 | 0,0600 | 0,0838 | 0,1075 | 0,1313 | 0,1550 | 0,1788 | 0,2025 | 0,2263 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 |
| Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG) | 0,1362 | 0,1433 | 0,1606 | 0,1800 | 0,2019 | 0,2267 | 0,2553 | 0,2884 | 0,3273 | 0,3735 | 0,4296 | 0,4296 | 0,4296 |
| Netto finansiell gjeldsbeta | 0,0000 | 0,0001 | 0,0004 | 0,0013 | 0,0028 | 0,0045 | 0,0068 | 0,0101 | 0,0147 | 0,0209 | 0,0294 | 0,0000 | 0,0000 |

| Finansielt eiendelskrav | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Risikofri rente | 0,0330 | 0,0337 | 0,0343 | 0,0350 | 0,0356 | 0,0363 | 0,0369 |
| + Finansiell eiendelsbeta | 0,0125 | 0,0363 | 0,0600 | 0,0838 | 0,1075 | 0,1313 | 0,1550 |
| * Risikopremie | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 |
| + Kredittrisikopremie | 0,0003 | 0,0004 | 0,0005 | 0,0006 | 0,0005 | 0,0005 | 0,0006 |
| Finansielt eiendelskrav | 0,0341 | 0,0363 | 0,0384 | 0,0406 | 0,0426 | 0,0447 | 0,0469 |
| | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Fordringsrating | BBB | BBB | BBB | BBB | A | A | A |
| Risikofri rente | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| * Kredittfaktor | 0,0330 | 0,0337 | 0,0343 | 0,0350 | 0,0356 | 0,0363 | 0,0369 |
| = Kredittrisikopremie | 0,0132 | 0,0135 | 0,0137 | 0,0140 | 0,0089 | 0,0091 | 0,0092 |
| * Fordringsvekt | 0,0206 | 0,0285 | 0,0364 | 0,0444 | 0,0523 | 0,0603 | 0,0682 |
| = Kredittrisikopremie | 0,0003 | 0,0004 | 0,0005 | 0,0006 | 0,0005 | 0,0005 | 0,0006 |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| | 0,0376 | 0,0382 | 0,0389 | 0,0395 | 0,0395 | 0,0395 | |
| | 0,1788 | 0,2025 | 0,2263 | 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 | |
| | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 | |
| | 0,0007 | 0,0008 | 0,0009 | 0,0016 | 0,0016 | 0,0016 | |
| | 0,0490 | 0,0512 | 0,0533 | 0,0561 | 0,0561 | 0,0561 | |
| | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | |
| | A | A | A | BBB | BBB | BBB | |

| | | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| 0,0376 | 0,0382 | 0,0389 | 0,0395 | 0,0395 | 0,0395 |
| 0,2500 | 0,2500 | 0,2500 | 0,4000 | 0,4000 | 0,4000 |
| 0,0094 | 0,0096 | 0,0097 | 0,0158 | 0,0158 | 0,0158 |
| 0,0761 | 0,0841 | 0,0920 | 0,1000 | 0,1000 | 0,1000 |
| 0,0007 | 0,0008 | 0,0009 | 0,0016 | 0,0016 | 0,0016 |

| | Krav til sysselsatt kapital | | | | | | | | | | | | | |
|---|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| | Egenkapitalkrav | 0,0724 | 0,0721 | 0,0721 | 0,0722 | 0,0726 | 0,0730 | 0,0736 | 0,0744 | 0,0753 | 0,0763 | 0,0779 | 0,0779 | 0,0779 |
| * | Egenkapitalvekt | 0,3941 | 0,3874 | 0,4205 | 0,4535 | 0,4866 | 0,5196 | 0,5527 | 0,5858 | 0,6188 | 0,6519 | 0,6850 | 0,6846 | 0,6846 |
| + | Minoritetsinteressekrav | 0,1013 | 0,1027 | 0,1024 | 0,1022 | 0,1023 | 0,1024 | 0,1027 | 0,1031 | 0,1037 | 0,1043 | 0,1056 | 0,1056 | 0,1056 |
| * | Minoritetsvekt | 0,0000 | 1,0000 | 2,0000 | 3,0000 | 4,0000 | 5,0000 | 6,0000 | 7,0000 | 8,0000 | 9,0000 | 10,0000 | 11,0000 | 12,0000 |
| + | Finansielt gjeldskrav | 0,0464 | 0,0474 | 0,0486 | 0,0497 | 0,0455 | 0,0466 | 0,0477 | 0,0489 | 0,0501 | 0,0514 | 0,0586 | 0,0586 | 0,0586 |
| * | Finansiell gjeldsvekt | 1,1362 | 1,1433 | 1,1606 | 1,1800 | 1,2019 | 1,2267 | 1,2553 | 1,2884 | 1,3273 | 1,3735 | 1,4296 | 1,4296 | 1,4296 |
| = | Krav til sysselsatt kapital | 0,0812 | 0,1849 | 0,2914 | 0,3981 | 0,4990 | 0,6072 | 0,7169 | 0,8285 | 0,9424 | 1,0593 | 1,1927 | 1,2982 | 1,4038 |

| | Nettodriftsrentabilitet | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Nettodriftsrentabilitet | 0,127 | 0,145 | 0,157 | 0,169 | 0,181 | 0,193 | 0,190 | 0,187 | 0,184 | 0,181 | 0,178 | 0,178 | 0,178 |
| - | Nettodriftskrav | 0,081 | 0,061 | 0,063 | 0,064 | 0,063 | 0,065 | 0,067 | 0,069 | 0,072 | 0,074 | 0,079 | 0,089 | 0,089 |
| | Superrentabilitet | 0,046 | 0,084 | 0,094 | 0,104 | 0,117 | 0,127 | 0,122 | 0,117 | 0,112 | 0,107 | 0,099 | 0,089 | 0,089 |