

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Tomra ASA

Jan Foldøy Andersen

Veileder: Førsteamanuensis Knut Boye

Masterutredning i Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Hensikten med denne oppgaven er å beregne et verdiestimat for Tomras egenkapital, og basert på dette komme med en anbefaling om kjøp eller salg av selskapets aksjer.

Tomras markedsutsikter er positive. Til tross for hardere konkurranse etter utvidet pantelovgivning i Tyskland, opprettholder Tomra sin posisjon som dominerende aktør med betydelige konkurransefordeler. Stadig flere land innfører pantelovgivning, samtidig som vellykkede pilotprosjekter i England og Japan, har vist at det også i land uten pantelovgivning er mulig å få solgt panteautomater på kommersiell basis.

Tomras vekst og lønnsomhet er blitt redusert i perioden 2000 til 2005. Selskapet har imidlertid en svært god soliditet og likviditet, og virker godt rustet til å møte fremtidige utfordringer.

Basert på fundamental verdsettelse av Tomras egenkapital, blir selskapets aksjer verdsatt til kr 73 per aksje. Dette er høyere en dagens kurs på kr 49 (20.06.2006), og kjøp av aksjen anbefales derfor.

Innholdsfortegnelse

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 1. | INNLEDNING..... | 5 |
| 1.1.1 | <i>Problemstilling og formål med oppgaven.....</i> | 5 |
| 1.1.2 | <i>Avgrensning av oppgaven.....</i> | 5 |
| 1.1.3 | <i>Oppgavens struktur.....</i> | 6 |
| 2. | PRESENTASJON AV SELSKAPET | 8 |
| 2.1 | GENERELT OM TOMRA..... | 8 |
| 2.2 | HISTORIEN BAK TOMRA..... | 10 |
| 2.3 | GENERELT OM BRANSJEN | 12 |
| 2.4 | FINANSIELLE NØKKELTALL..... | 17 |
| 3. | VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK..... | 19 |
| 3.1 | HVILKEN VERDSETTELSESTEKNIKK PASSER FOR TOMRA? | 19 |
| 4. | STRATEGISK ANALYSE BASERT PÅ OFFENTLIG INFORMASJON | 22 |
| 4.1 | EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE..... | 23 |
| 4.1.1 | <i>Inntrengere.....</i> | 24 |
| 4.1.2 | <i>Rivalisering mellom etablerte selskaper.....</i> | 28 |
| 4.1.3 | <i>Kundenes forhandlingsmakt</i> | 31 |
| 4.1.4 | <i>Leverandørens forhandlingsmakt.....</i> | 32 |
| 4.1.5 | <i>Substitutter.....</i> | 32 |
| 4.1.6 | <i>Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse</i> | 33 |
| 4.2 | INTERN ANALYSE..... | 34 |
| 4.2.1 | <i>KIKK.....</i> | 35 |
| 4.2.2 | <i>SVIM-analyse.....</i> | 38 |
| 4.2.3 | <i>Oppsummering av intern ressursbasert analyse.....</i> | 43 |
| 5. | REGNSKAPSANALYSE | 44 |
| 5.1 | KLARGJØRING TIL REGNSKAPSANALYSE..... | 45 |
| 5.1.1 | <i>Analysenivå.....</i> | 46 |
| 5.1.2 | <i>Analyseperiode.....</i> | 46 |
| 5.1.3 | <i>Valg av komparativ bransje.....</i> | 47 |
| 5.1.4 | <i>Klargjøring av finansregnskap og utarbeidelse av trailingregnskap</i> | 47 |
| 5.2 | OMGRUPPERING FOR INVESTORORIENTERT ANALYSE | 48 |
| 5.2.1 | <i>Omgruppering av avsatt utbytte.....</i> | 48 |
| 5.2.2 | <i>"Dirty surplus" - føring direkte mot egenkapital</i> | 49 |
| 5.2.3 | <i>Normalt kontra unormalt resultat.....</i> | 50 |
| 5.2.4 | <i>Drift versus finansiering</i> | 51 |
| 5.3 | ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL | 53 |

| | | |
|------------|---|------------|
| 5.4 | ANALYSE AV RISIKO, LØNNSOMHET OG VEKST | 54 |
| 5.4.2 | <i>Historisk avkastningskrav</i> | 58 |
| 5.4.3 | <i>Lønnsomhet og vekst</i> | 63 |
| 5.5 | OPPSUMERING - REGNSKAPSANALYSE..... | 68 |
| 6. | FREMTIDSREGNSKAP..... | 70 |
| 6.1 | VALG AV BUDSJETTHORISONT | 70 |
| 6.2 | BUDSJETTERING FREM TIL STEADY STATE | 71 |
| 6.2.1 | <i>Driftsinntektsvekst</i> | 72 |
| 6.2.2 | <i>Netto driftsmargin</i> | 73 |
| 6.2.3 | <i>Omløpet til netto driftseiendeler</i> | 74 |
| 6.2.4 | <i>Netto Finansiell gjeldsdel</i> | 76 |
| 6.3 | BUDSJETTERING I STEADY STATE | 76 |
| 6.4 | PRESENTASJON AV FREMTIDSBUDSJETT | 77 |
| 6.5 | AVKASTNINGSKRAV FREM TIL STEADY STATE | 77 |
| 6.6 | KRAV TIL AVKASTNING I STEADY STATE..... | 81 |
| 7. | FUNDAMENTAL VERDSETTELSE..... | 82 |
| 7.1 | VALG AV FUNDAMENTAL VERDSETTELSESMODELL | 82 |
| 7.1.1 | <i>Egenkapitalmetoden</i> | 83 |
| 7.1.2 | <i>Totalkapitalmetoden</i> | 84 |
| 7.1.3 | <i>Verdiestimater</i> | 86 |
| 7.1.4 | <i>Sensitivitetsanalyse</i> | 87 |
| 7.2 | KONKLUSJON..... | 89 |
| 8. | VERDSETTELSE VED BRUK AV MULTIPLIKATORER | 91 |
| 8.1 | VALG AV MULTIPLIKATOR | 92 |
| 8.1.1 | <i>Valg av komparativ virksomhet</i> | 93 |
| 8.1.2 | <i>P/E multiplikator</i> | 94 |
| 8.1.3 | <i>Pris/Bok multiplikator</i> | 95 |
| 8.1.4 | <i>EV/EBIT multiplikator</i> | 95 |
| 8.2 | KONKLUSJON..... | 96 |
| 9. | OPSJONSBASERT VERDSETTELSE | 98 |
| 9.1 | TOMRAS REALOPSJONER | 99 |
| 10. | KONKLUSJON..... | 101 |
| | LITTERATURLISTE | 102 |
| | VEDLEGG 1 | 104 |

1. Innledning

I denne utredningen blir det foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Tomra ASA. Tomra er en interessant bedrift å analysere av flere grunner. Selskapet er et av relativt få norske selskaper som har lyktes med å etablere seg tungt i utlandet. I tillegg operer Tomra innenfor en bransje som er i stadig utvikling og vekst. Verdens miljøproblemer og fokuset på miljøvern er ventet å øke i fremtiden. Det er også interessant å se hvordan selskapet er i ferd med å utvikle seg fra et rent panteautomatselskap til et selskap som også utvikler løsninger for avfallshåndtering og resirkulering av andre typer emballasje.

Det blir i utgangspunktet benyttet verdsettelsesmetoder fra kurset BUS 425 på NHH. I tillegg blir det trekket på strategi kurset STR 210, og diverse finans og regnskapskurs. En verdsettelsesoppgave er meget interessant da man må forholde seg til teorier og modeller fra både regnskap, finans og strategi.

1.1.1 Problemstilling og formål med oppgaven

Som potensiell investor er det ofte vanskelig å anslå verdien til et selskap. Selskaper er store og kompliserte, og selv om børsnoterte selskaper må følge en rekke regler og forskrifter for offentliggjøring av informasjon, kan det være vanskelig å beregne verdien til et selskap. Kursen kan svinge mye og til tider kan det virke som om svinginger i aksjekursen i større grad er basert på psykologiske faktorer i aksjemarkedet, enn endrede forhold i selskapet selv. Formålet med denne oppgaven er å foreta en verdsettelse av Tomra ASA, slik at potensielle investorer blir i stand til å foreta rasjonelle beslutninger om kjøp eller salg av selskapets aksjer. Problemstillingen blir dermed:

”Hva er verdien av Tomras egenkapital, og har markedet priset aksjen riktig?”

1.1.2 Avgrensning av oppgaven

Tomra konsernet er i dag inndelt i 4 ulike forretningsområder¹, og ved siden av morselskapet Tomra har konsernet flere datterselskaper. Enkelte av datterselskapene er rene geografiske

salgsenheter som har som hovedformål å selge og installere panteautomater, mens andre datterselskaper som Orwak og TiTech driver både utvikling, produksjon og salg. I denne oppgaven blir verdien til hele Tomra konsernet verdsatt, men fokuset blir likevel på den delen av Tomra som driver med utvikling, produksjon og salg av panteautomater, da mesteparten av konsernets omsetning stammer fra dette området. Med Tomras aktiviteter i mange land, det vurdert som for omfattende å foreta analyser av de enkelte geografiske områdene. I stedet benyttes aggregerte tall, som skal representere de ulike aktivitetene. I oppgavens vekstanslag for fremtiden blir det tatt hensyn til alle de fire foretningsområdene, selv om det i oppgaveteksten som oftest kun vil henviser til panteautomatmarkedet.

I oppgaven er det benyttet kilder fra økonomiske lærebøker, forelesningsnotater, samt utstrakt bruk av internett og diverse artikler. Det forutsettes det at leser har grunnleggende kjennskap til økonomiske ord, uttrykk og beregninger, og slike vil derfor ikke bli forklart nærmere i utredningen.

1.1.3 Oppgavens struktur

I kapittel 2 vil bli det gitt en generell presentasjon av Tomra og selskapets historie. Deretter blir det sett nærmere på Tomras marked og gitt en beskrivelse av selskapets konkurrenter. Mens kapittel 2 beskriver dagens situasjon og gitt en analyse av historisk utvikling, blir det i kapittel 4 foretatt en strategisk analyse av Tomra og markedet selskapet opererer i. Det blir undersøkt hvilke konkurransefortrinn Tomra besitter, samt bransjens fremtidsutsikter.

I kapittel 5 vil foretas en regnskapsanalyse basert på Tomras årsregnskap i perioden 2000 til 2005. Ved å kombinere konklusjonene fra kapittel 4 med regnskapsanalysen i kapittel 5, blir det utarbeidet et fremtidsregnskap for Tomra i kapittel 6, samt beregning det avkastningskrav som skal benyttes ved den endelige verdsettelsen av selskapet.

I kapittel 7 blir selve verdsettelsen av Tomra gjennomført. Her kommer det frem et eksplisitt kursestimat for Tomra, samt hvor sensitivt dette estimatet er i forhold til endringer i budsjett drivere.

¹ Tomra Årsrapport (2006)

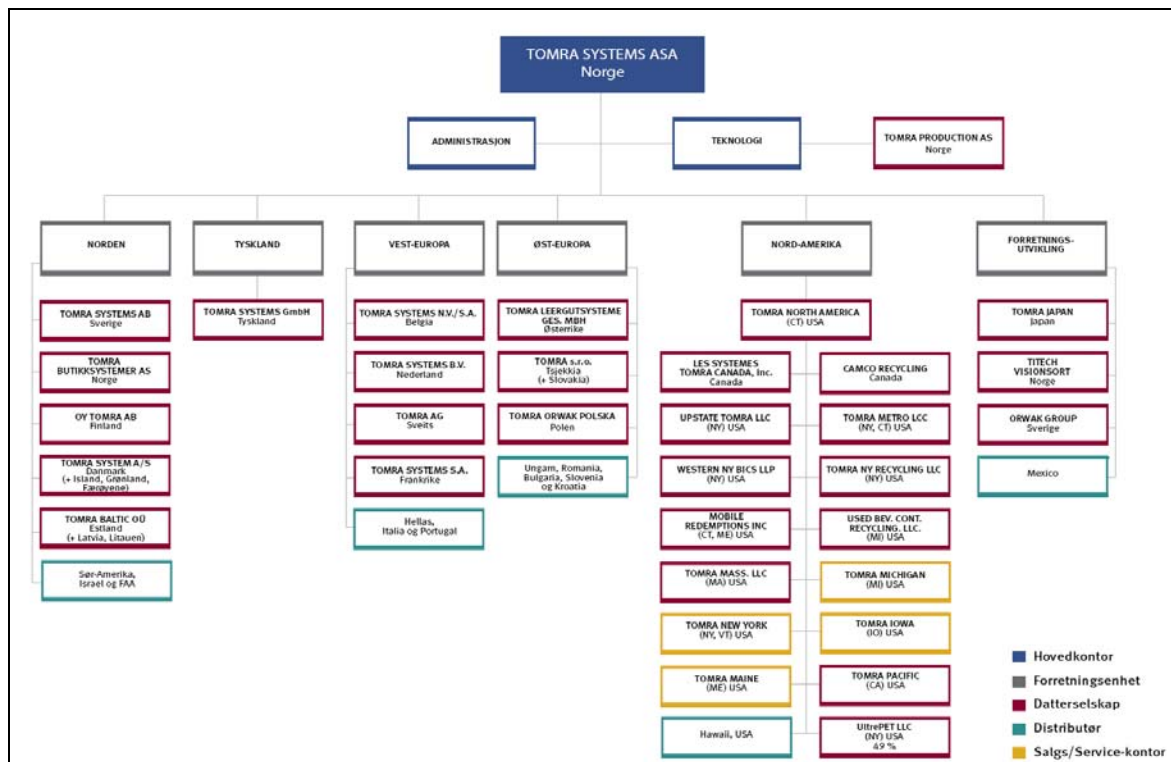
I kapittel 8 og 9 blir det gitt en kort oversikt over alternative verdsettelsesmetoder som opsjonsbasert verdsettelse og verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. I kapittel 10 fremkommer en konklusjon av hele oppgaven, og en anbefaling om kjøp eller salg av Tomra aksjen blir gitt.

2. Presentasjon av selskapet

I dette kapitlet blir det gitt en generell presentasjon av Tomra Systems ASA, inkludert konsernets forretningside og noen nøkkeltall. Deretter kommer en kort historisk oversikt, en presentasjon av Tomras konkurrenter, samt en beskrivelse av bransjen Tomra opererer i.

2.1 Generelt om Tomra

TOMRA er et internasjonalt konsern med aktiviteter i mer enn 40 land rundt om i verden. Selskapets hovedkontor ligger i Asker, mens hovedmarkedene finnes i Europa og Nord Amerika. Tomras aktiviteter er organisert i fire forretningsområder: RVM Technology, Collection & Materials Handling, Recycling Technology og Other Non-Deposit Activities. De to første områdene er relatert til TOMRAS aktiviteter i markeder med pant på drikkevareemballasje. De to neste segmentene representerer selskapets aktiviteter i markeder uten pant på drikkevareemballasje og i andre avfallsstrømmer enn drikkevareemballasje.



Figur 1. Figuren viser Tomra ASA organisasjonsstruktur.²

² Tomra Årsrapport (2006)

"Helping the world recycle" er Tomras uttalte misjon³. For å oppfylle denne misjonen har Tomra som mål å bidra til å sikre en høyest mulig returandel til lavest mulig kostnad, samtidig som deres returautomater skal være attraktive og enkle å bruke.

I Nord-Amerika er Tomra mest kjent som leverandør av helautomatiserte løsninger for håndtering av avfall. I tillegg til tradisjonelle panteautomater, driver selskapet en rekke resirkuleringsstasjoner hvor man kan deponere alt fra aluminium til plast og papir. Disse stasjonene går under navnet RePlanet, og er ofte lokalisert i nærheten av store supermarkeder.

I Europa har fokuset stort sett vært rettet mot utvikling og produksjon av panteautomater for drikkeemballasje. Etter hvert som stadig flere land har innført pantelovgivning, har Tomras markeder økt. I begynnelsen var lovgivningen stort sett rettet mot flergangsemballasje, men de siste årene har man også i flere land innført pant på engangsemballasje og aluminiumsbokser.

Tomras fokus har tradisjonelt vært rettet mot resirkulering av drikkeemballasje som flasker og bokser. De siste årene har man imidlertid også lansert løsninger for resirkulering og innsamling av andre typer returemballasje, slik som plast, papir og andre typer avfall. Fortsatt kommer størstedelen av selskapets omsetning fra tradisjonelle panteautomater. Tettere integrasjon med nylig kjøpte virksomheter samt utvikling av hele resirkuleringsstasjoner, vil i fremtiden spille en stadig viktigere rolle for konsernet og gi dem innpass i nye markeder. I England og Japan har man hatt pilotprosjekter for å undersøke om det er økonomisk forsvarlig å ta i bruk panteautomater til innsamling av returemballasje i land uten pantelovgivning. Disse testene ble avsluttet våren 2006 med positiv konklusjon, og utrulling av automater vil dermed begynne i løpet av året. For Tomra som konsern er dette et stort gjennombrudd, da dagens pantemarked kun omfatter 15 %⁴ av verdens drikkevareemballasje. De vellykkede testene åpner nå de resterende 85 % av markedene, og man vil i løpet av relativt kort tid kunne forvente tilsvarende initiativ i store land som Frankrike, Spania og Italia. På lengre sikt vil store deler av Sør-Amerika, Asia og Afrika kunne bli potensielle markeder for Tomras produkter.

³ Tomra Årsrapport (2006)

⁴ Tomra Q4 Presentation (2005)

Montering av panteautomater har inntil nylig foregått i Norge, mens produksjonen av de ulike komponentene har blitt outsourcet til eksterne leverandører. Et tett samarbeid med disse leverandørene har gjort det mulig å få til en effektiv produksjon basert på Just-In-Time prinsippet (JIT).⁵ Dette produksjonsstyringsprinsippet medfører at man ikke produserer for lager, men i stedet setter i gang produksjon først når en har mottatt en ordrebekreftelse. Et godt eksempel på Tomras effektive produksjon, er at selskapet normalt garanterer å levere en panteautomat hvor som helst i hele verden innen 14 dager⁶ etter at ordren er mottatt.

I 2005 fikk man en utvidet pantelovgivning i Tyskland, noe som medførte en betydelig økning i dette markedet, samt hardere konkurranse fra nye aktører. For å møte konkurransen fra disse aktørene, vedtok den nyansatte konsernsjefen å endre fokus fra kun vekst til også å fokusere på kostnader og marginer. For å bedre marginene samt øke kapasiteten startet man ved slutten av 2005 med montering og produksjon i lavkostland som Polen⁷ for enkelte av automattypene.

I tillegg til produksjon og montering av automater ute hos kunden, er serviceavtaler en viktig inntektskilde for produsentene. En panteautomat har i utgangspunktet en levetid på 7-10 år. I løpet av denne perioden må automatene oppgraderes og vedlikeholdes, og dette arbeid utføres av den opprinnelige produsenten av automaten, eller dennes servicepartner. Serviceavtaler har en årlig verdi på 15-20 %⁷ av en automats anskaffelseskostnad.

2.2 Historien bak Tomra

Tomra ble stiftet i 1972 av Tore og Petter Planke i Asker (Tomra, 2006). Forretningssideen gikk ut på å effektivisere mottaket av flasker, som erstatning for den manuelle håndteringen man hadde hatt siden innføringen av pant på begynnelsen av 1900-tallet. I 1972 laget Tomra sine første prototyper på helautomatisert panteautomat, og ved utgangen av året hadde man installert 15 panteautomater i Norge.⁶ I 1974 fikk man en svensk ordre på 100 panteautomater, tilsvarende 2 års produksjon. Tomra bygde dermed et nytt

⁵ Logistikk og ledelse, (2001)

⁶ www.tomra.com

⁷ Tomra Q1 (2006)

produksjonslokale og fikk finansielle muligheter til å utvikle neste generasjons panteautomater. Tomras teknologi lå langt foran konkurrentenes, og flere av dem valgte derfor å fusjonere istedenfor å konkurrere. Perioden 1977-1985 var en kraftig vekstfase, hvor Tomra etablerte seg både i Europa og Nord-Amerika. Mellom 1980 og 1985 hadde man en gjennomsnittlig årlig vekst på over 30 %.

I 1985 var optimismen stor og Tomra ble notert på Oslo Børs. De påfølgende årene ble imidlertid vanskelige for selskapet, og mellom 1986 og 1990 var det stort sett røde tall som preget regnskapene. I 1986 oversvømte Sovjetunionen markedet med rimelig aluminium, noe som resulterte i en halvering av aluminiumsprisene. Resirkulering ble dermed mindre lønnsomt, og engangsemballasje uten pant ble nå et rimeligere og mer kostnadseffektivt alternativ. Tomra fikk et tap på 130 millioner i 1986, og valgte derfor å trekke seg ut av det nordamerikanske markedet.

I de påfølgende årene, fra 1990-1994, valgte Tomra å satse mer på det europeiske markedet, og utvikling av nye teknologiske løsninger fikk mye fokus. Resultatet ble nye og mer avanserte panteautomater som økte forspranget til konkurrentene. Man innførte JIT-prinsippet og flyttet produksjonen fra Nederland til Norge. Tidlig på 1990-tallet økte også fokuset på miljøet, og en ny vekstfase startet.

I perioden 1995 til 1999 hadde selskapet en årlig vekst på 46 %. Perioden var preget av stadige oppkjøp med sikte på å styrke selskapets distribusjonsnett i Europa. Blant annet kjøpte Tomra opp sin europeiske hovedkonkurrent, Halton, i 1997, og passerte samme år, for første gang, en omsetning på 1 milliard kroner.

Fra slutten av 1990-tallet og frem til i dag har Tomra gjennom oppkjøp og et sterkt fokus på FOU befestet sin posisjon som markedsleder både på det norske og det internasjonale markedet. I 2004 kjøpte Tomra det svenske selskapet TiTech for 219 millioner kroner,⁸ og senere samme år kjøpte man alle aksjene i Orwak Group. Disse selskapene var ikke direkte konkurrenter av Tomra, men spesialister innenfor henholdsvis sortering og komprimeringsløsninger for papp, plast og papir. Orwak og Titech utgjør en meget beskjeden andel av Tomras omsetning, men det er liten tvil om at disse selskapene er en

viktig brikke i Tomras fremtidige strategi. De senere årene har Tomras vekst blitt redusert, og resultatene dårligere. Innføring av ny pantelovgivning i Tyskland og vellykkede tester i England og Japan medfører imidlertid at man igjen forventer betydelig vekst de nærmeste årene.

Oppkjøp av konkurrenter har hele tiden vært en del av Tomras forretningsstrategi. Selskapet har kvittet seg med potensielle konkurrenter, samtidig som de har sikret seg tilgang til nye markeder og teknologi. Iveren etter å beholde sin sterke markedsposisjon kan til tider ha vært vel stor, og i 2005 fikk de nærmere 200 millioner kroner i bot, for misbruk av sin dominerende stilling på 1990- tallet. Dommen er anket, og selskapet har fortsatt sin oppkjøpsstrategi.

2.3 Generelt om bransjen

Tomras hovedmarked er innenfor resirkuleringsbransjen, og selskapet er markedsleder i det segmentet som fokuserer på innsamling av drikkevareemballasje, panteautomatsegmentet. I dette segmentet har Tomra en global markedsandel på ca 80 %. I tillegg har Tomra aktiviteter innenfor andre resirkuleringssegmenter, men disse utgjør i dag en meget liten del av omsetningen, og vil som nevnt i innledningen ikke bli analysert nevneverdig i denne utredningen.

I panteautomatsegmentet skiller man i utgangspunktet mellom gjenfyllbare drikkebeholdere, og engangsdrikkebeholdere.

Gjenfyllbare drikkebeholdere

Gjenfyllbare drikkebeholdere lages hovedsakelig av glass eller plast. Slik emballasje brukes gjentatte ganger i sin opprinnelige form. Vanligvis returneres de innsamlede flaskene til bryggerier, som vasker dem, før de blir påfylt nytt innhold og sendt ut igjen til forbrukerne. Pantelovgivning har tradisjonelt vært rettet mot slik emballasje, og det er først de senere årene at flere land også har inkludert engangsemballasje. Ettersom flergangsemballasjen brukes i sin nåværende form, blir ikke flaskene komprimert, og panteautomatens oppgave består kun i identifisering, sortering og oppsamling.

⁸ Tomra årsrapport (2005)

Engangsdrikkebeholdere

Engangsdrikkebeholdere er vanligvis aluminiumsbokser, plastflasker eller drikkekartonger laget av papp. Navnet engangsemballasje gjenspeiler det faktum at emballasjen i seg selv kun benyttes en gang, men råstoffet blir likevel resirkulert og benyttet til nye produkter. Panteautomater for engangsemballasje er mer avanserte, da de i tillegg til gjenkjennelse også foretar komprimering av den returnerte emballasjen. Volumet blir kraftig redusert, og transportkostnadene mindre. Effektiv komprimering gir også panteautomater et konkurransefortrinn i forhold til manuell håndtering.

Markedet for pant på engangsemballasje er i kraftig vekst. Flere land i Europa og stater i USA vurderer å utvide eksisterende pantelovgivning til også å inkludere slik emballasje. Sist ute var Tyskland, som etter mye rot og utsettelse fikk et helhetlig system på plass i 2005. For bransjen var dette meget viktig. Betydningen av det tyske markedet kan illustreres ved at Tomra siden sin oppstart har installert i overkant av 50 000 panteautomater⁹ rundt om i verden. Det tyske behovet for panteautomater som håndterer engangsemballasje er konservativt estimert til rundt 40 000 automater.¹⁰ For Tomra er det en gylden mulighet til økt vekst, men samtidig har åpningen av et så stort marked medført inntreden av flere nye konkurrenter. Tomra forventer likevel å oppnå en markedsandel på minst 60 % i Tyskland¹¹. De nye aktørene fokuserer hovedsakelig på Tyskland, men vil antagelig på sikt også konkurrere mot Tomra i andre panteautomatmarkeder.

Markeder uten pantelovgivning

Av verdens totale forbruk av drikkevareemballasje, blir bare 15 % omfattet av pantelovgivning. De resterende 85 % baserer seg enten på frivillig resirkulering eller ingen resirkulering i det hele tatt. Det er i dette markedet man finner de største vekstmulighetene fremover. Økt fokus på miljøvern, resirkulering og større problemer med forsøpling, ikke minst i Asia, vil medføre at stadig flere land vil innføre pantelover. Prosessen i Tyskland har vist at politiske beslutninger er meget usikre, og tidsperspektivene kan være lange. For å imøtegå disse problemene, har Tomra utviklet ulike løsninger som selskapet håper vil være mulig å få introdusert i land uten pant. To vellykkede pilotprosjekter i Japan og England er

⁹ www.tomra.com

¹⁰ Tomra Q3, (2005)

nylig blitt avsluttet¹². Her har Tomra og lokale samarbeidspartnerne vist at verdien av returemballasjen, reduserte transportkostnader, offentlige subsidier, samt reklameinntekter er nok til å forsvare investeringer i panteautomater og resirkuleringsanlegg. For Tomra er dette meget gode nyheter, da man nå kan starte salg av sine produkter til de resterende 85 % av markedene. Lønnsomheten i prosjektene vil variere fra land til land, og spesielt i lavkostland tar det nok tid før man ser en full utrulling. I den vestlige verden vil man være raskere ute, og Tomra skal allerede være i samtaler med potensielle partnere i andre land. Automatene som benyttes i Tomras Japanprosjekt er stort sett vanlige panteautomater, og således kan man nok forvente at konkurrentene også vil satse på disse markedene, men Tomra vil likevel ha flere års forsprang. I England har man satset på litt andre type automater, som er i stand til å håndtere mange forskjellige typer avfall. Integrasjon mellom Tomras panteautomatteknologi og TiTech og Orwak teknologi, har gjort det mulig å utvikle disse resirkuleringssentrene. I dag finnes det ingen aktører med tilsvarende ekspertise og produkter, så Tomras forsprang her er betydelig.

Konkurrenter i pantemarkedet

Envipco

Nederlandske Envipco er Tomras hovedkonkurrent på det nord-amerikanske markedet, og den eneste aktøren i tillegg til Tomra som satser på verdensbasis. Selskapet innehar flere patenter og hevder selv at de er ledende innenfor produksjon og utvikling av panteautomater. 70 % av selskapets inntekter stammer fra Nord-Amerika¹³, mens de resterende 30 % kommer fra Tyskland, Frankrike, Brasil og Japan. Selskapets markedsandel i USA er 20 %, men selskapet sliter med fallende markedsandeler og lav lønnsomhet. Envipco har ikke klart å levere godkjente regnskapstall for 2005¹⁴, og har i den senere tid gjennomført restruktureringer og emisjoner for å bedre selskapets finansielle stilling.

¹¹ Tomra Q4, (2005)

¹² www.tomra.com

¹³ Envipco (2004)

¹⁴ www.envipco.com

Repant:^{15 16}

Av Tomras konkurrenter er det Repant som ligner mest på Tomra, basert på produkter, forretningside og strategi. Det norske selskapet ble etablert i 1994 og driver utvikling, produksjon og salg av panteautomater. Repant har maskiner som håndterer både engangsemballasje og flerbruksemballasje, og bakromsløsninger kan tilpasses den enkelte kunde. Størst suksess har de imidlertid hatt med sin frittstående automat *Global* som er myntet på små og mellomstore butikker uten kompliserte bakromsløsninger. Siden 1994 har selskapet investert betydelige midler i utvikling av avanserte pantemaskiner. Salget og resultatene har imidlertid vært meget dårlige, og stadige emisjoner har vært nødvendige for å opprettholde driften. Repant sin største utfordring har vært å få innpass på markedet som en troverdig leverandør av panteautomater. I 2004 fikk selskapet en rammeavtale med ICA i Sverige og Coop i Norge. Selv om selskapet har hatt en del testautomater ute hos potensielle kunder, har salget vært meget beskjedent i forhold til Tomra og Wincor Nixdorf. For å øke sin troverdighet og få tilgang til europeiske markeder, har Repant inngått en partneravtale med det japanske milliardkonsernet Terakoa, kjent under merkenavnet Digi. Avtalen innebærer teknologisk samarbeid og lisensiering, og gir Repant tilgang til Digis salgs-, distribusjons- og servicenettverk i over 100 land. Denne avtalen er ment å sikre Repant volum i det tyske markedet. I begynnelsen av 2006 fikk selskapet sitt gjennombrudd med en ordre på 1600 Global automater, og senere har ytterligere ordrer blitt annonsert. Repant sin målsetting er å få en markedsandel i Tyskland på 20 %. For selskapet er en vellykket satsing i Tyskland helt avgjørende for fremtidig overlevelse i markedet, men til tross for en lovende start er det langt fra sikkert at volumene blir store nok til å forsvare en langsiktig satsing. Det neste året vil vise om selskapet er i stand til å masseprodusere automater, samt tilby den service og kvalitet som kundene forventer.

Wincor Nixdorf (WN)

Tomras hovedkonkurrent i Europa er det tyske konsernet Wincor Nixdorf. Selskapet er verdensledende leverandør av IT-løsninger til dagligvarehandelen og banker. I tillegg til IT-løsninger har selskapet flere produktområder, deriblant salg av kassaapparater. I 2003 kjøpte WN Tomras konkurrent Prokent. Prokent satset på utvikling av panteautomater, men høye utviklingskostnader og forsinkelser i Tyskland medførte at selskapet var på konkursens rand.

¹⁵ Repant årsrapport (2004)

¹⁶ www.repant.com

Som en betydelig leverandør til dagligvarehandelen, så WN på panteautomater som et naturlig supplement i sin portefølje. Selskapets satsingsområder har stort sett vært Tyskland og Østerrike, men man har også solgt noen panteautomater i Skandinavia. WN har finansielle muskler til å satse i pantemarkedet, men salg av panteautomater utgjør foreløpig en liten del av konsernet, og fortsatt satsing på automater vil nok avhenge av suksess i Tyskland. Selskapets målsetting er en markedsandel på 40 %, og selskapet har allerede mottatt ordre på ca 6000 automater.¹⁷

Andre konkurrenter:

I tillegg til de nevnte aktørene er det en rekke små rendyrkede panteautomatselskaper. Eksempler på slike er det finske Bevesys,¹⁸ med 3 % markedsandel i Tyskland (2004), Trautwein¹⁹ (som satser på mindre panteautomater til kantiner) og Can & Bottle Inc.²⁰ i USA.

I forbindelse med åpningen av det tyske markedet, forsøkte flere eksisterende og nye aktører å etablere seg i Tyskland. I slutten av 2005 og begynnelsen av 2006 ble imidlertid et stort antall ordre annonsert, og de selskapene som ikke har fått noen ordre, har nå valgt å kaste inn håndkleet. De gjenværende aktørene i Tyskland er derfor i hovedsak Repant, WN og Tomra.

Annen resirkulering

Som nevnt innledningsvis blir det i denne oppgaven fokusert på Tomras produksjon av panteautomater for innsamling, gjenkjennelse og komprimering av drikkevareemballasje. Markedet for resirkulering av andre typer emballasje vil således ikke bli omtalt noe særlig. Det blir i denne oppgaven kun gitt en kort beskrivelse av potensialet.

Økt forsøpling, høyere råvarepriser og økt velstand vil medføre økt etterspørsel etter resirkuleringsteknologi, og på lengre sikt kan Orwak og TiTech bli betydelige bidragsytere til Tomras resultater. I markedet for avfallsortering utenom drikkeemballasje, er det mange konkurrenter og relativt lite bruk av avansert teknologi. Oppkjøp av Orwak og Titech setter

¹⁷ www.wincornixdorf.com

¹⁸ www.bevesys.fi

¹⁹ www.trautwein.com

²⁰ www.canandbottle.com

imidlertid Tomra i en strategiske gunstig situasjon. Disse selskapene er ledende innen bruk av avanserte gjenkjennelses- og komprimeringsteknologi, og vekstutsiktene burde være bra. Man vil også se en økt konsolidering hvor tradisjonelle panteautomater kombineres med automater for annen emballasje.

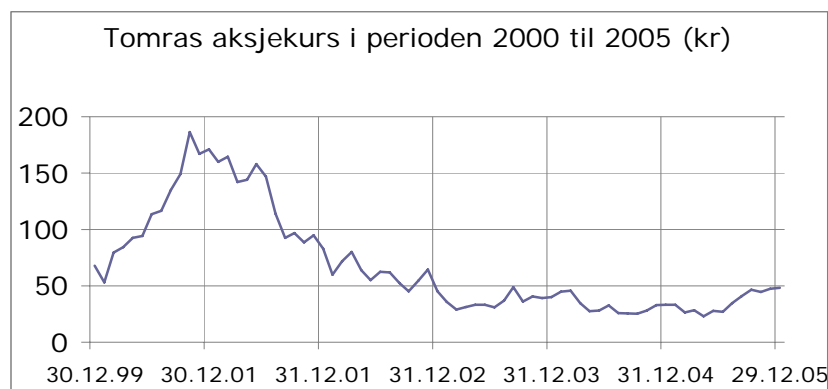
Konklusjon

Markedet for panteautomater er i stadig vekst og veksten vil fortsette i overskuelig fremtid. Nye aktører vil etablere seg, men Tomra sin unike stilling vil sikre dem en dominerende posisjon i tiden fremover. Kampen om markedsandeler i Tyskland er viktig for bransjens fremtidige struktur. De aktørene som ønsker å spille en betydelig rolle fremover, er avhengig av et godt fundament i Tyskland.

2.4 Finansielle nøkkeltall

Salgsinntektene til Tomra hadde en meget sterk vekst på hele 1990-tallet. Det kan imidlertid se ut til at denne utviklingen stagnerte rett etter årtusenskiftet, og fra 2000 har man i snitt de hatt salgsinntekter på i overkant av 2,5 milliarder kroner og et årsresultat på rundt 150 millioner.

Ser en tallene i sammenheng, kan man ane en urovekkende trend. Man ser klart at salgsinntektene har hatt en brukbar utvikling, mens års- og driftsresultatet har hatt en betydelig svakere utvikling enn det en kanskje skulle forventet. De underliggende forholdene med hensyn til dette vil bli kommentert nærmere under lønnsomhetsanalysen senere i utredningen.



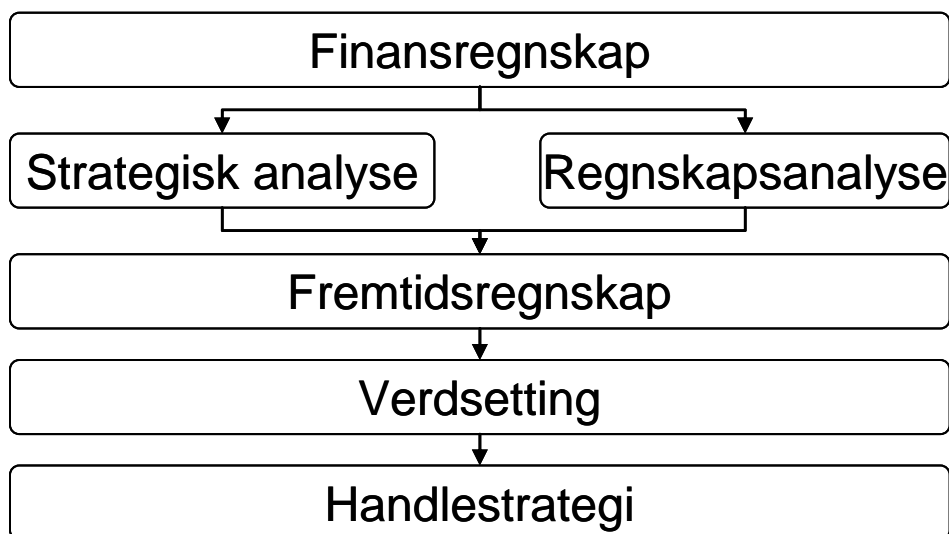
Figur 2. Figuren viser Tomras aksjekurs (i kr) i perioden 2000 til 2005.²¹

Tomras utvikling fra 2000 gjenspeiles også i aksjekursen. Fra begynnelsen av år 2000 til slutten av 2001 nærmest doblet aksjekursen seg fra rundt 60 kr til 180 kr. De påfølgende årene har aksjekursen stort sett minket, med et foreløpig bunnpunkt på 24 kr sommeren 2005. Fra sommeren 2005 til årsskiftet 2005/2006 har Tomras aksjekurs nesten doblet seg.

På verdensbasis har Tomra i dag installert rundt 55 000 panteautomater i over 40 land på 4 ulike kontinenter. Selskapet hadde i 2005 en omsetning på 2,4 milliarder kroner, og et resultat etter skatt på 21,9 millioner. Resultatet er ventet å øke betydelig de neste årene.

²¹ Kursdata fra Oslo Børs og Børsprosjektet ved NHH

3. Valg av verdsettelsesteknikk



Figur 3. Figuren viserrammeverket for fundamental verdsetting

3.1 Hvilken verdsettelsesteknikk passer for Tomra?

I Knivsflås forelesningsrekke²² opererer han med tre verdsettelsesteknikker som kan brukes til å verdsette av bedrifter. De tre metodene er fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Man vil vanligvis få ulike verdianslag avhengig av hvilken metode som benyttes. Annen litteratur opererer med fire ulike metoder; *Kontantstrømbasert*, *Opsjonsbasert*, *Multiplikatorbasert* og *Balansebasert*. De to siste metodene har Knivsflå samlet under betegnelsen komparativ verdsettelse.

Fundamental verdsettelse er en metode som tar utgangspunkt i strategisk analyse og regnskapsanalyse av finansregnskapet. Målet er å verdsette bedriften basert på de underliggende økonomiske forholdene. Man skiller vanligvis mellom analyser basert på egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden.

²² Knivsflå, (2006): *Forelesningsnotater BUS 425*

Ved en komparativ verdsettelse søker man å identifisere sammenlignbare virksomheter eller eiendeler for deretter å komme frem til en verdi basert på sammenlignbar prising. Ved bruk av multiplikatormodeller beregner man en multiplikator basert på et sammenlignbart selskap, og multipliserer denne multiplikatoren med en skaleringsfaktor, for å finne verdien av selskapet man analyserer. *Balansebasert verdsettelse* består av substansverdimetoden og likvidasjonsmetoden. Substansverdimetoden forutsetter et velfungerende marked for de materielle eiendelene, mens likvidasjonsmetoden egner seg best når det er stor fare for konkurs.

Opsjonsbasert verdsettelse er på mange måter en utvidelse av fundamental verdsettelse der man også inkluderer verdien av fleksibilitet. Verdien til egenkapitalen blir dermed verdien av egenkapital basert på fundamental verdsettelse pluss nåverdien av fleksibilitet. Denne fleksibiliteten er gjerne verdien av realopsjoner knyttet til for eksempel patenter eller driftstillatelser.

Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av faktorer som bransje, fase i livssyklusen, forutsetninger om fortsatt drift og tilgjengelig datagrunnlag.

I bransjer med flere sammenlignbare selskaper, blir analyser basert på komparativ verdsettelse mer hensiktsmessige enn i bransjer hvor man har vanskeligere for å identifisere relevante sammenligningsselskaper. For Tomras del er det i utgangspunktet Repant, som er et naturlig sammenlikningsgrunnlag. Dette selskapet er imidlertid betydelig mindre enn Tomra og har meget kort historikk, så en direkte sammenlikning vil derfor være lite nyttig. Et annet sammenliknings-selskap kunne vært Wincor Nixdorf (WN). Ulempen med WN er at i tillegg til å være nyetablert, utgjør panteautomatavdelingen en meget liten del av konsernet, og detaljert informasjon fra den spesifikke avdelingen er mangelfull. Når det gjelder substansverdimetoden, er denne også lite egnet, ettersom mesteparten av Tomras verdi er knyttet til evnen til å produsere og utvikle innovative produkter, mens de fysiske produksjonsfasiliteter i seg selv ikke utgjør en betydelig verdi.

Hvor i livssyklusen man befinner seg, kan også avgjøre hvilken metode som egner seg best. Bedrifter i oppstartsfasen vil gjerne ha begrenset regnskapshistorikk, derfor vil multiplikator- eller opsjonsbasert verdsettelse kunne være mer hensiktsmessig. Befinner man

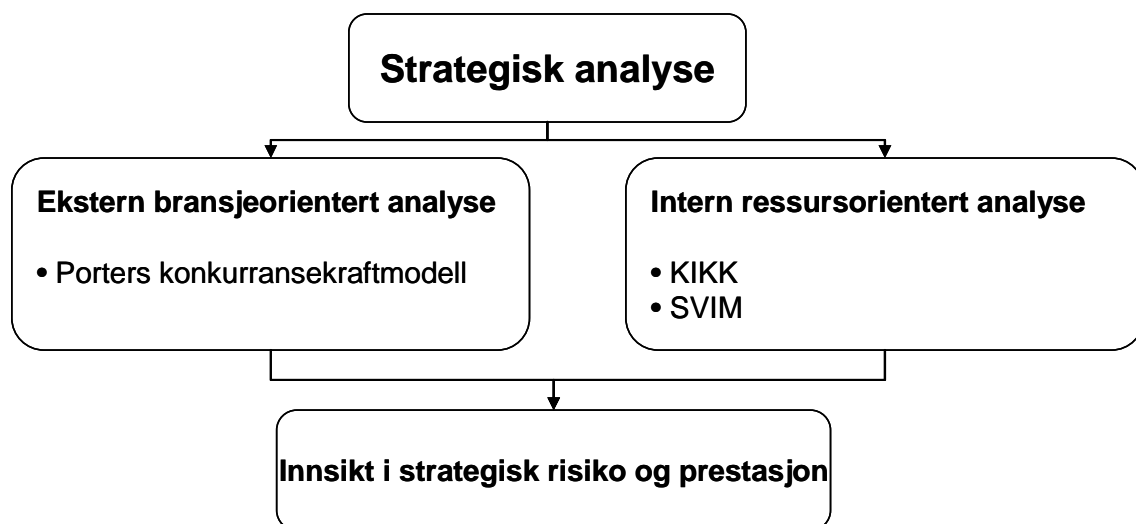
seg i en moden og relativt stabil fase med drift over tid, vil man lettere få tilgang til tidligere regnskapsinformasjon. I slike bedrifter vil godt datamateriale kunne beskrive underliggende forhold i bedriften, og en fundamental verdsettelse er godt egnet til å beregne verdien. I en moden fase vil man også kunne få bra resultater ved bruk av multiplikator modeller. Dersom en bedrift er i en tilbakegangsfase og muligheten for konkurs eller annen avvikling er til stede, vil en likvidasjonsbasert verdsettelse ofte være mest hensiktsmessig.

Tomra som selskap befinner seg i en moden fase i livssyklusen, med lang historikk. Dette medfører at fundamental eller komparativ verdsettelse kan være fornuftig. Her velges å basere verdsettelse på fundamental verdsettelsesmetode, da tilgangen til komparativ virksomhet er begrenset. Den fundamentale verdsettelsen vil bli supplert med andre analyser.

4. Strategisk analyse basert på offentlig informasjon

I dette kapitlet blir det foretatt en strategisk analyse for å se om Tomra har et konkurransefortrinn eller er i besittelse av strategiske fordeler. Tilstedeværelse av slike fortrinn vil kunne danne grunnlag for en mulig superprofitt, det vil si at rentabiliteten er større enn kravet. I den videre analysen blir strategiske fordeler avdekket.

I hovedsak forekommer to ulike modeller som kan benyttes til den strategiske analysen, en bransjeorientert modell med fokus på eksterne forhold og en ressursbasert modell med fokus på interne ressurser. Den bransjeorienterte analysen tar utgangspunkt i forholdene i bransjen, som indikerer om det er grunnlag for mer avkastning. En ressursbasert modell er mer opptatt av interne ressurser, og vurderer om disse kan gi mellomlang eller varig meravkastning. For å oppnå en strategisk fordel, må man være opptatt av å kartlegge verdifulle ressurser som konkurrenter har vanskelig for å kopiere.



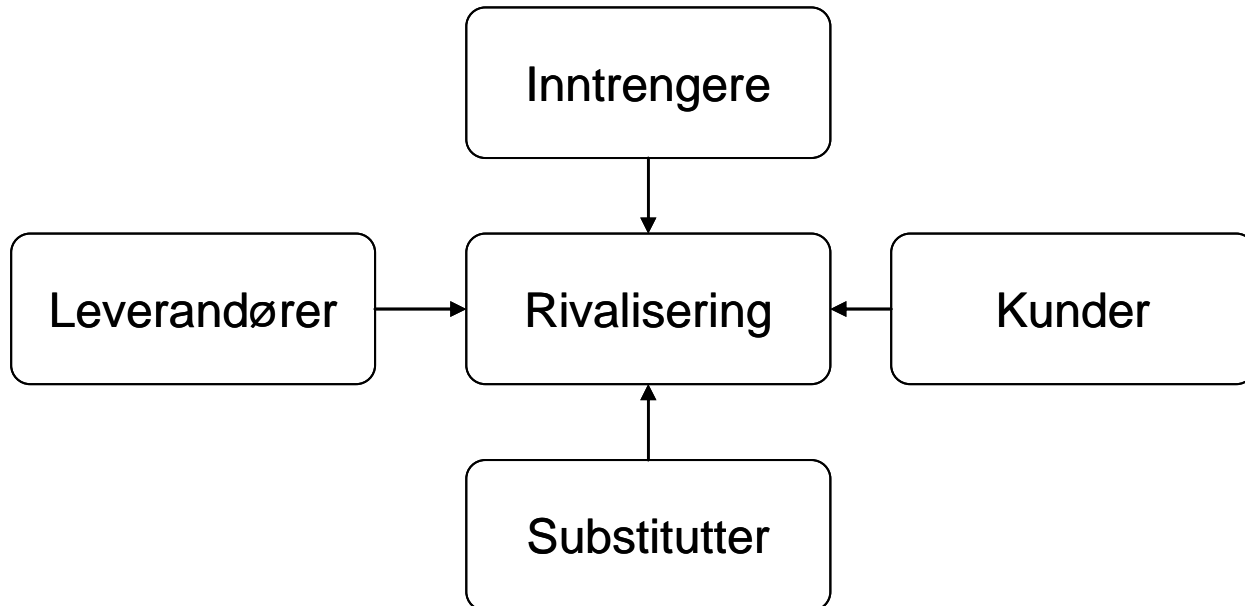
Figur 4. Figuren viser rammeverk for strategisk analyse.²³

²³ Hill (2004)

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

En ekstern analyse fokuserer på den eller de bransjene som Tomra er til stede i. Tradisjonelt har selskapet konkurrert i markedet for panteautomater (RVM). I de senere årene har Tomra også kjøpt opp selskaper som har gitt dem innpass i markedet for gjenvinning og sortering av andre emballasjetyper som plast, papir, metall i tillegg til flasker og bokser. Hovedfokuset for selskapet er imidlertid fortsatt produksjon av panteautomater, og stort sett all inntekt kommer fra dette markedet. Den eksterne analysen vil derfor ta utgangspunkt i markedet for produksjon og salg av panteautomater. I kapittel 2 blir de viktigste selskapene som opererer i samme bransje som Tomra nærmere omtalt.

En bransje kjennetegnes ved at ulike bedrifter tilbyr produkter eller tjenester som vil være tilnærmet like substitutter. Til å analysere en bransje kan man benytte Porters rammeverk, også kalt Porters fem konkurransekrefter (Porter, 1980). Denne modellen identifiserer fem krefter som kan påvirke konkurransen i en bransje, nemlig substitutter, inntrengere, rivalisering, forhandlingsmakt til leverandører og forhandlingsmakt til kunder.



Figur 5. Figuren viser Porters fem konkurransekrefter.

4.1.1 Inntrengere

Inntrengere er selskaper som ikke er konkurrenter i bransjen for øyeblikket, men som har kapasitet til å etablere seg hvis de ønsker. Etablerte aktører prøver ofte å ”skremme” konkurrenter fra å etablere seg for å opprettholde sin markedsandel og profitt.

Risikoen for at nye aktører etablerer seg er avhengig av de etableringshindringer som eksisterer, samt de merkostnadene slike hindringer medfører. Typiske etableringshindringer er merkeloyalitet, absolutte kostnadsfordeler, stordrifts- og skalafordeler, byttekostnader og offentlige reguleringer. Nedenfor blir det sett nærmere på de ulike hindringene og i hvor stor grad de er aktuelle for Tomra.

Merkeloyalitet

Sterke merkenavn kan gjøre det vanskelig for nye aktører å etablere seg i bransjen. Siden sin oppstart på 1970- tallet, har Tomra vært den dominerende aktøren av utvikling og produksjon av panteautomater. Gjennom flere tiår har Tomra installert automater hos de ulike butikkjedene, først i Norden, men etter hvert også i andre deler av verden. Kvalitetsmessig har Tomra et godt rykte, og eksisterende og nye kunder vet at selskapet leverer det de lover. Selskapet beskytter sitt merkenavn gjennom ulike patenter, stadig teknologisk utvikling og et dyktig serviceapparat. I det tyske markedet drar Tomra nytte av sin erfaring og selskapet har relativt enkelt etablert seg i Tyskland som en stor aktør. Flere nye aktørene i Tyskland har tidlig måttet kaste inn håndkle, mens andre selskaper, som Repant, har alliert seg med store internasjonale aktører for i det hele tatt å komme seg inn på markedet. Ved salg av panteautomater utgjør fremtidige serviceavtaler en betydelig del av totalpakken. En panteautomat har mange års forventet levetid, og det er derfor viktig at leverandørene er i stand til å møte sine forpliktelser knyttet til service og oppgradering av automatene i flere år fremover. Et sterkt merkenavn skaper troverdighet til produsenten, og usikkerhet rundt fremtidig utvikling blir redusert. Tomras lange historie og størrelse indikerer at det er en aktør man kan forvente vil overleve også i fremtiden, mens det er knyttet betydelig usikkerhet til mindre, nyetablerte aktører.

Merkenavnet på en panteautomat har i utgangspunktet lite å si for automatens sluttbruker. Dermed vil Tomras kunder, som stort sett er å finne innenfor dagligvarehandelen, ikke i seg selv noen konkurransemessige fordeler som følge av Tomras merkenavn. Om det står Repant

eller Tomra på en panteautomat, vil i liten grad påvirke befolkningens vilje til å benytte seg av en returautomat i en dagligvarebutikk. Dersom Tomras konkurrenter klarer å etablere tilsvarende kvalitet og servicegarantier som Tomra, vil nok kundene deres, dagligvarehandelen, i stor grad fokusere på pris ved valg av panteautomater.

Absolutte kostnadsfordeler

Med absolutte kostnadsfordeler mener man at potensielle nye aktører ikke kan forvente å matche det etablerte selskapets kostnadsstruktur. Slike absolutte kostnadsfordeler har hovedsakelig sitt utspring i effektiv produksjon, som følge av erfaring, patenter og teknologi. En annen faktor er kontroll over spesiell innputt som er nødvendig for produksjonen, som for eksempel arbeidskraft, materiell, utstyr eller ledelsesevner. Den tredje typen av kostnadsfordeler er tilgang til gunstig finansiering, som følge av at eksisterende aktører ofte har mindre risiko enn nyetablerte.

Som tidligere nevnt benytter Tomra seg av JIT-prinsippet som bidrar til en meget effektiv produksjon av panteautomater. Viktige komponenter for gjenkjennelse og sortering i panteautomatene er patentbeskyttet, så konkurrentene må gjerne benytte seg av andre dyrere løsninger som erstatning for disse. Selv om Tomra har god kostnadskontroll, vil det være mulig for nye aktører med den nødvendige ekspertise å oppnå tilsvarende fordeler. JIT-prinsippet er ikke noe Tomra er alene om å benytte, og man har ingen garanti for at konkurrentenes komponenter nødvendigvis er dyrere enn Tomras. En konklusjon er dermed at Tomra i liten grad har absolutte kostnadsfordeler, men selskapet er heller ikke dårligere stilt enn sine konkurrenter.

Skalafordeler

Kostnadsfordeler som følge av store produksjonsvolum kalles stordrifts- eller skalafordeler. Utgifter til blant annen forskning og utvikling (FoU), kan fordeles på større volum, og dermed reduseres enhetskostnadene. I tillegg vil man gjerne oppnå rabatter fra underleverandører ved kjøp av store kvantum, samt mer effektiv utnyttelse av eksisterende produksjonsutstyr og lavere distribusjons-, service- og markedsføringskostnader. Dersom en nyetablert aktør velger å skalere opp sin produksjon for å oppnå de samme skalafordelene, vil denne aktøren samtidig øke sin risiko som følge av økte investeringer. I tillegg er det fare for at økt tilgang til et produkt er med på å presse prisene i markedet nedover.

Tilstedeværelse av store aktører vil derfor gjøre det mindre attraktivt for en ny aktør å etablere seg i en bransje.

I markedet for panteautomater har Tomra med sin høye markedsandel rikelig anledning til å oppnå stordriftsfordeler. Tomras størrelse kan ha vært en viktig årsak til at selskapet såpass lenge hadde tilnærmet monopol i flere land. Det var først ved innføring av pant i Tyskland, som i praksis doblet markedet for returautomater, at nye konkurrenter fant det tilrådelig å etablere seg. For disse selskapene ble det helt avgjørende å sikre store kontrakter i det tyske markedet for tidlig å få en relativt høy produksjon. I dagens marked er et av konkurrentenes salgsargument, at deres automater er billigere enn Tomras. Tomra har i store deler av sin historie vært tilnærmet monopolist, og ledelsens fokus har i større grad vært knyttet til vekst enn lave produksjonskostnader. Ansettelse av ny konsernsjef i 2005 førte imidlertid til økt fokus på lavere kostnader og mer effektiv produksjon. I likhet med konkurrentene har Tomra valgt å sette ut deler av sin produksjon til lavkostland i Øst Europa.

I tillegg til salg og installering av panteautomater er også serviceavtaler viktige for et selskaps evne til å tilfredsstille sine kunder. Tomras tilstedeværelse i de fleste land samt eksisterende kunderelasjoner bidrar til rask og effektiv service på maskinene. Tomra har også kapasitet til å skalere opp produksjonen ved behov, for dermed å møte de ekstraordinære volumene man ofte får ved innføring av ny pant i et land. Selskapet begynte å produsere automater for lager før man fikk endelige kontrakter fra Tyskland. Dermed var Tomra i stand til å levere betydelige volum på et tidlig stadium da kontraktene kom, noe som sparte kundene for betydelige beløp. Tomras konkurrenter var ikke sikre på ordre, og kunne derfor ikke ta den risikoen en forhåndsproduksjon medførte. Dette resulterte i et konkurransefortrinn for Tomra, og også i fremtiden vil Tomra kunne ha betydelige skalafordeler.

Byttekostnader

Byttekostnader oppstår når kundene må bruke tid, energi og penger på å bytte produkter fra en eksisterende til en nyetablert aktør. Høye byttekostnader kan være med på å låse kunder til en aktør, og således gjøre markedet betydelig mindre for en ny aktør.

For kjøpere av en panteautomat er det viktig å vite at automaten fungerer og utfører de oppgaver den er beregnet for. Riktig gjenkjennelse av ulike typer emballasje sikres gjennom

spesifikke krav til panteautomatene. Disse kravene skal være uavhengig av leverandører. En automat fra Tomra vil derfor i teorien fritt kunne erstatte en automat fra Repant. I mindre butikker har man gjerne en frittstående automat, og slike steder vil byttekostnadene være relativt små. Man trenger ikke noe særlig opplæring for å benytte en ny type automat verken for betjeningen i dagligvarebutikkene eller deres kunder. I større forretninger vil man derimot gjerne ha omfattende bakromsløsninger for innsamling, sortering og komprimering av returemballasje. Bakromsløsningene er ikke kompatible mellom ulike leverandører, så anskaffelser fra en ny leverandør vil medføre betydelige byttekostnader.

I tillegg til selve automatene og eventuelle bakromsløsninger, følger det også med dataprogramvare som knytter automatene opp mot en butikks IT- og betalingssystemer. Disse systemene er i utgangspunktet leverandøravhengige, men butikkenes systemer er såpass standardiserte at de støtter automater fra flere ulike leverandører. Det er derfor ikke uvanlig at man finner ulike merker panteautomater innenfor en og samme butikkjede.

Panteautomater koster opp mot flere hundre tusen kroner, og har en levetid på 7-10 år, så utskiftingstakten blant eksisterende kunder er ikke særlig høy. Når man samtidig vet at større butikker har avanserte bakromsløsninger, blir byttekostnadene betydelige. Dette vil i stor grad favorisere eksisterende aktører og virke begrensende på nye aktører. Eventuelle nyetablerte aktører må hovedsakelig fokusere på å få innpass hos nye kunder, uten tidligere panteautomater.

Historisk sett har Tomra satset mye ressurser på å få innpass hos nye og beholde eksisterende kunder. I den forbindelse er Tomra ilagt en bot nærmere 200 millioner kroner for ulovlig å hindre konkurranse i panteautomatmarkedet. Denne saken er imidlertid ikke endelig avgjort, da Tomra har anket den videre til EF-domstolen.

Myndighetenes regulering

Reguleringer fra myndighetenes side har historisk sett kunnet begrense konkurransen betydelig. Disse restriksjonene er gjerne knyttet opp mot ønsket om å beskytte egne aktører mot konkurranse fra utenlandske aktører. En annen vanlig konkurransehindring er utdeling av konsesjoner, som begrenser aktører i et marked til en eller noen få aktører. Hvis en slik konsesjon er vanskelig å få, vil det medføre en betydelig hindring.

I markedet for returautomater er det ikke tvil om at myndighetenes politikk rundt innføring av eventuell pantelovgivning har stor betydning for bransjens tilgang til nye markeder. Denne hindringen er imidlertid lik for alle aktørene, og vil således ikke utgjøre noen etableringsbarriere i Porters modell. I de landene hvor man har innført pant, har man tvert imot sett at myndigheten sikrer åpne standarder nettopp for å sørge for fri konkurranse mellom aktørene.

Konklusjon

I utgangspunktet er det fritt frem for nye aktører å etablere seg i markedet. Det er imidlertid betydelige etableringshindringer som følge av høy merkeloyalitet, store skalafordeler og til dels betydelige byttekostnader. Utvikling av panteautomater er ressurskrevende, og behovet for et stort salgs- og serviceapparat gjør at nye aktører er avhengige av store finansielle og teknologisk muskler. De få nyetableringene som har vært i markedet de senere årene, har som fellestrekk at de har vært del av, eller støttet av, store konsern. Samtidig er markedet for pant i stadig vekst da stadig nye land innfører pantelovgivning. Bransjen er preget av relativt høye marginer, noe som virker forlokkende på nye aktører. De tidligere nevnte etableringshindringene vil imidlertid medføre at relativt få aktører vil etablere seg, og markedet kan i fremtiden få preg av oligopol eller duopol. Det er ikke usannsynlig at dagens aktører er de samme som vil dominere bransjen i fremtiden.

4.1.2 Rivalisering mellom etablerte selskaper

En annen av Porters konkurransefaktorer er konkurranse mellom eksisterende aktører i et marked. Rivaliseringen refererer til selskapenes kamp for å øke sine markedsandeler og stjele kunder fra hverandre. Virkemidler i slik konkurranse kan være pris, produktdesign, reklame og service.

Produktdifferensiering

I utgangspunktet har panteautomater den samme funksjonen uavhengig av modell og leverandør. Likevel er det betydelig differensiering i markedet. Automatene differensieres først og fremst på størrelse, hvor mindre butikker etterspør små, enkle automater, mens store supermarkeder investerer i kompliserte automater med avanserte bakromsløsninger for store volum. I tillegg differensierer man gjerne mellom automater som er beregnet på engangsemballasje, og de som er beregnet på gjenbruksemballasje eller en kombinasjon av

engang og gjenbruk. Av dagens produsenter har Tomra det desidert største produktspekteret. Selskapets automater skiller seg ut som funksjonelle, med attraktiv design og avansert teknologi. Automatene kan skreddersys den enkelte kundes behov på en måte som de fleste konkurrenter ikke har mulighet til.

Industriens konkurransestruktur

Konkurransestrukturen angir om bransjen er fragmentert med mange mindre aktører der ingen er i stand til å bestemme priser, eller om den er mer konsolidert, med få, men store aktører, hvor prisene i stor grad bestemmes av aktørene.

Markedet for panteautomater er en meget konsolidert bransje, hvor de eksisterende aktørene jevnlig har kjøpt opp mindre aktører. Tidligere var bransjen, spesielt i Europa, preget av Tomras tilnærmede monopolstilling. I dag er bildet mer nyansert, og innføring av pant i Tyskland har medført hardere konkurranse. I Tyskland forventes Tomra å opprettholde en markedsandel på 50-70%,²⁴ mens Repant og Wincor Nixdorf deler resten. I andre land vil Tomras markedsandel være enda større i lang tid fremover. Skulle store europeiske land som Italia, Frankrike og Spania velge å innføre pant, vil man nok kunne oppleve en eller to nye aktører, uten at det vil påvirke markedet betydelig. Dagens situasjon med betydelig markedsvekst medfører at man ikke får noe særlig prispress og unngår tap, som følge av lavere priser og høyere kostnader knyttet opp mot markedstiltak.

I det tyske markedet går konkurransen stort sett ut på å sikre seg nye kunder, og i liten grad å stjele kunder fra andre. Man opplever et visst prispress i markedet ettersom kontrakter verdt mange milliarder kroner skal fordeles i løpet av kort tid. Likevel ser det ut som aktørene ikke ønsker noen dumpingpriser, og et selskap som Tomra klarer å opprettholde marginer på 20%. I markedet for panteautomater er Tomra en slags prisleder, der selskapet med sitt sterke merkenavn og gode referanser samt avanserte produkter, er i stand til å ta en høyere pris enn sine konkurrenter.

Etterspørselsforhold

Etterspørselsforhold i en bransje vil påvirke hvor hard konkurransen blir. I en bransje preget av vekst, vil det være mer moderat konkurranse mellom eksisterende og nye aktører, enn i

²⁴ Tomra Q1 (2006)

bransjer med ingen eller negativ vekst. Negativ vekst fører ofte til hardere konkurranse for å opprettholde og øke markedsandeler, noe som gjerne går ut over lønnsomheten i bransjen.

Markedet for panteautomater er i stadig vekst, og selv om nye aktører er kommet til, er lønnsomheten i bransjen opprettholdt. Dette er spesielt positivt for Tomra, som i utgangspunktet er det selskapet som hadde høyest marginer og lønnsomhet, og således mest å tape på en tøff priskonkurranse. I Tyskland har man sett eksempler på at hovedutfordringen er å få levert og produsert stort nok antall automater raskest mulig. Etter hvert som situasjonen normaliseres, vil man kunne oppleve hardere konkurranse.

Utgangsbarrierer

Utgangsbarrierer er økonomiske, strategiske eller emosjonelle faktorer som hindrer selskaper i å forlate en bransje. Høye utgangsbarrierer kan medføre at selskaper blir låst inne i et ulønnsomt marked med fallende etterspørsel. Dette vil igjen kunne føre til overkapasitet og enda hardere konkurranse, samt redusert lønnsomhet. Vanlige utgangsbarrierer er store investeringer i maskiner og utstyr som er av liten verdi i alternativ bruk, og som ikke kan selges til andre formål. Andre kostnader er høye faste kostnader knyttet opp mot pensjoner, helseforsikringer og langsiktige forpliktelser ovenfor eksisterende kunder. Emosjonelle faktorer finner man gjerne i selskaper hvor eierne eller arbeiderne er for stolte til å gi seg. Selskaper hvor størstedelen av omsetningen knytter seg til en gitt bransje, vil også ha vanskeligere for å trekke seg ut enn selskaper som er mer diversifisert, med flere bein å stå på.

I panteautomatmarkedet er det relativt lave utgangsbarrierer, hvor den eneste betydelige hindringen er eventuelle serviceavtaler. Produksjonsutstyr kan til dels benyttes andre steder, men teknologisk utvikling og FoU utgjør betydelige beløp. Av de dominerende aktørene er Tomra og Repant i stor grad avhengig av inntekter fra panteautomatsalg, mens WN i større grad ser på automater som et supplement til eksisterende produkter de selger. Utgangsbarrierene er således ikke ubetydelige, og særlig Tomra vil nok gjøre mye for å bli i bransjen. Samtidig har man sett at flere aktører har trukket seg fra markedet p.g.a. dårlig lønnsomhet.

Konklusjon

Pantemarkedet er preget av en oligopolnende markedssituasjon med få aktører, der Tomra har en dominerende posisjon. Markedet er i vekst, med stadig nye land som innfører pant, samtidig som man også i land uten pantelovgivning ser fordeler med bruk av panteautomater. Voksende marked er med på å opprettholde marginene i bransjen, mens innslaget av produktdifferensiering er til stede. Utgangsbarrierer er til stede, men ikke større enn at aktører, kanskje med unntak av Tomra, vil trekke seg ut hvis lønnsomheten blir dårlig.

4.1.3 Kundenes forhandlingsmakt

Porters tredje konkurransekraft er kundenes forhandlingsmakt. I denne delen ser man på kundenes mulighet til å presse prisene eller øke kostnadene ved å kreve et bedre produkt eller ekstratjenester. I bransjer hvor kundene har stor makt, kan de skvise bransjens lønnsomhet og således utgjøre en trussel for bransjens selskaper. Tilsvarende vil man i bransjer hvor kunden har liten makt, se at aktørene i bransjen øker priser eller senker kvalitet for å få større profitt. Bransjer med høy kundemakt kjennetegnes gjerne med mange og små selgere, mens kjøperne er store og dominerende. Videre vil lave byttekostnader eller trusler om at kundene selv etablerer seg i bransjen kunne indikere stor kundemakt.

I panteautomatmarkedet er det den enkelte dagligvarehandel eller supermarked som er kunde. Tidligere hadde man mange små kunder som måtte forholde seg til noen få store panteautomatprodusenter. I de senere årene har man imidlertid sett en stor konsolidering i bransjen, der den enkelte butikk blir med i større kjeder, og således inngår i større kjøpsvolum. Det er blitt mer vanlig for en kjede å inngå rammeavtaler for sine medlemmer, gjerne med flere ulike leverandører samtidig. I Norge ser man dette ved at markedet i stor grad er dominert av fire store matkjeder. En slik konsolidering har styrket kjøpernes makt, og når for eksempel Lidl legger inn bestilling på 4000 automater, som tilsvarer det samlede antall automater i Norge, er leverandører som Tomra villige til å gi rabatt for å sikre kontrakten.

Konklusjon

Markedet er preget av noen få store panteselskaper som vet at butikkene er nødt til å kjøpe deres produkter, noe som gir dem betydelig makt. Samtidig har man fått en fremvekst av stadig større kunder som produsentene ønsker å beholde, og dermed ender man i en situasjon

hvor store produsenter forhandler med store dagligvarekjeder. Dette medfører en balanse i markedet, der verken produsent eller kunde kan presse hverandre betydelig. Produsentene av panterautomater er imidlertid klar over dagligvarehandelens kostnader hvis de velger manuell håndtering av returemballasje, i stedet for å benytte panteautomater.

4.1.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Porters fjerde konkurransekraft er leverandørenes makt. Her ser man på leverandørenes muligheter til å heve prisene på sine produkter eller senke bransjens lønnsomhet ved å redusere kvaliteten. Sterke leverandører kan true bransjens lønnsomhet, og tilsvarende vil svake leverandører kunne øke bransjens mulighet til å få høyere marginer. I bransjer med høy leverandørmakt, kontrollerer ofte leverandørene viktige innsatsfaktorer, og det er ofte få substitutter. Hvis en bransje utgjør en liten del av leverandørens salg, og det samtidig er betydelige byttekostnader, kan dette også styrke leverandørens posisjon. Leverandøren kan også true med selv å gå inn i markedet for å styrke sin posisjon.

I panteautomatmarkedet er det mange mindre leverandører som således har liten mulighet til å presse prisene, og dermed redusere lønnsomheten i en bransje. Panteselskapene har i stor grad outsourcet sin produksjon til typiske outsourcingsbedrifter, og kan relativt enkelt bytte leverandører av komponenter. Samtidig utgjør panteselskapene en relativt liten del av leverandørenes omsetning, og kan således ikke skvise leverandørene.

Konklusjon

Konklusjonen blir at leverandørene har liten makt, men samtidig må bransjen regne med å betale markedspris til sine leverandører. Leverandørene utgjør likevel ikke en nevneverdig trussel for bransjen.

4.1.5 Substitutter

Porters femte konkurransekraft beskriver substitutters mulighet til å på virke og true lønnsomheten i en bransje. Substitutter er produkter fra andre bransjer som kan dekke det samme behovet som produsentens eget produkt. I bransjer med få nære substitutter har man anledning til å heve prisene for å øke lønnsomheten.

Mulige substitutter til panteautomater i land med pantelovgivning, er i utgangspunktet manuell arbeidskraft. Dagens pantelover krever såpass høy grad av resirkulering av emballasjen, at andre innsamlingsmetoder enn pantemaskiner eller manuell håndtering av returflaskene blir lite hensiktsmessige. Den direkte konkurrenten til panteautomater blir muligheten for at man har egne ansatte som tar seg av innsamling, gjenkjennelse, sortering og eventuell komprimering av flasker og bokser. Valget mellom panteautomater og manuell håndtering er avhengig av volum innsamlede bokser i en gitt periode samt lønnskostnader. Panteautomater har en pris på flere hundre tusen kroner. I mindre butikker og kiosker vil returvolumene være såpass lave at det ikke forsvaret innkjøp av egne automater for å håndtere emballasjen. I land med lave lønnskostnader vil man behandle større volum returemballasje før anskaffelse av automater blir lønnsomt, enn i land hvor lønningene er høyere.

Konklusjon

Etter hvert som mengden returemballasje øker og velstandsøkning gir økte lønninger rundt om i verden vil panteautomater bli stadig mer etterspurt. En konklusjon her er at det i dag ikke finnes noen seriøse substitutter til panteautomater for butikker over en viss størrelse. Substituttene trussel er dermed begrenset, og industrien har mulighet til å hente ut relativt høy profitt.

4.1.6 Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse

Tomras dominerende posisjon, sterke merkenavn og kostnadsfordeler har ført til relativt høye inngangsbarrierer for andre. Innføringen av pant i Tyskland har imidlertid resultert i et betydelig større marked, og relativt høye marginer gjør det attraktivt for nye selskaper å etablere seg.

Intern rivalisering er ventet å tilta med bakgrunn i inntredelse av nye selskaper. Til tross for økt konkurranse vil vekst i markedet og ønsket om å høye marginer føre til begrenset prispress. Nye aktører vil være mer interessert i å skaffe seg nye kunder enn å stjele eksisterende kunder, noe som reduserer den interne rivaliseringen.

Kundenes forhandlingsmakt blir stadig større ettersom dagligvarebransjen konsolideres. Tilvekst av flere leverandører av panteautomater vil også bidra til økt trussel om å velge en

annen leverandør. Samtidig har imidlertid produsentene av panteautomater flere kunder, så man vil finne en balansegang der verken kunde eller produsent får uforholdsmessig makt.

På kort sikt er Tomra avhengig av stabile leveranser til sitt JIT-system. Leverandører av spesialiserte produkter kan få en grad av forhandlingsmakt, men samtidig holdes denne i sjakk av Tomras makt til å bytte leverandør eller integrere vertikalt. Man kan således hevde at leverandørene har en viss makt på kort sikt, men i mindre grad på lengre sikt.

Substitutter til panteautomater er manuell håndtering av panteemballasjen. I større butikker eller steder med høye lønnskostnader vil imidlertid manuell håndtering være ulønnsomt, og automater eneste løsning. Trusselen fra substitutter vil derimot være til stede i mindre butikker, men i stadig minkende grad. Man ser også at aktørene i markedet stadig lanserer nye og billigere produkter beregnet på mindre butikker og kiosker.

I en verden hvor forurensing og økte søppelmengder gir stadig større bekymringer, vil selskaper som har teknologi til å gjøre noe med disse problemene kunne bli meget lønnsomme. I dag er det kun 15 % av verdens emballasje som omfattes av pantelovgivning. De resterende 85 % er således potensielle nye markeder. Selv om det skulle drøye med innføring av pant i disse landene, har Tomra i den senere tid, med avtaler både i Storbritannia og Japan, vist at også uten ny pantelovgivning kan markedene åpne seg for automater. Markedet for panteautomater er i vekst og fremtidsutsiktene er lyse. Aktører som Tomra vil de neste årene ha muligheter til å hente ut høy profitt hvis de klarer å utnytte sine konkurransefordeler.

4.2 Intern analyse

Den interne analysen skal avdekke hvilke interne ressurser som danner grunnlag for Tomras konkurransefortrinn. Først blir selskapets konkurransefortrinn kartlagt ved hjelp av en KIKK-modell (Stensaker, 2004), det vil si vurdere faktorer som kostnadsstruktur, innovasjon, kvalitet og kundeorientering. Ved å ta utgangspunkt i de konkurransefortrinnene som fremkommer, blir de bakenforliggende ressursene som gjør disse konkurransefortrinnene mulig identifisert. Disse ressursene blir analysert ved hjelp av SVIM-modellen.

4.2.1 KIKK

Forskjeller i verdiskapning er med på å forklare hvorfor noen selskaper er mer verdt enn andre. Evnen til å skape verdi er i stor grad knyttet til hvor dyktige man er til å produsere kostnadseffektivt og evnen til å differensiere. Dersom man klarer å fremstille et produkt som er forskjellig fra konkurrentenes, samtidig som kunden får høyere betalingsvilje, har man et konkurransefortrinn. Tilsvarende vil kostnadseffektivitet gi konkurransefortrinn, og kombinasjonen differensiering og effektivitet blir ekstra bra. Dersom lønnsomheten er større enn bransjens gjennomsnitt, har man et konkurransefortrinn, og vedvarer dette over tid, kan det være snakk om et vedvarende konkurransefortrinn. I de neste avsnittene følger de fire kildene til konkurransefortrinn, KIKK.

Kostnadsstruktur

Kostnadsstruktur er avgjørende for hvor effektivt man klarer å utnytte de eksisterende ressursene. En effektiv bedrift vil produsere mest mulig, med minst mulig ressursbruk. Høy effektivitet gjør at man kan ta lavere priser, og således øke veksten, alternativt kan man ta høyere pris, og dermed oppnå bedre marginer.

Tomras produksjon er i stor grad basert på outsourcet produksjon av komponenter hos en rekke ulike underleverandører. Forskning og utvikling foretas av Tomra selv, men så snart et produkt er utviklet, blir produksjonen av de ulike komponentene satt ut til underleverandører. Montering av automatene har tradisjonelt foregått i Tomras lokaler i Asker, mens flesteparten av underleverandørene har vært lokalisert i nærheten. Man baserer seg i stor grad på Just in Time prinsippet (JIT), hvor produksjonen av automatene først starter etter at en ordre er mottatt. Dermed unngår man å produsere for lager, noe som ville binde opp kapital. Samtidig blir kostnader og risiko knyttet opp mot ikke solgte varer minimale. I forbindelse med innføringen av pant på engangsemballasje i Tyskland, valgte man imidlertid å produsere en del standardautomater for lager, i påvente av ventede ordrer. Økte kostnader som følge av dette vil imidlertid være marginale ettersom volumet i Tyskland er så stort, og leveringsevne er et betydelig konkurransefortrinn. Samtidig outsourcet man også montering av enkelte modeller til Polen, for å ha nærhet til det tyske markedet.

Tomras fokus på kostnadskontroll er blitt ytterligere forsterket etter at Amund Skarholt overtok ledelsen av selskapet i 2005. Tidligere fokuserte selskapet mest på inntektsvekst, men som følge av forventet hardere konkurranse i Tyskland ble det viktigere med lavere enhetskostnader for å kunne opprettholde marginene. Andre tiltak som er satt i verk for å øke effektiviseringen, er at stadig flere av automatene er basert på de samme komponentene og rammeverkene, slik at antall komponenter reduseres og man får større stordriftsfordeler. For Tomra har det også vært viktig å sikre seg fleksibilitet, slik at produksjonen av panteautomater kan skaleres opp ved store ordrer og skaleres ned hvis en ordre uteblir, og på den måten redusere kostnader.

Innovasjon

Innovasjon er knyttet til et selskaps evne til å utvikle nye produkter og prosesser. Av de fire konkurransefordelene er evnen til å innovere kanskje den viktigste bidragsyteren til vedvarende konkurransefortrinn. Innovasjon kan være utvikling av helt nye produkter eller forbedring av eksisterende utgaver. Prosessinnovasjon er i stor grad knyttet opp mot forbedring og nytenkning av produksjonsprosesser som bidrar til reduserte kostnader.

En ulempe med outsourcing er at selskapet gir fra seg viktig kunnskap og informasjon til andre aktører. Likevel har Tomra via mange patenter sørget for å beholde flere av konkurransefortrinnene knyttet til sine produkter.

Tomra har siden sin etablering på 1970-tallet vært ledende aktør innen sin bransje, noe som i stor grad skyldes selskapets ledende teknologi, samt dets evne til kontinuerlig å utvikle og ta i bruk nyvinninger. Dagens automater er i stadig større grad basert på avansert mikroteknologi, og spesielt innen gjenkjennelse og sortering skjer utviklingen raskt. For å sikre sin teknologiske posisjon har Tomra i årevis hatt samarbeid med ledende norske forskningsmiljøer på NTNU²⁵ og SINTEF, samt deltatt i prosjekter i regi av Forskningsrådet. I tillegg har man gjennom oppkjøp sikret seg ekspertise og teknologi, senest ved oppkjøpene av Orwak og TiTech. I fremtiden vil man se en økt integrering og utvikling av konsernets kompetanse på tvers av ulike forretningsområder. I så henseende er

²⁵ www.tomra.com - Tomra Collaboration 2006

det nok å se på selskapets TRC-prosjekt i England,²⁶ hvor Tomras tradisjonelle panteautomater integreres i sentre hvor man også gjør nytte av TiTechs teknologi.

I en globalisert verden med tilgang på billig teknologi og produksjon i Asia, vil det bli stadig viktigere å sikre sin teknologiske ekspertise. Et viktig moment vil kanskje bli hvordan man klarer å integrere eksisterende teknologi på nye måter. For å sikre sine teknologiske konkurransefortrinn patenterer Tomra sine oppfinnelser, noe som bidrar til at de stadig klarer å ligge et hestehode foran sine konkurrenter. Mye av teknologien i Tomras maskiner består av standardisert teknologi, men viktige komponenter som gjenkjennelsesbrikkene utvikler man i stor grad selv.

Innovasjon er en av Tomras kjerneverdier og selskapets sitt viktigste konkurransefortrinn innen innovasjon er evnen til å utvikle nye produkter og forbedre eksisterende gjennom utstrakt forskning og utvikling. Samtidig sørger man for å være oppdatert og ta i bruk nye og mer effektive produksjonsprosesser som utvikles i markedet. Man er i seg selv ikke ledende på dette området, men sikrer seg å dra mest mulig fordel av endrede prosesser som JIT og utstrakt bruk av outsourcing til lavkostland.

Kvalitet

Et produkt beskrives gjerne gjennom sine egenskaper. Et produkt er tilfredsstillende når det gjør den jobben det er designet for, og sjelden går i stykker. Et overlegent produkt har de samme egenskapene og attributtene som konkurrentenes, men blir samtidig sett på som et bedre produkt av kundene, enten i form av bedre faktisk kvalitet eller bedre opplevd kvalitet.

Tomra har sterkt fokus på kvalitet og selskapet er sertifisert i henhold til de internasjonale ISO9001 og ISO14001²⁷ ledelsesstandardene. For å sikre kontinuerlig forbedring har man også innført Total Quality Management (TQM). Tomras maskiner er kjent for å være meget pålitelige og ha høy sikkerhet. Man foretar regelmessige pålitelighetsanalyser som sørger for at systemene og de ulike komponentene utfører den tiltenkte oppgave, enten det er snakk om gjenkjennelse av flasker eller å skrive ut kvitteringer.

²⁶ TRC prosjektet er et samarbeid mellom Tomra og Tesco i England om utvikling og bruk av resirkuleringssentre

²⁷ www.tomra.com

Tomras rutiner for å sikre kvalitet, kvalitetsforbedringsprogrammer og gode leverandørforhold bidrar til at kvalitet utgjør et vesentlig konkurransefortrinn.

Kundeorientering

Med kundeorientering mener man en bedrifts evne til å identifisere og tilfredsstille kundenes behov. Klarer man dette i større grad enn konkurrentene, vil kundene legge større verdi i produktet, og man får et konkurransefortrinn. Andre faktorer innen kundeorientering er leveranse og servicetider, samt evnen til å skreddersy varer og tjenester til kundenes behov.

For å sikre seg oppdaterte og relevante kunnskaper om kundenes preferanser gjennomfører Tomra årlige spørreundersøkelser. Selskapet har også leveransegarantier som medfører at det i utgangspunktet tar maks 14 dager å ferdigstille en ordre og sende den ut til kunden. I tillegg har man et omfattende serviceapparat som står klar til å hjelpe kunden på kort varsel.

Tomras gode merkenavn, lange erfaring, brede utvalg av automater med mulighet for spesiell tilpasning og effektive bakromsløsninger gir merverdi og virker attraktivt for kunden. Selskapet bruker også mye ressurser på å sørge for god design og funksjonalitet for å skille seg fra konkurrentene, noe som ytterligere er med å skape et konkurransefortrinn. Til slutt kan det nevnes at Tomra er til stede i de fleste markeder med datterselskaper, og således er i stand til å svare rask på lokale behov, noe en mer sentralisert aktør ikke oppdager like raskt.

4.2.2 SVIM-analyse

For å utgjøre et potensielt varig konkurransefortrinn må en ressurs tilfredsstille visse kriterier. Gjennom en SVIM analyse ser man på hvor sjelden, verdifull, imiterbar og mobilisert en ressurs er (Hill, 2004). Basert på disse ulike elementene kan man så avgjøre om ressursen utgjør et varig eller bare et midlertidig konkurransefortrinn.

Sjelden

Dersom konkurrentene har enkel tilgang til en ressurs, er det lite sannsynlig at denne ressursen utgjør et konkurransemessig fortrinn. En verdifull ressurs kan imidlertid utgjøre et midlertidig konkurransefortrinn.

Verdifullhet

En verdifull ressurs gjør det mulig for bedriften å implementere løsninger og strategier som utnytter mulighetene eller bidrar til å nøytralisere trusler fra omgivelsene. Dette medfører økte inntektene eller reduserte kostnader.

Imiterbar

Lett imiterbare ressurser utgjør vanligvis ikke et konkurransefortrinn, mens sjeldne og verdifulle ressurser kan være kilde til varig konkurransefortrinn. Den bedriften som først sikrer tilgang til slike ressurser, kan således få et overtak/fortrinn i forhold til konkurrentene.

Mobilisering

For at en sjelden, verdifull eller vanskelig imiterbar ressurs skal gi best gevinst, er det nødvendig at bedriften er i stand til å mobilisere ressursen optimalt, og utnytte potensialet som ligger i den.

Anvendelse av SVIM-rammeverket

Basert på konkurransefortrinnene som tidligere er omtalt i kapittelet, blir ulike ressurser som er med på å skape dagens konkurransefortrinn identifisert. Den videre SVIM-analysen vil således vurdere om de ulike ressursene bidrar til varige strategiske konkurransefortrinn. Ressursene kan deles inn i materielle, immaterielle og finansielle ressurser.

Materielle ressurser

Materielle ressurser er fysiske objekter som bygninger, produksjonsutstyr, tomter og naturressurser.

Maskiner, bygninger og produksjonsutstyr er viktige for Tomra, men utgjør ingen sjelden ressurs, ettersom konkurrentene også har tilgang til nødvendige maskiner, og utstyret er lett imiterbart. På kort sikt har imidlertid Tomra en strategisk fordel ettersom selskapet i større grad enn konkurrentene har tilgjengelig nødvendig kapasitet til å håndtere store volumordre.

Mesteparten av Tomras produksjon foregår i Norge, men det siste året har man også åpnet fabrikker i Polen, og outsourcet produksjon av enkelte automater til en svensk underleverandør. Man er geografisk til stede i stort sett alle dagens pantemarkeder, samt i flere potensielt nye marker som UK og Japan. I påvente av det tyske markedet bygget Tomra opp en utvidet organisasjon i Tyskland, som gjorde det mulig med en rask inntreden i det nye markedet som åpnet seg. Lokaliseringen er imidlertid ikke sjelden eller vanskelig imiterbar. Tomra kan likevel ha et kortsiktig konkurransefortrinn ved sin geografiske tilstedeværelse, ettersom selskapets hovedkonkurrenter ikke har bygget opp tilsvarende kapasitet og nærhet til andre markeder utenfor Norden og Tyskland.

Tomras oppkjøp av komplementære selskaper gir dem et klart forsprang på sine konkurrenter innen en rekke markeder, spesielt i ikke-pantemarkeder som UK, og Japan. Selv om dette er imiterbare ressurser, vil det ta tid før konkurrentene kan etablere seg med tilsvarende løsninger. I Japan ligger også selskapet an til å få kontrakter med lokale myndigheter, som kan ha grad av eksklusivitet og således oppfattes som sjeldne. Geografisk lokalisering og integrering med enkelte nye datterselskaper utgjør på kort sikt en klar strategisk fordel, og kan også utvikle seg til å bli et langsiktig konkurransefortrinn.

Andre viktige ressurser er Tomras omfattende datasystem og kommunikasjonsnettverk. Dette har frem til nylig vært betydelig bedre enn konkurrentenes, men nye aktører som Repant og WN har støtte fra store veletablerte konsern, og vil derfor ikke ha særlige problemer med å imitere disse systemene. I en oppstartsfasen kan man likevel regne med et kortsiktig konkurransefortrinn.

Til slutt kan det nevnes at flere av Tomras nye datterselskaper er klart ledende og dominerende i sine respektive markeder. En stadig tetter integrasjon internt i Tomra konsernet medfører også nye produkter og løsninger innen resirkulering og innsamling av ikke bare flasker og bokser, men også papir, metall og annet materiale. Dermed blir Tomra i stand til å tilby komplette resirkuleringsenheter, som ingen andre konkurrenter på det nåværende tidspunkt er i stand til å fremskaffe. Slike komplette resirkuleringsenheter vil det på kort og mellomlang sikt være vanskelig å imitere.

Immaterielle ressurser

Immaterielle ressurser er menneskelige, organisatoriske og kompetansebaserte ressurser som merkenavn, teknisk og markedsmessig knowhow, ledelsens og de ansattes kompetanse, og patenter.

Tomras sterke merkenavn samt gode rykte utgjør meget viktige ressurser. Et godt merkenavn og rykte er ikke sjeledent i seg selv, og mulig å imitere. Det krever imidlertid hard innsats å kopiere disse ressursene, og gjennomføring er ofte forbundet med langt tidsperspektiv. For Tomras konkurrenter vil det være svært vanskelig å opparbeide seg tilsvarende gode rykte på kort tid, så på kort og mellomlang sikt er dette en sjelden ressurs. Flere aktører har tidligere forsøkt å ta opp konkurransen med Tomra, og flere av disse har slitt med variert kvalitet på sine produkter, og etter en tid valgt å gå ut av markedet. Slike exit fremhever Tomras overlegne kvalitet i kundenes øyne. Ved å være tilknyttet store konsern med anerkjente merkenavn blir det lettere for Repant og WN å opparbeide seg disse ressursene, men de må likevel regne med å bruke lang tid på å vise at de også er i stand til å produsere gode panteautomater. Ressursen *merkenavn* er derfor ikke imiterbar, da det kreves svært mye av både tid og penger før konkurrentene greier å bygge opp et like godt merkenavn og rykte. Tomra satser på å opprettholde sitt gode merkenavn og bruke betydelige beløp hvert år på videreutvikling av selskapets posisjon som markedsleder. Merkenavn som ressurs er også godt mobilisert.

En annen viktig ressurs er Tomras tilknytning til underleverandørene og outsourcing av produksjon. Denne ressursen er imidlertid imiterbar, og det vil være mulig for konkurrentene å utvikle tilsvarende relasjoner. Det vil imidlertid ta tid, og kan medføre et kortsiktig konkurransefortrinn. Tomra har videre et godt forhold til sine leverandører, men denne ressursen vil også være lett å oppnå for selskapets konkurrenter. Effektiv bruk av systemer som JIT, er også relativt lett å implementere i en bedrift, ved å få hjelp med implementeringen av eksperter på området.

Tomras automater fremstår gjerne som bedre designet enn konkurrentenes. Denne ressursen kan være vanskelig å imitere, men ikke umulig. Design utgjør således ikke et langsiktig fortrinn.

Tomras intellektuelle kapital og patenter er verdifulle, vanskelig imiterbare og relativt sjeldne. Når de i tillegg er bra mobilisert, kan de utgjøre en klar langsiktig fordel. Det er imidlertid en forutsetning at Tomra stadig videreutvikler sin teknologi og evner å være nyskapende, for å sikre en langsiktig fordel. Ikke patenterte attributter er imidlertid lett imiterbare, og utgjør ingen forventet strategisk verdi på lang sikt. For å sikre effektive prosesser og organisering har Tomra basert sin kvalitetsledelse på Total Quality Management (TQM) og ISO9001 og ISO14001 standardene. Dette har bidratt til høy kvalitet og lavere kostnader.

Tomras gode forhold til sine kunder har de opparbeidet seg gjennom 30 års virksomhet. Man har søkt å stadig identifisere kundenes behov og dekke disse, slik at kundene over lang tid forblir fornøyde. For konkurrenter vil det ta lang tid å opparbeide seg tilsvarende kundeorientering, og denne ressursen er også mobilisert på en god måte av Tomra. Konklusjonen her er at kundeorientering kan utgjøre en langsiktig konkurransefordel for Tomra.

Finansielle ressurser

Tomra har en meget sterk finansiell posisjon, noe som resulterte i utbetaling av et betydelig ekstraordinært utbytte i 2005, samt tilbakekjøp av egne aksjer. En høy egenkapitalgrad er ønskelig for å sikre fleksibilitet ved eventuelle fremtidige oppkjøp, samt gjøre det mulig å ekspandere raskt, hvis nye markeder skulle oppstå. Konkurrenten Repant har slitt med store underskudd, og har vært avhengig av flere emisjoner for å sikre videre drift. Uten snarlig lønnsomhet fra Tyskland er det ikke sikkert selskapet overlever på lengre sikt. Likevel er finansielle ressurser ikke en strategisk ressurs ettersom den er lett imiterbar for en nye aktører, spesielt hvis aktøren har støtte fra et større konsern, slik som Wincor Nixdorf.

I tabell 1 er Tomras viktigste ressurser oppsummert, og det blir vurdert i hvilken grad de utgjør et konkurransefortrinn. For at en ressurs skal bidra til et varig strategisk konkurransefortrinn, må alle de fire kriteriene, SVIM, være oppfylt.

| Ressurs | Sjelden | Verdifull | Ikke imiterbar | Mobilisert | Vurdering |
|--------------------------------|---------|-----------|----------------|------------|--------------------------------------|
| Produksjonskapasitet | Ja | Ja | Nei | Ja | Midlertidig konkurransefortrinn |
| Serviceforhandlernet | Ja | Ja | Nei | Ja | Midlertidig konkurransefortrinn |
| Merkenavn | Ja | Ja | Ja | Ja | Varig strategisk konkurransefortrinn |
| Innovasjonsevne og integrering | Ja | Ja | Ja | Ja | Varig strategisk konkurransefortrinn |
| Finansielle ressurser | Ja | Ja | Nei | Ja | Midlertidig konkurransefortrinn |

Tabell 1. Tabellen viser en oversikt over SVIM analysen er

4.2.3 Oppsummering av intern ressursbasert analyse

Tomras viktigste kilde til konkurransefortrinn er evnen til å skape nye og innovative produkter, samt opprettholde høy kvalitet og et sterkt merkenavn. Et omfattende serviceapparat, samt oppkjøp og integrering av nye komplementære selskaper kan også vise seg å resultere i langsiktige konkurransefortrinn. Selskapet er også kostnadseffektivt og har store finansielle ressurser, men disse utgjør ikke et langsiktig strategisk konkurransefortrinn, da de er imiterbare. På kort og mellomlang sikt vil finansielle ressurser gjøre selskapet mer fleksibelt og enn sine konkurrenter. En konklusjon her er at Tomra sterke merkenavn og posisjon også i fremtiden vil gjøre selskapet i stand til å operere med store marginer.

Som hovedkonklusjon på den strategiske analysen er det nærliggende å si at Tomras unike markedsposisjon, med relativt store marginer samt markedets mulighet for meget stor vekst i nær fremtid, gir all grunn til optimisme på selskapets vegne. Tomras hovedutfordring i et voksende marked er å sikre at markedandelen og marginene ikke kommer under press som følge av hardere konkurranse. Selskapet vil kunne være i stand til å hente ut betydelig superprofitt mange år fremover, dersom konkurransefortrinnene opprettholdes.

5. Regnskapsanalyse

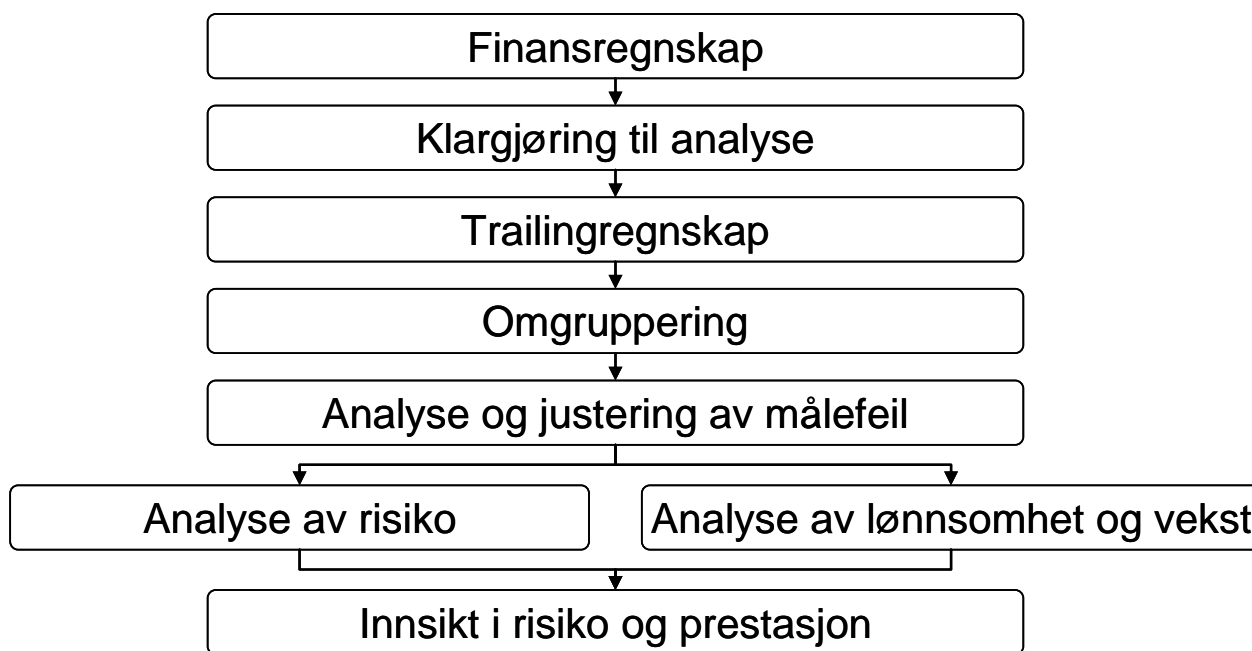
Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyseteknikk som innebærer at man benytter matematiske teknikker, forståelse av regnskapsregler og kjennskap til forretningsstrategi til å få innsikt i et selskaps økonomi (ref). Innsikten i selskapets økonomiske historie benyttes videre til å predikere fremtiden. Hensikten med regnskapsanalysen er å klargjøre og avdekke økonomiske forhold.

Hvilke justeringer og omgrupperinger som foretas, avhenger av hva analysen skal brukes til og hvilke interessenter som skal benytte seg av informasjonen. Ulike interessenter kan være innskytere av kapital som långivere og investorer, skattemyndigheter, leverandører, kunder, ansatte, media og finansanalytikere. I hovedsak har man to bruksområder, hvorav det første er bruk av analysen til å foreta beslutninger knyttet til for eksempel oppkjøp, investeringer, og salg. Det andre bruksområdet er som kontrollredskap for eksisterende eller potensielle kreditorer, samt intern kostnads- og eierkontroll.

I utgangspunktet er finansregnskapet kreditororientert, d.v.s. tilpasset nåværende og potensielle långivere som ofte er opptatt av kredittrisiko. Utarbeidelsen er lovregulert gjennom regnskapslovene og god regnskapsskikk. Dette medfører en konservativ regnskapsføring der man fokuserer på substans og likvidasjonsverdier. Tidligere var mange balanseposter basert på *historisk kost prinsippet*, og en verdistigning i underliggende faktorer ville ikke nødvendigvis medføre oppskrivninger, mens permanente verditap som regel skulle kostnadsføres med en gang. Etter overgangen til IFRS²⁸ er balanseposter i større grad verdsatt til virkelige verdier, og de enkelte postene må hvert år ”testes” for å finne ut om det er grunnlag for opp- eller nedskrivninger.

I denne oppgaven er imidlertid målet å komme frem til en verdivurdering av kapitalen til Tomra fra en egenkapitalinvestors ståsted. Dermed blir fokuset på verdiskapningen og verdiutdelingen i selskapet viktig. Videre vil virkelige verdier være mer relevante enn eventuell historisk kost. I den grad det er nødvendig vil regnskapstallene bli omarbeidet og justert, for å få bedre oversikt over selskapets drift og underliggende økonomiske forhold.

²⁸ International Financial Reporting Standard



Figur 6. Figuren viser rammeverket for regnskapsanalysen.

Som utgangspunkt for analysen har det blitt benyttet regnskapstall fra Tomras årsrapporter. Disse tallene blir først omgruppert slik at de passer bedre for en verdibasert investororientert analyse. Neste steg blir å undersøke om finansregnskapet inneholder målefeil, og i hvilken grad disse i så fall bør justeres. Siste steg blir å analysere forholdstall basert på det omarbeidete regnskapet. Disse ulike trinnene vil forhåpentligvis resultere i økt innsikt i de underliggende økonomiske forholdene.

5.1 Klargjøring til regnskapsanalyse

Før man starter med omarbeidelse av regnskapene må man foreta noen vurderinger knyttet til valg av analysenivå, analyseperiode og valg av komparativ bransje eller benchmark. I dette kappitlet vil tall fra 2004 og 2005 være basert på IFRS-standarden, mens årsregnskap fra tidligere år vil være utarbeidet etter NGAAP²⁹. Der det er naturlig blir det tatt hensyn til ulikheter i IFRS og NGAAP.

²⁹ God norsk regnskapsskikk

5.1.1 Analysenivå

I selskaper med ulike forretningsområder er det mest ideelt å analysere hvert enkelt forretningsområde uavhengig av de andre. Videre ville det vært naturlig med en ytterligere inndeling basert på geografiske områder. Som nevnt i kapittel 2 omorganiserte Tomra i 2005 virksomheten til fire forretningsområder, og det ville vært naturlig å ta utgangspunkt i disse for en analyse. Selskapets regnskaper gjenspeiler imidlertid i liten grad detaljer knyttet til inndeling i disse fire områdene, og spesielt tidligere års regnskaper har en annen inndeling. I årsrapportene finnes det oversikt over hvilke markeder driftsinntektene stammer fra, men ikke relaterte kostnader samt andre ønskelige detaljer knyttet til dagens eksisterende forretningsområder. I denne oppgaven er det derfor valgt et analysenivå hvor Tomra sees på som et selskap med ett enkelt forretningsområde.

5.1.2 Analyseperiode

Valg av analyseperiode vil i stor grad avhenge av i hvilken grad virksomheten har vært stabil over tid. En stabil virksomhet vil ha en lengre analyseperiode, gjerne 10 år,³⁰ mens mer ustabile selskaper vil ha kortere horisont, gjerne 4 år.³¹ Tomra som selskap har en lang historie bak seg, og således kunne man benyttet en lengre tidshorisont. Forhold som taler for en kortere horisont er imidlertid at selskapet har foretatt en rekke oppkjøp av andre selskaper for å styrke sin posisjon de siste årene, noe som medfører at de eldste tallene i analysen ikke er representative for dagens virksomhet. Som en avveining blir derfor en mellomlang analyseperiode på 6 år fra 2000 til 2005 valgt. I mange virksomheter vil de siste årsregnskapene i større grad en tidligere årsregnskaper gi en pekepinn på fremtidig utvikling. Ved å benytte vektorer kan man ta hensyn til dette, og sørge for at de siste års tall veier tyngre i gjennomsnittsberegninger etc. Tomras marked og forventninger knyttet til disse har imidlertid endret seg mye de siste årene. Rundt 1999 og påfølgende år var det stor optimisme knyttet til selskapets vekst, og sterk vekst i enkeltmarkeder sørget for gode resultater. Senere kom usikkerhet og forsinkelser i det meget viktige tyske markedet, noe som gikk hardt utover marginer og kostnader og gav dårligere resultater. Det siste året har imidlertid optimismen igjen økt mot tilstanden rundt år 2000. Med bakgrunn i dette benyttes i oppgaven en lik vektning av de siste 6 årene. Dette vil være bedre egnet til å gjenspeile opp-

³⁰ Koller, (2005): *Valuation*

³¹ Knivsflå, (2006) – Forelesningsnotater BUS 425

og nedsider knyttet til Tomras fremtid, enn en over- eller undervekting av de siste års resultater. For å få inngangsverdier til regnskapsanalysen er også tallene for 1999 tatt med i oppstillingen.

5.1.3 Valg av komparativ bransje

Ettersom Tomra har tilnærmet monopol situasjon i mange pantemarkeder, har det vært vanskelig å identifisere sammenliknbare selskap i bransjen. Naturlige konkurrenter som Repant og Wincor Nixdorf har kommet på banen de siste årene som følge av introduksjon av pant på engangsdrikkebeholdere i Tyskland. Repant er foreløpig svært liten og regnskapstallene har vært preget av store negative resultater, mens panteautomater foreløpig kun utgjør en liten del av Wincor Nixdorf konsernet. I tillegg har begge selskapene ikke per dags dato regnskapsført eller publisert tall knyttet til det tyske markedet og deres satsing der, så en sammenlikning med Tomra vil etter min mening ikke være hensiktsmessig. En aktør som har vært lengre på banen, er Envipco, men selskapet konsentrerer seg i hovedsak om det nord-amerikanske markedet, og er således ikke så godt egnet. I tillegg er regnskapstall fra selskapet ikke enkelt tilgjengelig, da Envipco har problemer med å få godkjent årsregnskap for de siste årene³². Basert på Tomras klassifikasjon kommer et selskap som Siemens innunder samme bransje. Andre aktører i bransjen er enten helt nystartede uten regnskapstall, eller driver i markedssegmenter som er betydelig forskjellige fra Tomras. På det nåværende tidspunkt er det således ikke noen selskaper som kan fungere som reelle sammenligningsgrunnlag til Tomra. I det videre arbeidet vil eventuelle sammenlikninger derfor gjøres mot børselskaper generelt.

5.1.4 Klargjøring av finansregnskap og utarbeidelse av trailingregnskap

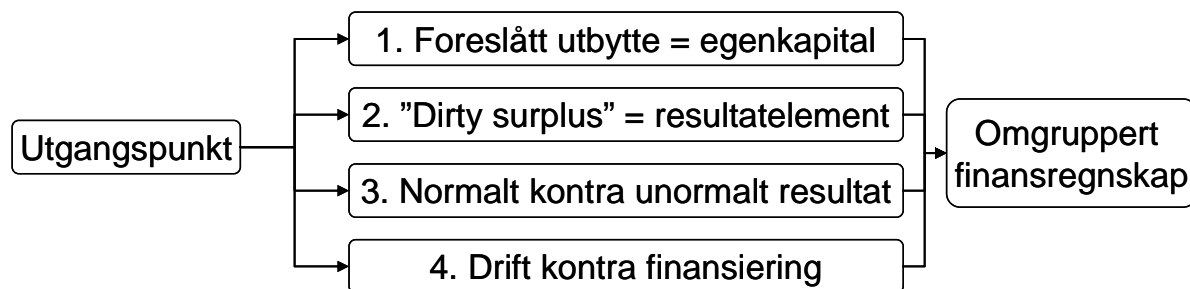
Årsregnskapene oppsummeres med en omgruppering av postene slik at man klargjør drift versus finansposter, samt normale versus unormale poster (Penman, 2004). En regnskapsanalyse bør gjennomføres ved at man tar utgangspunkt i de siste offentliggjorte regnskapstall. Foreligger det nyere offentliggjorte kvartalsrapporter, bør disse bygges inn i regnskapsanalysen i tillegg til tidligere års tall fra årsregnskapene. Dette blir gjort ved å utarbeide såkalte trailing-finansregnskap, der man prøver å anslå dette årets trailing-resultat,

³² www.envipco.com

basert på resultatet fra de fire siste kvartalene, og trailingbalansen er lik balansen fra den siste kvartalsrapporten.³³ På det nåværende tidspunkt er ikke første kvartalsrapport for 2006 publisert, så utgangspunktet for oppgaven er årsrapporten for 2005.³⁴ Det er således ikke utarbeidet noe trailingregnskap for 2006, men dersom ny informasjon blir tilgjengelig mens oppgaven skrives, vil den nye informasjonen bli tatt hensyn til ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet for 2006.

5.2 Omgruppering for investororientert analyse

Ettersom det i oppgaven skal foretaes en investororientert analyse, vil regnskapstallene bli omgruppert fra deres opprinnelige kreditororienterte form. Omgrupperingen sørger for å få frem et klarere skille mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster, men de offentliggjorte regnskapstallene blir ikke endret. Dermed blir man i bedre stand til å måle rentabiliteten til egenkapitalen og risiko i tilknytning til denne.



Figur 7. Figuren viser de fire stegene i omgrupperingen.

5.2.1 Omgruppering av avsatt utbytte

Fra en investors perspektiv er avsatt utbytte å regne som egenkapital som utbetales til eierne, og ikke kortsiktig rentefri gjeld som det er oppført under i balansen.³³ Tomras årsregnskap for 2004 og 2005 er avlagt etter de nye IFRS-reglene, og her vil det ikke være nødvendig med noen omgruppering av avsatt utbytte, ettersom IFRS ikke klassifiserer utbytte som gjeld i regnskapet. Når avsatt utbytte blir regnskapsført som egenkapital, blir egenkapitalen redusert med det betalte utbytte når utbetalingen foretas. Betalt utbyttet i år er avsatt utbytte året før, justert for avvik mellom betalt i år og avsatt for fjoråret. Betalt utbytte justert for

³³ Knivstflå, K. H. (2006) – Forelesningsnotater BUS 425

³⁴ Tomra årsrapport (2006)

netto kapitalinnskudd inneværende år kalles netto betalt utbytte, det vil si netto pengestrøm som har gått til eierne. Netto betalt utbytte til Tomras aksjonærer har vært positivt og forholdsvis jevnt for hele analyseperioden. I 2005 betalte Tomra ut et ekstraordinært utbytte på kr 1,50 per aksje i tillegg til at selskapet foretok tilbakekjøp av 4,5 millioner egne aksjer. I 2006 har Tomra fortsatt med kjøp av egne aksjer, og på generalforsamlingen i 2006 fikk styre fullmakt til kjøp av inntil 10 millioner nye aksjer.

| <i>Tomra (tall i mill kr)</i> | <i>1999</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EK inkl avsatt utbytte 01.01 | 1283,2 | 1592,7 | 2671,7 | 2666,1 | 2514,7 | 2575,8 | 2563,8 |
| + Årsresultat | 277,3 | 60,6 | -14,7 | 256,6 | 144,7 | 179,3 | 8,3 |
| + Førings direkte mot egenkapital/dirty surplus | 52,7 | 1051,7 | 44,7 | -372,3 | 34,5 | -137,8 | 126,2 |
| - Betalt utbytte | 20,6 | 33,3 | 35,2 | 35,6 | 44,6 | 53,5 | 321,3 |
| + Netto kapitalinnskudd | 0,1 | 0 | -0,4 | -0,1 | 0 | 0 | -211,1 |
| = EK inkl avsatt utbytte 31.12 | 1592,7 | 2671,7 | 2666,1 | 2514,7 | 2649,3 | 2563,8 | 2165,9 |

Tabell 2. Tabellen viser endring i EK og man har omgruppert avsatt utbytte til EK.

5.2.2 "Dirty surplus" - føring direkte mot egenkapital

I utgangspunktet endrer egenkapitalen seg gjennom opptjening av nettoresultatet, eller kapitalendring i form av netto betalt utbytte. I noen tilfeller vil man imidlertid foreta føring direkte mot egenkapitalen, uten at dette reflekteres i årsresultat. Slik direkte føring omtales som "dirty surplus". Direkte føring mot egenkapitalen er et brudd på regnskapslovens kongruensprinsipp om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres og inngå i årsresultat. All "dirty surplus" i det omgrupperte finansregnskapet inngår i det unormale nettoresultatet til egenkapitalen, og inkluderes dermed i det fullstendige nettoresultatet. Rapportert nettoresultat pluss "dirty surplus" utgjør således det fullstendige nettoresultatet.

| |
|--|
| Fullstendig nettoresultat = rapportert nettoresultat + dirty surplus |
|--|

| <i>Tomra (tall i mill kr)</i> | <i>1999</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EK inkl avsatt utbytte 01.01 | 1283,2 | 1592,7 | 2671,7 | 2666,1 | 2514,7 | 2575,8 | 2563,8 |
| + Årsresultat | 277,3 | 60,6 | -14,7 | 256,6 | 144,7 | 179,3 | 8,3 |
| + Førings direkte mot egenkapital/dirty surplus | 52,7 | 1051,7 | 44,7 | -372,3 | 34,5 | -137,8 | 126,2 |
| - Netto betalt utbytte | 20,5 | 33,3 | 35,6 | 35,7 | 44,6 | 53,5 | 532,4 |
| = EK inkl avsatt utbytte 31.12 | 1592,7 | 2671,7 | 2666,1 | 2514,7 | 2649,3 | 2563,8 | 2165,9 |

Tabell 3. Tabellen viser endring i EK, samt netto betalt utbytte og "dirty surplus".

Endring i egenkapital er lik fullstendig nettoresultat minus netto betalt utbytte (NBU).

| |
|---|
| Δ Egenkapital = fullstendig nettoresultat – netto betalt utbytte |
|---|

| Tomra (tall i mill kr) | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EK inkl avsatt utbytte 01.01 | 1283,2 | 1592,7 | 2671,7 | 2666,1 | 2514,7 | 2575,8 | 2563,8 |
| + Fullstendig nettoresultat til EK | 330 | 1112,3 | 30 | -115,7 | 179,2 | 41,5 | 134,5 |
| - Netto betalt utbytte | 20,5 | 33,3 | 35,6 | 35,7 | 44,6 | 53,5 | 532,4 |
| = EK inkl avsatt utbytte 31.12 | 1592,7 | 2671,7 | 2666,1 | 2514,7 | 2649,3 | 2563,8 | 2165,9 |

Tabell 4. Tabellen viser endring i EK og fullstendig nettoresultat til EK.

5.2.3 Normalt kontra unormalt resultat

I dette steget skilles det mellom normalt og unormalt resultat, og skattekostnaden fordeles på disse to. Unormale poster er engangsposter som kun påvirker finansregnskapet i en eller noen få perioder, og er således ikke relevant ved utarbeidelse av fremtidige regnskaper. Engangsposter kan blant annet være ”dirty surplus”, engangsnedskrivninger, restruktureringskostnader og finansielle gevinster eller tap. I tillegg kan engangsgevinst eller - tap ved salg av en eiendel regnes som unormal. Ved utarbeidelse av fremtidsregnskap blir det tatt utgangspunkt i de normale, permanente postene, som forventes å komme tilbake år etter år.

Tomra har vært i stadig omorganisering, og det er blitt foretatt en rekke oppkjøp av andre relaterte selskaper for å styrke Tomras posisjonen i markedet. Det har også blitt foretatt en rekke restruktureringer og engangsnedskrivninger de siste årene, for å rendyrke selskapets strategi. Kostnader ved restrukturering og engangsnedskrivninger er å betrakte som unormale poster, og er derfor skilt ut i det unormale resultatet. Videre blir gevinst og tap ved salg, samt ”dirty surplus” skilt ut. Tap og gevinst knyttet til valuta er også skilt ut i det unormale finansresultatet. Om tap og gevinst på valuta skal sees på som del av det unormale resultatet, kan diskuteres. Det velges likevel her å benytte denne klassifiseringen, da valutakursendringer i utgangspunktet ikke avhenger av driften, og på sikt er det den underliggende driften som skal verdsettes i oppgaven. For Tomras del kommer en stadig større del av inntektene i utenlandsk valuta, og selskapet har i forbindelse med tyske ordre valgt å benytte seg av sikringsinstrumenter for å redusere risikoen knyttet til valutakurser.

For å beregne skatt på normalt driftsresultat benyttes to ulike beregninger. Først beregnes driftsskattesatsen, s , og deretter beregnes den normalisert driftsskattesats, s^* .

$$s = \frac{SK - 0,28*(FI - FK) - 0,28*(UFI - UFK)}{DR + UDR} \quad s^* = \frac{S_1 + S_2 + \dots + S_T}{T} \quad 35$$

| Tomra | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-------------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Driftsskattesats, s | 31,2 % | -8,6 % | 31,9 % | 36,5 % | 34,7 % | 38,9 % |
| - Normalisert driftsskattesats, s* | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % |
| = Driftsskattesatsavviket, s-s* | 3,8 % | -36,0 % | 4,5 % | 9,1 % | 7,3 % | 11,5 % |
| => Normalisert skattesats (= dssX): | 27,4 % | | | | | |

Tabell 5. Tabellen viser driftsskattesatsavviket og normalisert driftsskattesats.

| Tomra (tall i mill kr) | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Unormalt driftsresultat (UDR) | -383,4 | -298,9 | 0,0 | -35,0 | 51,3 | 0,0 |
| - Skatt på unormalt dr.res. (s * UDR) | -119,6 | 25,7 | 0,0 | -12,8 | 17,8 | 0,0 |
| - Unormal driftsskatt (s-s*) * DR | 17,5 | -88,8 | 14,8 | 21,9 | 14,4 | 15,2 |
| + Unormalt nettoresultat fra tilknyttet selskap | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| + Ekstraordinært netto driftsresultat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 14,3 | -70,4 |
| + Driftsrelatert dirty surplus | 1051,7 | 44,7 | -372,3 | 34,5 | -137,8 | 126,2 |
| = Unormalt netto driftsresultat | 770,3 | -191,2 | -387,1 | -9,6 | -104,4 | 40,6 |
| Unormalt finansresultat | 13,2 | 74,8 | 16,2 | -23,0 | -5,4 | 0,4 |
| - 28 % skatt på unormalt finansresultat | 3,7 | 20,9 | 4,5 | -6,4 | -1,5 | 0,1 |
| + Ekstraordinært netto finansresultat | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| + Finansielt "dirty surplus" | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| = Unormalt netto finansresultat | 9,5 | 53,9 | 11,7 | -16,6 | -3,9 | 0,3 |
| > Unormalt nettoresultat til EK | 779,8 | -137,3 | -375,4 | -26,2 | -108,3 | 40,9 |

| Tomra (tall i mill kr) | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Fullstendig nettoresultat til EK | 1112,3 | 30 | -115,7 | 179,2 | 41,5 | 134,5 |
| - Unormalt nettoresultat til EK | 779,8 | -137,3 | -375,4 | -26,2 | -108,3 | 40,9 |
| = Normalisert nettoresultat til EK | 332,5 | 167,3 | 259,7 | 205,4 | 149,8 | 93,6 |

Tabell 6. Tabellen viser unormalt drifts- og finansresultat

5.2.4 Drift versus finansiering

For å kunne kartlegge avkastningen til driften og kostnaden på finansieringen, er det ønskelig å skille klart mellom drift og driftsinvestering på den ene siden og finansiering og finansielle investeringer på den andre. I dette steget blir derfor resultatregnskapet gruppert med hensyn til å skille mellom drift og finansiering, der tilhørende skattekostnader blir fordelt på disse. Posten nettoresultat fra tilknyttede selskaper er vanligvis driftsrelatert, og blir i oppgaven klassifisert som driftspost.

| Tomra (tall i mill kr) | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Rapportert skattekostnad | 33,0 | 34,0 | 126,0 | 87,2 | 92,9 | 55,2 |
| - Skatt på finansinntekt (0,28*FI) | 4,8 | 10,4 | 17,9 | 19,3 | 8,4 | 3,9 |
| + Skatt på finanskostnad (0,28*FK) | 1,1 | 1,9 | 1,7 | 1,1 | 0,7 | 0,6 |
| - Skatt på unormalt driftsres. (s*UDR) | -119,6 | 25,7 | 0,0 | -12,8 | 17,8 | 0,0 |
| - Skatt på unormalt finansres. 0,28*(UFI-UFK) | 3,7 | 20,9 | 4,5 | -6,4 | -1,5 | 0,1 |
| - Unormal skatt på norm. driftsres. (s-s*)*DR | 17,5 | -88,8 | 14,8 | 21,9 | 14,4 | 15,2 |
| = Driftsrelatert skattekostnad | 127,7 | 67,6 | 90,4 | 66,3 | 54,5 | 36,5 |
| > Driftsrelatert skattesats | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % | 27,4 % |

Tabell 7. Tabellen viser fordeling av skattekostnad.

³⁵ s=driftsskattesats, SK=Rapportert skattekostnad, FI=Normal finansinntekt før skatt, FK=Normal finanskostnad før skatt, UFI=Unormal finansinntekt før skatt, UFK=Unormal finanskostnad før skatt, DR=Normalt driftsresultat før skatt, UDR=Unormalt driftsresultat før skatt, s*=gjennomsnittlig driftsskattesats i analyseperioden, T=tid 1,2,...,T

Når det gjelder balansen, så bør denne omgrupperes fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på drift kontra finansiering. Oppstillingen av balansen kan da enten fokusere på totalkapitalen, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Med sysselsatt kapital menes den kapital som er skutt inn av eiere og av finansielle långivere. Med netto driftskapital menes den kapital som er investert i driften. Man kan ut fra en av de overnevnte oppstillingsplanene komme seg til hver av andre. I moderne regnskapsanalyse og verdsettelse er det vanlig å fokusere enten på sysselsatt kapital eller netto driftskapital. For Tomra er det nedenfor laget en oppstillingsplan med sysselsatt kapital og netto driftskapital.

| <i>Tomra (tall i mill kr)</i> | <i>1999</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> |
|--|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Driftsinntekter | 2169,4 | 2718,0 | 2924,4 | 2673,9 | 2462,8 | 2142,2 | 2413,1 |
| - Varekostnad | 951,7 | 1247,3 | 1373,2 | 1194,8 | 1083,0 | 818,2 | 1019,8 |
| - Lønnskostnader | 501,1 | 614,3 | 778,8 | 703,6 | 717,4 | 738,8 | 794,6 |
| - Andre driftskostnader | 199,4 | 210,1 | 286,0 | 252,9 | 247,8 | 249,8 | 326,0 |
| - Avskrivning | 141,4 | 180,7 | 240,0 | 192,9 | 172,8 | 136,8 | 139,7 |
| = Sum driftskostnader | 1793,6 | 2252,4 | 2678 | 2344,2 | 2221 | 1943,6 | 2280,1 |
| > Driftsresultat fra egen virksomhet | 375,8 | 465,6 | 246,4 | 329,7 | 241,8 | 198,6 | 133,0 |
| - Driftsrelatert skattekostnad | 103,0 | 127,7 | 67,6 | 90,4 | 66,3 | 54,5 | 36,5 |
| + Nettoresultat tilknyttede selskap | 13,2 | 0,6 | -2,4 | 2,4 | 1,0 | 1,1 | 2,0 |
| = Netto driftsresultat | 286,0 | 338,5 | 176,4 | 241,7 | 176,5 | 145,2 | 98,5 |
| + Netto finansinntekt | 7,9 | 12,3 | 26,8 | 46,2 | 49,7 | 21,7 | 10,2 |
| = Netto resultat til sysselsatt kapital | 293,9 | 350,8 | 203,2 | 287,8 | 226,2 | 166,9 | 108,7 |
| - Netto finanskostnad | 10,5 | 2,9 | 4,8 | 4,3 | 2,9 | 1,7 | 1,4 |
| - Netto minoritetsresultat | 6,0 | 15,5 | 31,1 | 23,8 | 17,9 | 15,4 | 13,6 |
| = Nettoresultat til EK | 277,4 | 332,5 | 167,3 | 259,7 | 205,4 | 149,8 | 93,6 |
| + Unormalt netto driftsresultat | 41,40446 | 770,3316 | -191,153 | -387,092 | -9,63837 | -104,4 | 40,6 |
| + Unormalt netto finansresultat | 11,232 | 9,504 | 53,856 | 11,664 | -16,56 | -3,888 | 0,288 |
| = Fullstendig nettoresultat til EK | 330,0 | 1112,3 | 30,0 | -115,7 | 179,2 | 41,5 | 134,5 |
| - Netto betalt utbytte | 20,5 | 33,3 | 35,6 | 35,7 | 44,6 | 53,5 | 532,4 |
| = Endring i EK | 309,5 | 1079,0 | -5,6 | -151,4 | 134,6 | -12,0 | -397,9 |

Tabell 8. Tabellen viser omgruppert resultat.

| Eiendeler | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Tomra (tall i mill kr)</i> | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| Immaterielle eiendeler | 364,3 | 443,8 | 790,5 | 510,4 | 502 | 718,5 | 683,3 |
| + Varige driftsmidler | 593,7 | 799 | 822,2 | 617,7 | 586,9 | 536,7 | 584,1 |
| + Innvesteringer i tilknyttet selskap | 118,4 | 50,5 | 55,2 | 43,8 | 42,9 | 38,8 | 43,6 |
| + Pensjonsmidler | 28,7 | 27,7 | 25,3 | 20,2 | 16 | 0 | 0 |
| = Driftsrelaterte anleggsmidler | 1105,1 | 1321 | 1693,2 | 1192,1 | 1147,8 | 1294 | 1311 |
| Varer | 233,1 | 311,8 | 298,7 | 308,1 | 404,7 | 285 | 334,1 |
| + Fordringer | 615,3 | 805,6 | 672 | 470,4 | 575,5 | 541,6 | 671,6 |
| = Driftsrelaterte omløpsmidler | 848,4 | 1117,4 | 970,7 | 778,5 | 980,2 | 826,6 | 1005,7 |
| > Driftsrelaterte eiendeler | 1953,5 | 2438,4 | 2663,9 | 1970,6 | 2128 | 2120,6 | 2316,7 |
| Investering i aksjer | 3,8 | 3,8 | 3,3 | 4 | 3,5 | 3,5 | 3,4 |
| + Andre finansielle fordringer | 120,1 | 118 | 128,2 | 144,6 | 171,8 | 149,7 | 182,1 |
| = Finansielle anleggsmidler | 123,9 | 121,8 | 131,5 | 148,6 | 175,3 | 153,2 | 185,5 |
| Kontanter og bank | 270,1 | 712 | 697,6 | 1017,3 | 1083,4 | 983 | 491,4 |
| = Finansielle omløpsmidler | 270,1 | 712 | 697,6 | 1017,3 | 1083,4 | 983 | 491,4 |
| > Finansielle eiendeler | 394 | 833,8 | 829,1 | 1165,9 | 1258,7 | 1136,2 | 676,9 |
| > Eiendeler | 2347,5 | 3272,2 | 3493 | 3136,5 | 3386,7 | 3256,8 | 2993,6 |

| Egenkapital og gjeld | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>Tomra (tall i mill kr)</i> | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
| Egenkapital inkl utbytte | 1592,7 | 2671,7 | 2666,1 | 2514,7 | 2649,3 | 2563,8 | 2165,9 |
| Minoritetsinteresser | 45 | 72,9 | 160,5 | 118,2 | 119,2 | 68 | 75,2 |
| Utsatt skatt | 123,8 | 77 | 86,5 | 17,8 | 10,1 | 22,5 | 18 |
| = Langsiktig driftsrelatert gjeld | 123,8 | 77 | 86,5 | 17,8 | 10,1 | 22,5 | 18 |
| Leverandørgjeld | 151 | 184,2 | 240,3 | 173,7 | 174,3 | 172,5 | 234,1 |
| + Betalbar skatt | 40,8 | 12 | 96,4 | 92 | 50,9 | 13,8 | 50,5 |
| + Annen kortsiktig gjeld | 143,9 | 215,4 | 187 | 166,9 | 273,7 | 283,2 | 330,9 |
| = Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 335,7 | 411,6 | 523,7 | 432,6 | 498,9 | 469,5 | 615,5 |
| > Driftsrelatert gjeld | 459,5 | 488,6 | 610,2 | 450,4 | 509 | 492 | 633,5 |
| Pensjonsforpliktelser | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 20,5 | 14,2 |
| + Rentebærende lån og kreditter (langsiktig) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 50 | 27,8 |
| + Andre langsiktige forpliktelser | 40,5 | 39 | 37,8 | 38 | 105,1 | 51 | 43,5 |
| = Langsiktig finansiell gjeld | 40,5 | 39 | 37,8 | 38 | 105,1 | 121,5 | 85,5 |
| Rentebærende lån og kreditter (kortsiktig) | 209,8 | 0 | 18,4 | 15,2 | 4,1 | 11,5 | 33,5 |
| = Kortsiktig finansiell gjeld | 209,8 | 0 | 18,4 | 15,2 | 4,1 | 11,5 | 33,5 |
| > Finansiell gjeld | 250,3 | 39 | 56,2 | 53,2 | 109,2 | 133 | 119 |
| > Egenkapital og gjeld | 2347,5 | 3272,2 | 3493 | 3136,5 | 3386,7 | 3256,8 | 2993,6 |

Tabell 9 – Tabellen viser omgruppert balanse.

Langsiktig driftsrelatert gjeld er hovedsakelig utsatt skatt, mens langsiktig finansiell gjeld er pensjonsforpliktelser, rentebærende lån og kreditter etc. slik som vist i tabell 9.

5.3 Analyse og justering av målefeil

Som børsnotert selskap er Tomra forpliktet til å følge hovedreglene i regnskapsloven, og fra 2005 også IFRS reglene. Regnskapet skal således være satt opp i samsvar med regnskapsloven, grunnleggende regnskapsprinsipper og forutsetninger om fortsatt drift. Regnskapsføring skjer hovedsakelig etter transaksjonsbasert historisk kost, noe som medfører at de fleste balanseposter ikke gjenspeiler de virkelige verdiene. Justering av målefeil kan være en måte å få et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold, men samtidig kan det også medføre ekstra støy i analysegrunnlaget.

De tre hovedtypene av målefeil er; avvik mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring, avvik mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost, samt målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring.

Anvendelse av kreativ regnskapsføring anses som lite sannsynlig for Tomras del, ettersom selskapet er en seriøs aktør som følges tett av mange interessenter. Justeringer blir derfor ikke aktuelle her. Tomra er heller ikke i en situasjon hvor kortsiktig sminking av regnskapene, for eksempel i forbindelse med en børsintroduksjon eller emisjon, er sannsynlig.

En mulig justering i Tomras tilfelle kunne vært å balanseføre deler av FoU kostnadene, som hittil i sin helhet er blitt kostnadsført direkte. Som ekstern analytiker har man imidlertid dårligere informasjon enn selskapet selv, og justering av målefeil vil kunne føre til ekstra støy uten å gi noen bedre estimater, så i den videre analyse velges det å ikke foreta noen justeringer. Ved utarbeidelse av for eksempel avkastningskrav, blir det tatt utgangspunkt i virkelig verdi av egenkapitalen ved vekting, og dermed blir problemet med bokførte verdier ytterligere redusert. Videre forutsettes det at gjeldsposter er ført til virkelig verdi i finansregnskapet.

5.4 Analyse av risiko, lønnsomhet og vekst

I denne delen blir Tomras risiko, lønnsomhet og vekst analysert. For å gjennomføre disse analysene beregnes ulike forholdstall, som forventes å kunne gi ytterligere innsikt i bedriftens underliggende forhold. Risiko på kort sikt kan analyseres ved å bruke likviditetsanalyse, mens risiko på lengre sikt analyseres ved hjelp av soliditetsanalyse. Risikoanalyser brukes ofte til å kartlegge faren for konkurs og er således interessante for et selskaps kreditorer, eiere og andre stakeholders. Kreditorer har en begrenset oppside, og er gjerne mer opptatt av et selskaps likviditet og soliditet enn investorer som fokuserer mer på lønnsomhet og vekst. For begge parter er imidlertid helheten viktig, og det hjelper ikke om et selskap har utsikt til betydelig lønnsomhet og vekst i fremtiden, hvis det ikke er i stand til å møte sine kortsiktige forpliktelser. Samtidig vil en kreditor som har gitt langsiktige lån være opptatt av selskapets fremtidsutsikter.

Analyse av risiko

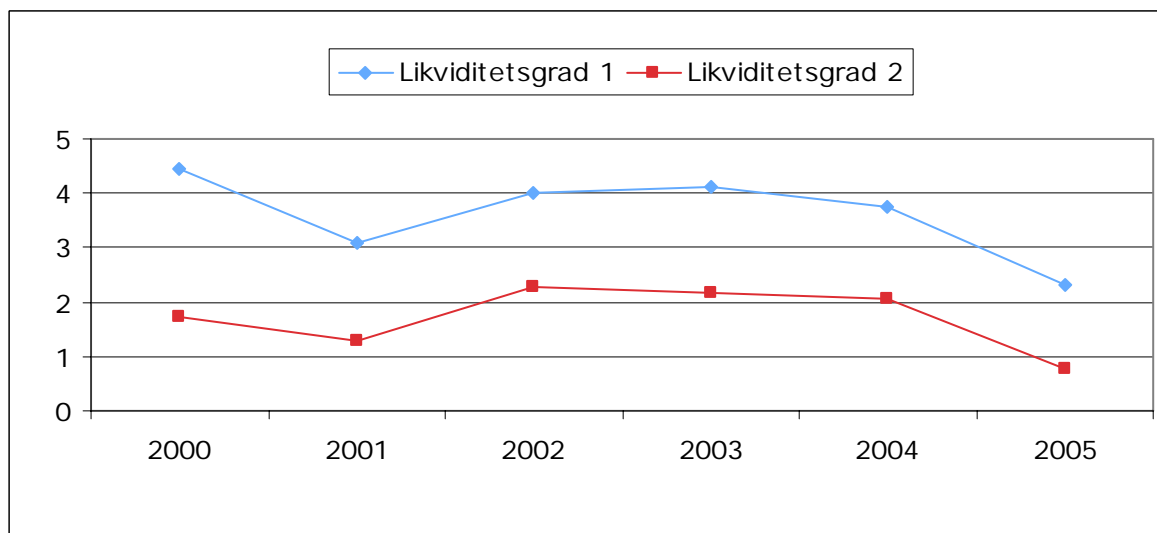
Målet med denne analysen er å avdekke risikofaktorer som selskapets likviditet og soliditet, samt foreta en syntetisk rating av Tomra.

Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyser sier noe om bedriftens evne til å betale gjelden etter hvert som den forfaller. Likviditetsgrad 1 er ”omløpsmidler” dividert med ”kortsiktig gjeld”, mens normalisert rentedeckningsgrad viser om selskapet er godt rustet til å betjene rentene etter hvert som de påløper. Selv om likviditetsanalyse basert på regnskapstall kan gi nyttig informasjon, må man ikke glemme at et selskaps likviditetsevne i stor grad avhenger av hvilke trekkrettigheter man har.

$$\text{Likviditetsgrad 1 (lg1)} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{DOM} + \text{FOM}}{\text{KDG} + \text{KFG}} \quad ^{36}$$

I tillegg opererer man av og til med Likviditetsgrad 2, som er de ”mest likvide omløpsmidler” dividert med ”kortsiktig gjeld”:



Figur 8 – Figuren viser likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 i perioden 2000 til 2005.

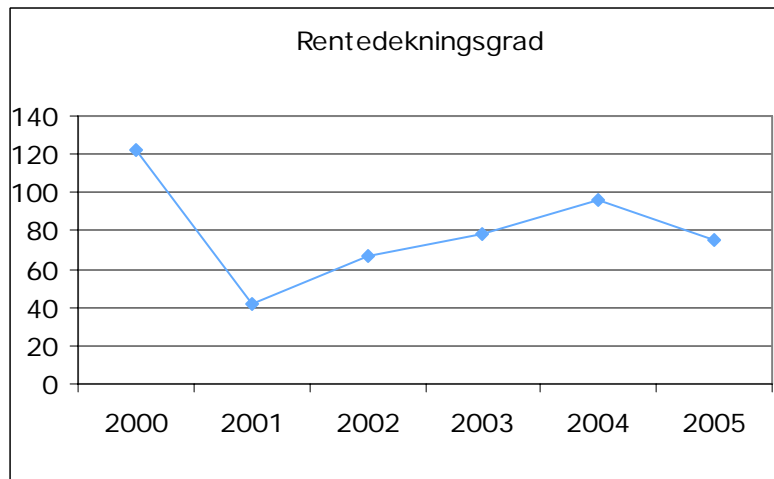
I perioden har Tomras likviditetsgrad 1 blitt redusert fra 4,5 i 2000 til 2,3 i 2005, mens gjennomsnittet i perioden har vært 3,6. Gjennomsnittet på Oslo børs i perioden 1999 til 2003 var 1,7, så Tomras likviditetsgrad er bra, og indikerer at selskapet er godt rustet til å betjene sin gjeld etter hvert som den forfaller.

³⁶ DOM=Driftsrelaterte omløpsmidler, FOM=Finansielle omløpsmidler, KDG=Kortsiktig driftsrelatert gjeld, KFG=Kortsiktig finansiell gjeld

Normalisert rentedekningsgrad er nettoresultat til sysselsatt kapital dividert med netto finanskostnad. Dette forholdstallet sier noe om en bedrifts evne til å betjene gjelden ved hjelp av driftsresultatet og finansinntektene.

$$\text{Normalisert rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} = \frac{\text{NRS}}{\text{NFK}}$$

Formel 1. Formelen viser utregning av normalisert rentedekningsgrad



Figur 9 – Figuren viser rentedekningsgrad i perioden 2000 til 2005.

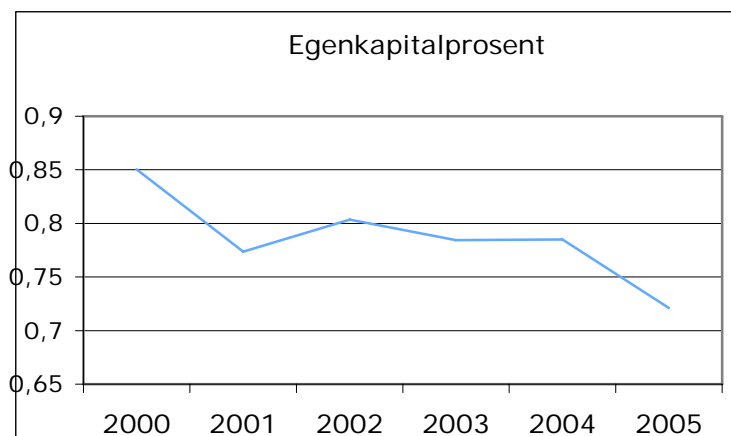
Tomras rentedekningsgrad har vært ekstremt høy i hele perioden med et gjennomsnitt på 83. Snittet på Oslo Børs i perioden 1999 til 2002 var 1,26, så Tomras rentedekningsgrad er svært bra. Den høye rentedekningsgraden skyldes i hovedsak Tomras lave netto finanskostnader. Per dags dato kan Tomras kontantbeholdning dekke hele selskapets gjeld.

Soliditetsanalyse

I soliditetsanalysen ser man på en bedrifts evne til å takle fremtidige tap. God soliditet kjennetegnes ved høy egenkapitalprosent, god inntjening, god kapitalstruktur og god likviditet. Egenkapitalprosenten viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og dermed hvor mye av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer kommer i fare. Analysen av soliditet skal derfor kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidlige tap.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}} = \frac{\text{EK} + \text{MI}}{\text{TK}}$$

Formel 2. Formelen viser beregning av egenkapitalprosenten.



Figur 10 – Figuren viser egenkapitalprosenten i perioden 2000 til 2005.

I perioden 2000 til 2005 sank Tomras egenkapitalprosent fra 85 % til 72 %, med et gjennomsnitt på 77 %. Oslo Børs hadde i perioden 1993 til 2002 en median egenkapitalprosent på 39,4, så Tomras egenkapitalprosent er meget solid.

Syntetisk rating

Kredittrating utføres av selskaper som har spesialisert seg på kredittvurderinger. De mest kjente av disse er Standard & Poor's og Moody's. Disse selskapene benytter seg av likviditetsanalyser, soliditetsanalyser og en rekke andre vurderinger når de rater et selskap.

Standard & Poor's klassifiserer selskaper i ulike ratingklasser³⁷, basert på selskapenes sannsynlighet for konkurs det neste året. De mest kredittverdige selskapenes rates AAA (trippel-A), og deretter følger, AA, A, BBB, B, CCC, CC, C og D. Rating fra AAA til BBB, kalles "investment grade", mens rating dårligere enn BBB omtales som "Junk Bonds". Gjennomsnittet av selskapene på Oslo Børs er klassifisert som BBB.

Det har ikke vært mulig å finne noen rating for Tomra, så i oppgaven blir det derfor utført en syntetisk rating basert på forholdstallsanalyser og da særlig fra likviditets- og soliditetsanalyse. Ved å benytte ratingtabell utarbeidet av Knivsflå.³⁸ basert på data fra Standard & Poor's, vil det enkelte forholdstall bli omsatt til en rating, og deretter vil det bli beregnet en samlet rating for hele selskapet.

³⁷ www.standardandpoors.com

³⁸ Knivsflå, (2006): *Forelesningsnotater BUS 425*

| Syntetisk rating | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Gj. Snitt |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Likviditetsgrad 1 | 4,44 | 3,08 | 4,01 | 4,10 | 3,76 | 2,31 | 3,62 |
| Rentedekningsgrad | 121,82 | 42,13 | 66,63 | 78,53 | 96,59 | 75,47 | 80,20 |
| Egenkapitalprosent | 0,85 | 0,77 | 0,80 | 0,78 | 0,78 | 0,72 | 0,79 |

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Gj. Snitt |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Likviditetsgrad 1 | A | A | A | A | A | A | A |
| Rentedekningsgrad | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA |
| Egenkapitalprosent | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |
| Snitt | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |

Tabell 10. Tabellen viser syntetisk rating basert på ulike forholdstall.

5.4.2 Historisk avkastningskrav

En investor som foretar en investering vil kreve en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investering med samme risiko.

Avkastningskrav kan benyttes til å diskontere fremtidige verdier til en ønsket periode. I tillegg kan kravet brukes som et sammenlikningsgrunnlag for rentabilitet og internrente, dvs. man kan undersøke om internrente og rentabilitet er over eller under avkastningskravet og dermed (forenklet) si noe om et selskaps lønnsomhet.

Avkastningskrav til egenkapital

Utgangspunktet for kravet er at en investor skal få avkastning tilsvarende risikofri rente med et risikotillegg, som reflekterer den systematiske risikoen til en investering. I enkelte tilfeller vil det også være aktuelt å legge til en likviditetspremie.

$$\text{Krav til egenkapital} = \text{risikofri rente} + \text{risikopremie} + \text{likviditetspremie}$$

Kravet til avkastning på egenkapitalen kan beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM forutsetter at kapitalmarkedet er perfekt, og investorer får kun betalt for å bære systematisk risiko. Usystematisk risiko får man ikke kompensasjon for siden denne kan diversifiseres vekk.

I CAPM modellen benyttes en nominell risikofri rente etter skatt. En nominell rente benyttes siden rentabiliteten til selskapet er beregnet basert på nominelle verdier. Ved analyse av de historiske dataene er det tatt utgangspunkt i en tre måneders NIBOR³⁹ rente for hvert år i

³⁹ Norwegian InterBank Offered Rate

analysen. NIBOR renten inneholder i utgangspunktet et lite risikotillegg, som forutsettes å være 5 %. Knivsflå legger i sin forelesningsserie til grunn at NIBOR inneholder et risikotillegg på 10 %, ⁴⁰ men dette tallet virker høyt, så i stedet forutsettes 5 % risikotillegg. Dette risikotillegget trekkes fra NIBOR, og man får da den risikofrie renten. Til slutt blir renten justert for 28 % skatt. Gjennomsnittlig nominell rente etter skatt i analyseperioden (2000-2005) blir da 3,5 %.

$$ekk = r_f * (1 - 0,28) + \beta * [r_m - r_f * ((1 - 0,28))] \quad \beta = \frac{kov(r, r_m)}{var(r_m)} \quad 41$$

Formel 3. Formelen viser kapitalverdimodellen CAPM med justering for skatt.

Markedets risikopremie er forskjellen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten ($R_m - R_f$). Markedets risikopremie svinger mye, og kan beregnes på mange ulike måter. Her velges det å benytte Knivsflås estimater for historiske risikopremier for det enkelte år i analyseperioden (2000-2005). Knivsflå beregner markedets risikopremie i et kort tidsperspektiv (2000-2005) som vektet 1/3, og et langt tidsperspektiv (1958-2005) som vektet 2/3. Knivsflå får da en gjennomsnittlig risikopremie til markedet på 4,6 %. ⁴⁰ Et alternativ fremgangsmåte kunne vært å benytte Tore Johnsons estimater, hvor han i perioden 1900-2005 opererer med en gjennomsnittlig risikopremie på 4,4 % før skatt (5,0 % etter skatt). ⁴⁰

Betaverdi er et mål på den systematiske risikoen som er knyttet til selskapet i forhold til markedsporteføljen. En virksomhets historiske beta kan estimeres med bakgrunn i historiske kursdata for aksjen og en relevant markedsportefølje. For Tomras er det her valgt å benytte Oslo Børs hovedindeks (OSEBX). Andre naturlige referanseindekser ville vært globale indekser som S&P 500 eller MSCI World Index. ⁴² Man kan argumentere for at en global indeks i større grad representerer diversifiseringsmuligheten fullt ut, i motsetning til mindre lokale indekser som gjerne vil være påvirket av lokale forhold. I oppgaven velges likevel å benytte en norsk indeks. For å beregne betaverdien blir det foretatt en regresjonsanalyse basert på Tomras og markedets månedlige logaritmiske avkastning de siste 6 årene (72 perioder). En slik "råbeta" kan forbedres ved å benytte betaer fra sammenlignbare selskaper.

⁴⁰ Knivsflå, (2006): *Forelesningsnotater BUS 425*

⁴¹ ekk =kravet til avkastning på egenkapitalen, r_f =risikofri rente, r_m =avkastningen til markedsporteføljen, $(r_m - r_f)$ =er definert som markedets risikopremie, β =er et mål på den systematiske risikoen og måler risiko sett i forhold til markedsporteføljen

⁴² Koller, Tim et al. (2005): *Valuation*

Det har imidlertid vært vanskelig å identifisere sammenlignbare selskaper, så derfor velges det i stedet å vekte den estimerte betaen med markedets beta som er 1,⁴³ slik at den gjennomsnittlig justert beta for Tomra blir 1,13 (formel 4) i perioden 2000–2005. Bruk av andre måleperioder og/eller referanseindekser ville medført andre estimat for beta.

$$\beta^* = \frac{2}{3} \beta + \frac{1}{3} \cdot 1 = \frac{2}{3} \cdot 1,20 + \frac{1}{3} \cdot 1 = 1,13$$

Formel 4. Formelen viser justering av beta.

Asymmetrisk informasjon eller annen risiko knyttet til et selskap kan medføre en viss grad av markedssvikt i kapitalmarkedene. For å ta hensyn til slik markedssvikt beregnes gjerne en likviditetspremie på 0-5 %. Tomra er imidlertid et relativ likvid børsnotert selskap, så derfor benyttes en likviditetspremie på 0.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 00-05 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nibor-rente 3 måneder (effektiv) | 7,0 % | 7,5 % | 7,2 % | 4,2 % | 2,1 % | 2,3 % | 5,1 % |
| - Risikotilegg 5 % av Nibor | 0,4 % | 0,4 % | 0,4 % | 0,2 % | 0,1 % | 0,1 % | 0,3 % |
| = Risikofri rente før skatt | 6,7 % | 7,1 % | 6,8 % | 4,0 % | 2,0 % | 2,2 % | 4,8 % |
| - 28% skatt | 1,9 % | 2,0 % | 1,9 % | 1,1 % | 0,6 % | 0,6 % | 1,3 % |
| = Risikofri rente etter skatt | 4,8 % | 5,1 % | 4,9 % | 2,9 % | 1,4 % | 1,6 % | 3,5 % |
| + Justert beta | 1,23 | 1,26 | 1,00 | 1,01 | 1,07 | 1,30 | 1,13 |
| * Markedets risikopremie etter skatt | 5,8 % | 4,2 % | 2,4 % | 3,3 % | 5,4 % | 6,4 % | 4,6 % |
| + Illikviditetspremie | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % | 0,0 % |
| = Egenkapitalkrav | 11,9 % | 10,4 % | 7,3 % | 6,2 % | 7,2 % | 9,9 % | 8,6 % |

Tabell 11. Tabellen viser risikofri rente etter skatt og krav til historisk egenkapitalavkastning i perioden 2000 til 2005

Krav til avkastning på minoritetsinteresser

$$mik = ekk + ekstra.likviditetspremie$$

Formel 5. Formelen viser kKrav til avkastning på minoritetsinteresser⁴⁴

Minoritetsinteresser krever gjerne en ekstra premie ettersom minoriteten ofte er "innelåst" ved eierskap av aksjer i et konserns datterselskaper. Størrelsen på likviditetspremie er gjerne i intervallet 2-3 %, ⁴⁵ avhengig av graden av likviditet i aksjen. Minoritetsinteressene i

⁴³ Blume, M. (1975)

⁴⁴ mik=krav til avkastning på minoriteten, ekk=krav til avkastning på egenkapitalen

⁴⁵ Norges Bank (2006)

Tomra utgjør en meget liten andel av selskapet, og vil således kunne ha problemer med finne interessenter til andelene. En likviditetspremie på 2 % legges til grunn for de videre beregningene.

Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

For å komme frem til et avkastningskrav til netto finansiell gjeld blir det først beregnet avkastningskravet til finansiell gjeld, og avkastningskravet til finansielle eiendeler. Deretter beregnes netto finansiell gjeldskravet ved å vekte finansiell eiendeler og gjeld.

Krav til avkastning på finansiell gjeld

Kreditorer og långivere krever i utgangspunktet avkastning tilsvarende risikofri rente, med et lite administrasjonstillegg samt et tillegg for kredittrisiko knyttet til den spesifikke låneavtale. Størrelsen på kredittrisikopremien vil avhenge av et selskaps risiko, og vil ofte være direkte avhengig av et selskaps rating. Dårligere rating tilsier større konkurrisiko, og dermed blir kredittrisikopremien større. Tomras rating er tidligere estimert til AA, noe som indikerer en risikopremie etter skatt på 0,72 %.⁴⁶

$$\text{fgk} = (r_f + \text{administrasjonstillegg}) + \text{kredittrisikopremie} \quad ^{47}$$

Formel 6. Formelen viser hvordan finansielt gjeldskrav beregnes.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Gj.snitt |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Syntetisk rating | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |
| Risikofri rente etter skatt | 4,79 % | 5,13 % | 4,92 % | 2,87 % | 1,44 % | 1,57 % | 3,45 % |
| + Premie for kredittrisiko | 0,72 % | 0,72 % | 0,72 % | 0,72 % | 0,72 % | 0,72 % | 0,72 % |
| = Finansielt gjeldskrav | 5,51 % | 5,85 % | 5,64 % | 3,59 % | 2,16 % | 2,29 % | 4,17 % |

Tabell 12. Tabellen viser beregning av krav til finansiell gjeld i perioden 2000- 2005.

Kravet til finansielle eiendeler vil beregnes ved å se på de ulike finansielle eiendelene og deres respektive avkastningskrav.

$$\text{fek} = v * r_f + w * (r_f + \text{kredittrisikopremie}) + (1 - v - w) * r_m \quad ^{48}$$

Formel 7. Formelen viser hvordan finansielt eiendelskrav beregnes.

⁴⁶ Knivsfå, (2006): *Forelesningsnotater BUS 425 - Rating tabell* utarbeidet av Knivsfå

⁴⁷ fgk=krav til avkastning på finansiell gjeld

⁴⁸ fek=krav til avkastning på finansielle eiendeler, r_f =risikofri rente, r_m =avkastning til markedsporteføljen, v =relativ del plassert i kontanter, w =relativ del plassert i fordringer, $(1-v-w)$ =relativ del plassert i aksjemarkedet

| <i>Tomra (tall i mill kr)</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> |
|--------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Kontanter | 712,0 | 697,6 | 1017,3 | 1083,4 | 983,0 | 491,4 |
| + Finansielle fordringer | 118,0 | 128,2 | 144,6 | 171,8 | 149,7 | 182,1 |
| + Investeringer | 3,8 | 3,3 | 4,0 | 3,5 | 3,5 | 3,4 |
| = Finansielle eiendeler | 833,8 | 829,1 | 1165,9 | 1258,7 | 1136,2 | 676,9 |

| <i>Tomra</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Kontantkrav | 4,79 % | 5,13 % | 4,92 % | 2,87 % | 1,44 % | 1,57 % |
| * Kontantvekt | 0,854 | 0,841 | 0,873 | 0,861 | 0,865 | 0,726 |
| + Finansielt fordringskrav | 5,51 % | 5,85 % | 5,64 % | 3,59 % | 2,16 % | 2,29 % |
| * Fordringsvekt | 0,142 | 0,155 | 0,124 | 0,136 | 0,132 | 0,269 |
| + Investeringskrav (=rm) | 10,59 % | 9,33 % | 7,32 % | 6,17 % | 6,84 % | 7,97 % |
| * Investeringsvekt | 0,005 | 0,004 | 0,003 | 0,003 | 0,003 | 0,005 |
| = Finansielt eiendelskrav | 4,92 % | 5,26 % | 5,02 % | 2,98 % | 1,55 % | 1,80 % |

Tabell 13. Tabellen viser finansielle eiendeler og finansielt eiendelskrav.

Avkastningskravet til netto finansiell gjeld vil være en vekting av avkastningskravet til finansielle eiendeler og avkastningskravet til finansiell gjeld.

$$\text{nfgk} = \text{fgk} * \frac{\text{FG}}{\text{NFG}} - \text{fek} * \frac{\text{FE}}{\text{NFG}} \quad 49$$

Formel 8. Formelen viser beregning av kravet til netto finansiell gjeld.

| <i>Tomra</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Krav til finansiell gjeld | 5,51 % | 5,85 % | 5,64 % | 3,59 % | 2,16 % | 2,29 % |
| * FG/NFG | -0,049 | -0,073 | -0,048 | -0,095 | -0,133 | -0,213 |
| - Krav til finansielle eiendeler | 4,92 % | 5,26 % | 5,02 % | 2,98 % | 1,55 % | 1,80 % |
| * FE/NFG | -1,049 | -1,073 | -1,048 | -1,095 | -1,133 | -1,213 |
| = Krav til netto finansiell gjeld | 4,89 % | 5,22 % | 4,99 % | 2,92 % | 1,47 % | 1,69 % |

Tabell 14. Tabellen viser krav til netto finansiell gjeld.

Av tabellen ser man at Tomra ikke har noen netto finansiell gjeld, ettersom de finansielle eiendelene er større en den finansielle gjelden

Krav til avkastning på netto driftskapital

Ved beregning av krav bør vektingen mellom gjeld, egenkapital og minoritetsinteresser baseres på virkelige verdier. De historiske årsregnskapene opererer imidlertid med bokførte verdier for egenkapital og minoritetsinteresser. En måte å finne virkelige verdier kunne vært å se på Tomras aksjekurs ved utgangen av hvert regnskapsår og således anslått virkelig verdi for egenkapitalen. Tomras gjeldsgrad er imidlertid meget liten, så vektingen vil i liten grad

⁴⁹ nfgk=krav til netto finansiell gjeld, fgk=krav til avkastning på finansiell gjeld, fek=krav til avkastning på finansielle eiendeler, FG=finansiell gjeld, FE=finansielle eiendeler, NFG=netto finansiell gjeld (FG-FE)

bli påvirket av at det her brukes balanseførte verdier i stedet for virkelige verdier ved analyse av historiske tall. For fremtidige avkastningskrav vil imidlertid virkelige verdier benyttes.

$$\text{ndk} = \text{ekkk} * \frac{\text{EK}}{\text{NDK}} + \text{mik} * \frac{\text{MI}}{\text{NDK}} + \text{nfgk} * \frac{\text{NFG}}{\text{NDK}} \quad 50$$

Formel 9. Formelen viser beregning av netto driftskrav.

| Tomra | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 00-05 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Egenkapitalkrav | 0,119 | 0,104 | 0,073 | 0,062 | 0,072 | 0,099 | 0,088 |
| * EK/NDK | 1,370 | 1,298 | 1,654 | 1,636 | 1,574 | 1,287 | 1,470 |
| + Minoritetsinteresse krav | 0,139 | 0,124 | 0,093 | 0,082 | 0,092 | 0,119 | 0,108 |
| * MI/NDK | 0,037 | 0,078 | 0,078 | 0,074 | 0,042 | 0,045 | 0,059 |
| + Netto finansielt gjeldskrav | 0,049 | 0,052 | 0,050 | 0,029 | 0,015 | 0,017 | 0,035 |
| * NFG/NDK | -0,408 | -0,376 | -0,732 | -0,710 | -0,616 | -0,331 | -0,529 |
| = Netto driftskrav | 0,149 | 0,125 | 0,092 | 0,087 | 0,108 | 0,127 | 0,118 |

Tabell 15. Tabellen viser krav til avkastning på netto driftskapital.

I tabell 14 ser vi at i perioden 2000 til 2005 hadde Tomra et gjennomsnittlig driftskrav på 11,8 %. Det er også verdt å legge merke til at selskapet har negativ netto finansiell gjeld, dvs. man har netto finansielle eiendeler.

5.4.3 Lønnsomhet og vekst

I lønnsomhets- og vekstanalysen fokuseres her på egenkapital- og driftsrentabilitet samt egenkapital- og driftsveksten. Rentabiliteten dekomponeres slik at man blir i stand til å identifisere de ulike kildene til rentabiliteten (tabell 16). Egenkapitalrentabiliteten vil være basert på driftsrentabilitet, finansiell giring og eventuelle minoritetsinteresser. De ulike delene vil deretter bli videre dekomponert.

Lønnsomhet

Rentabilitetsanalyser kan si noe om hvor flink et selskap er til å generere avkastning på den investerte kapitalen. Rentabiliteten viser hvor mye avkastning man får for hver krone investert. Rentabilitetstall gjør det mulig å kartlegge en bedrifts lønnsomhet over tid, samt sammenligne avkastning med andre selskaper. Man kan beregne rentabiliteten til egenkapitalen (ekr) eller rentabiliteten til driftskapitalen (ndr). En investering er kun lønnsom dersom den på sikt generer rentabilitet større enn avkastningskravet. Ved beregning av rentabilitet bør man i nevneren vanligvis bruke gjennomsnittlig kapital. Avkastningskrav er imidlertid vanligvis en etterskuddsrente, og for å få rentabiliteten konsistent med kravet

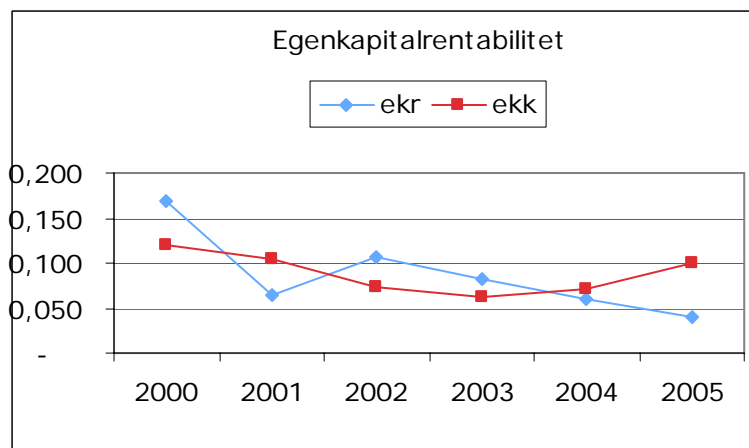
må man derfor trekke ut den opptjente kapitalen i perioden, slik at også rentabiliteten blir en etterskuddsrente. Det forutsettes at endring av kapital skjer midt i året. Dersom innskudd av kapital ikke skjer midt i året, kan man justere formelen (formel 10) til å ta hensyn til dette. Vanligvis er det relativt enkelt å finne ut når et selskap foretar emisjoner eller betaler ut kapital. Når et selskap kjøper egne aksjer, vil dette imidlertid gjerne foregå over lengre tid, og eventuelle justeringer blir da mer kompliserte. I 2005 gjennomførte Tomra en rekke tilbakekjøp av egne aksjer. I denne delen blir imidlertid ikke kapitalbeholdningen justert for hvert enkelt aksjekjøp, men i stedet beregnes gjennomsnittlig kapital basert på verdier 01.01 og 31.12 det aktuelle året.

Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet forteller hvor mye avkastning selskapet genererte for hver krone egenkapital.

$$\text{ekr} = \frac{\text{NRE}_t}{(\text{EK}_{t-1} + (\text{EK}_t - \text{NRE}_t) / 2)}^{51}$$

Formel 10 - Egenkapitalrentabilitet



Figur 11 - Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav

Som man ser av grafen, har Tomras egenkapitalrentabilitet endret seg mye i løpet av analyseperioden. I 2000 var egenkapitalrentabiliteten over 16 %, mens året etter falt den til 6,4 %, og havnet dermed under egenkapitalkravet det året. Svingningene i egenkapitalkravet skyldes i stor grad endring i betaverdier, men også endringer i NIBOR renten spiller inn. I

⁵⁰ ndk=krav til netto driftskapital, ekk=egenkapitalkrav, mik=krav til avkastning for minoriteten, nfgk=krav til netto finansiell gjeld, EK=egenkapital, MI=minoritetsinteresser, NFG=netto finansiell gjeld, NDK=netto driftskapital

⁵¹ ekr=egenkapitalrentabilitet, NRE=nettoresultat til egenkapitalen, EK=egenkapitalen

perioden 2000 til 2005 var egenkapitalrentabiliteten i gjennomsnitt på 8,8 %, mens kravet var på 8 %, dvs. at avkastning så vidt var høyere enn kravet. Det er ikke tvil om at lønnsomheten i denne perioden har vært meget svak, og den negative trenden er absolutt urovekkende. En lav egenkapitalrentabilitet kan også delvis skyldes Tomras finansielle eiendeler, og da spesielt den store kontantbeholdningen. Finansielle eiendeler har vanligvis relativt lav risiko, men samtidig er også den forventede avkastningen relativt lav på slike eiendeler.

Man kan videre dekomponere egenkapitalrentabiliteten i de underliggende faktorene, for å identifisere ulike kilders bidrag til rentabiliteten.

| Tomra | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 00-05 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ndr | 0,22 | 0,09 | 0,15 | 0,12 | 0,09 | 0,06 | 0,12 |
| + (ndr-nfr)*nfgg | -0,05 | -0,02 | -0,04 | -0,03 | -0,03 | -0,02 | -0,03 |
| + (ndr-nmr)*mig | 0,00 | -0,01 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| = Egenkapitalrentabilitet | 0,17 | 0,06 | 0,11 | 0,08 | 0,06 | 0,04 | 0,09 |

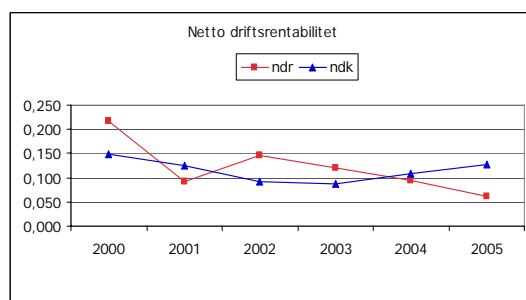
Tabell 16. Tabellen viser dekomponering av egenkapitalrentabilitet i drift finansiering og minoritet.

Driftsrentabilitet

Driftsrentabilitet forteller hvor mye avkastning selskapet genererte for hver krone driftskapital.

$$\text{ndr} = \frac{\text{NDR}_t}{(\text{NDK}_{t-1} + (\Delta\text{NDK}_t - \text{NDR}_t) / 2)} \quad ^{52}$$

Formel 11. Formelen viser beregning av driftsrentabilitet.



Figur 12. Figuren viser driftsrentabilitet og driftskrav i perioden 2000 til 2005.

⁵² ndr=netto driftsrentabilitet, NDR=netto driftsresultat, NDK=netto driftskapital

For netto driftsrentabilitet (ndr) ser man de samme trekkene som for egenkapitalrentabiliteten, og forklaringen er mye den samme. I 2000 var ndr over 21 %, for så å falle til i underkant av 10 % året etter. Både i 2001 og 2005 var rentabiliteten lavere enn kravet det respektive året. Utviklingen er urovekkende, men skyldes antagelig forbigående lavkonjunktur i Tomras markeder. I 2006 fikk man meget dårlige resultater i Nord-Amerika, samtidig som mye fokus og ressurser var rettet mot det tyske markedet, som stadig opplevde utsettelse. Mens Tomra frem til 2000 ble sett på som et vekstselskap, medførte de neste årenes dårlige resultater at prisingen ble endret og aksjekursen sank dramatisk.

Også driftsrentabiliteten kan dekomponeres videre for å få bedre innsikt i underliggende forhold. Netto driftsrentabilitet viser hvor stor avkastning netto driftseiendeler gir, og kan splittes opp i netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde). Netto driftsmargin er netto driftsresultat per krone omsatt (NDR/DI), og onde måler evnen til å skape driftsinntekter per krone investert (DI/NDK).

| <i>Tomra</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> | <i>00-05</i> |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Dekomp.: ndm, netto driftsmargin | 0,12 | 0,06 | 0,09 | 0,07 | 0,07 | 0,04 | 0,08 |
| * Dekomp.: onde, omløp til netto driftsei | 1,75 | 1,53 | 1,60 | 1,66 | 1,38 | 1,50 | 1,57 |
| = Netto driftsrentabilitet | 0,22 | 0,09 | 0,15 | 0,12 | 0,09 | 0,06 | 0,12 |

Tabell 17. Tabellen viser dekomponering av netto driftsrentabilitet.

Av tabellen ser man at Tomras driftsmargin i perioden varierte fra 12,4 % i 2000, til 5,2 % i 2005, mens snittet i perioden var 7,7 %. Driftsrentabiliteten har gått fra 21,6 % i 2000 til 7,8 % i 2005, med et snitt på 12,1 % i perioden. Omløpshastigheten har holdt seg noenlunde konstant. Redusert driftsrentabilitet kommer hovedsakelig fra lavere driftsmarginer kan det virke som.

Finansiell gearing

Vanligvis vil finansiell gearing øke egenkapitalrentabiliteten, ettersom gjeldskravet vanligvis er lavere enn egenkapitalkravet. I Tomras tilfelle bidrar ikke gearingen positivt, ettersom Tomra ikke har noen netto finansiell gjeld. Ytterligere dekomponering av finansiell gearing er mulig, men det vil ikke foreta noen dypere analyse, da det er klart at Tomras lave gjeld og store kontantbeholdning bidrar til den negative gearingen. I tillegg vil Tomras lave egenkapitalrentabilitet medføre lavere gearing effekt.

Minoritetsinteresser

Minoritetenes rentabilitet er høyere enn driftsrentabiliteten, så dette bidrar til å redusere Tomras egenkapitalrentabilitet. Tomras minoritetsandel er imidlertid meget liten, så påvirkningen på egenkapitalrentabiliteten er ubetydelig.

Vekst

Vekstraten til et regnskapstall er den prosentvise endringen i regnskapstallet fra en periode til en annen. Vekst er en underliggende verdidriver som benyttes ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og dermed også ved fundamental verdsettelse. Vekst kan analyseres for alle typer kapital, for eksempel egenkapital. Ofte er man først og fremst opptatt av kontantstrømvekst, men hvis man forutsetter at fortjenestemarginer og reinvesteringsrater stabiliserer seg, vil den langsiktige veksten i kontantstrømmer være direkte korrelert med langsiktig inntektsvekst. Dermed kan man med bakgrunn i vekstanslag for inntekter, også predikere fremtidig vekst i kontantstrømmer. En bedrift kan bare vokse mer enn bransjen ved å ta markedsandeler, og analyse av vekst i forhold til bransjen er derfor spesielt viktig. Vekst kan analyseres både på kort og på lang sikt. På lang sikt kan ikke veksten være større enn den forventede realveksten i den samlede økonomien pluss forventet inflasjon. I resten av oppgaven forventes det at langsiktig vekst i økonomien er 5 %.⁵³ Bedrifter som vokser raskt vil derfor før eller siden få redusert vekst, og hvis en bransje ikke lengre har noen vekst, kan vekst kun skje på bekostning av andre bedrifter i bransjen, noe som ofte fører til hard konkurranse og svekket lønnsomhet.

Driftsinntektsvekst

Her ser man hvor mye driftsinntektene øker fra et år til et annet.

$$\text{div}_t = \frac{\text{DI}_t - \text{DI}_{t-1}}{\text{DI}_{t-1}} \quad 54$$

Formel 12. Formelen viser beregning av driftsinntektsvekst.

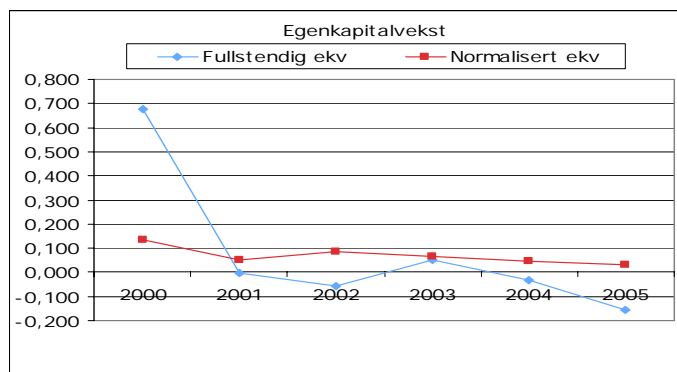
Fra 1999 til 2000 opplevde Tomra en driftsinntektsvekst på i overkant av 25 %. Fra 2000 og frem til 2004 ble imidlertid veksten redusert, og perioden 2002 til 2004 opplevde selskapet

⁵³ Knivsfå, (2006): *Forelesningsnotater BUS 425*

negativ vekst. I 2005 var økningen i driftsinntektene igjen positiv med en økning på 12,6 % fra året før. I perioden 2000 til 2005 hadde Tomra en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 2,7 %. Dette er bekymringsfullt lavt, og under den langsiktige vestraten til økonomien. Driftsinntektsvekst er viktig for et selskaps lønnsomhet, og negativ vekst kan slå hardt ut på bunnlinjen.

Egenkapitalvekst

For egenkapitalen vil det være mest naturlig å se på den normaliserte egenkapitalveksten. Man finner den normaliserte egenkapitalveksten ved å ekskludere vekst gjennom unormalt nettoresultat til egenkapitalen og gjennom kapitalinnskudd eller – uttak som ikke er del av den normale utbyttepolitikken. Egenkapitalveksten kan beregnes basert på egenkapitalrentabiliteten og tilbakeholdingsgraden av overskuddet.



Figur 13. Figuren viser egenkapitalvekst og den normaliserte egenkapitalvekst.

Fra figuren ser man at den normaliserte egenkapitalveksten har gått nedover de siste årene.

5.5 Oppsummering - Regnskapsanalyse

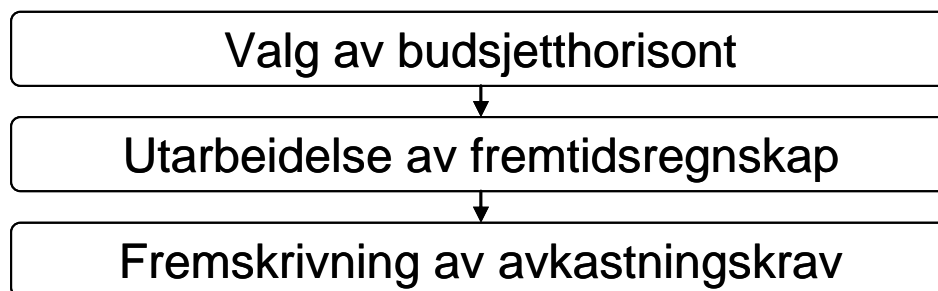
Tomras likviditetssituasjon er svært bra. Soliditetsanalysen viser at Tomra har mye egenkapital i forhold til gjeld, og den syntetiske rating gir Tomra en estimert rating på AA, som er meget bra. Lønnsomheten i perioden har imidlertid vært nedangående, og inntektsveksten har også hatt en dårlig utvikling. Til tider har rentabiliteten nesten vært dårligere enn de respektive kravene. I perioden 2000 til 2005 kan det virke som om Tomra gikk fra å være en vekstbedrift til å bli et selskap i et modent marked uten vekst. Selskapets

egenkapitalrentabilitet er lav, noe som delvis skyldes lav eller negativ gearing effekt, samt det faktum at selskapet har mye finansielle eiendeler, som gir relativ lav avkastning.

Finansielt er Tomras bunnsolid, men vekst og lønnsomhet har i den analyserte perioden vært bekymringsverdig. Tomras driftsmarginer har i perioden svekket seg betydelig, noe som har resultert i lavere driftsrentabilitet og lavere egenkapitalrentabilitet. Som tidligere nevnt har Tomra i perioden hatt noen vanskelige år. Helt i begynnelsen av perioden, i 2000, så man imidlertid høye driftsmarginer, stor vekst og god lønnsomhet. Resultatet for året 2000 kan således vise seg å gi et bedre inntrykk av hvordan Tomra utvikler seg de kommende årene, enn de siste årenes resultater.

6. Fremtidsregnskap

Med bakgrunn i den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapittel 5 blir det her utarbeidet et fremtidsregnskap. Utgangspunktet blir de historiske regnskapstallene, som vil bli supplert med konklusjoner fra strategisk analyse. Det vil bli lagt vekt på noen få og viktige hovedtrekk, og tatt hensyn til disse ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.



Figur 14. Figuren viser rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskap.

Første steg i prosessen blir å velge en hensiktsmessig budsjettthorisonnt. Deretter vil selve fremtidsregnskapet utarbeides før avkastningskravet over budsjettthorisonnten blir beregnet.

6.1 Valg av budsjettthorisonnt

Fremtidsregnskapet kan utarbeides ved at man predikerer spesifikt et visst antall år (budsjettthorisonnten), og etter dette forutsetter man steady state. "Steady state" beskriver en situasjon hvor vekst og videre utvikling er konstant. Med konstant menes her en konstant vekst og ikke en situasjon hvor de absolutte tallene er uforandret. For eksempel forutsettes det at resultatveksten i "steady state" vil være 5 % i all fremtid. Tilsvarende forventes forholdstall som driftsmargin og gjeldsgrad å holde seg uendret i "steady state". For å avgjøre når en bedrift er i "steady state", vurderer man veksten i selskapet. Bedriften er først i "steady state" når man forventer at den videre veksten vil være tilnærmet konstant, og tilnærmet lik den langsiktige økonomiske veksten. I tillegg må bedriften ha en konstant avkastning på investert og ny kapital. Et selskap i en vekstbransje vil således ha en forholdsvis lengre budsjettthorisonnt enn et selskap som nærmer seg "steady state".

Enkelte hevder også at budsjetthorisonten påvirkes av kvaliteten på regnskapsføringen. Med dette mener man at god kvalitet på regnskapene medfører kortere tid for å fange opp de underliggende verdiene. Generelt anbefales ofte en budsjetthorisont på 10-15 år, hvor man videre kan dele inn i en detaljert 5-7 års prediksjon, og deretter en mindre detaljert prediksjon, hvor man fokuserer på noen viktige variabler.⁵⁵

Tomra som selskap befinner seg i en moden fase av livssyklusen, noe som indikerer en lavere vekstrate. Pantemarkedet er imidlertid i stadig vekst, og isolert sett tilsier dette en lenger budsjetthorisont. Mye av Tomras verdi er knyttet til immaterielle verdier som ikke er gjenspeilet i regnskapene. Derfor er en relativt lang budsjetthorisont nødvendig. Her velges å benytte en budsjetthorisont på 10 år for Tomra. Etter 10 år forutsettes det at selskapet har nådd "steady state". I virkeligheten vil nok ikke Tomra nå steady state på lang tid. Å predikere fremtiden er imidlertid meget usikkert, og det forventes ikke her at en lengre horisont enn 10 år ville gitt et bedre estimat.

6.2 Budsjettering frem til steady state

Praktisk utarbeidelse av fremtidsregnskapet skjer ved at man tar utgangspunkt i siste års regnskapstall. Deretter fremskrives disse basert på verdidrivere man har beregnet og/eller anslått. Som utgangspunkt velger man ofte å forlenge rentabiliteten og veksten på budsjetthorisonten. Dette kan resultere i rentabilitet og vekst som ikke kan vedvare i det lange løp. Før eller siden må veksten konvergere mot en fornuftig langsiktig vekst og en passende superprofitt. Anslagene for den langsiktige utviklingen må være i samsvar med konklusjonene fra den strategiske analysen. Det vil si at hvis den strategiske analysen tilsier redusert vekst og forverret konkurransesituasjon, bør man ikke samtidig operere med veldig optimistiske vekstanslag og høy fortjeneste i fremtidsregnskapet. For andre verdidrivere kan man velge en tilnærmet lineær konvergeringstakt. Et eksempel er driftsmarginen forventes å konvergere fra 20 % i 2007 til 15 % i 2015. Valget av en lineær konvergering er skjønnsbasert og har ingen teoretisk begrunnelse, men er forventet å gjengi virkeligheten i tilfredsstillende grad. En del steder vil spesifikke anslag for den enkelte budsjettperiode benyttes.

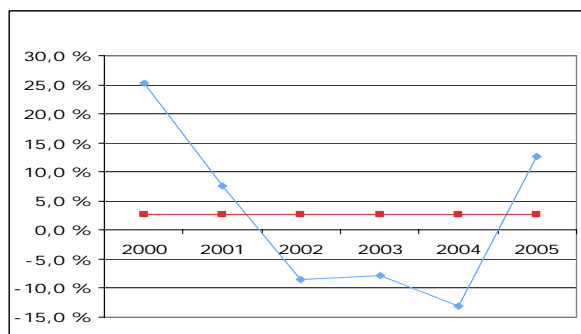
⁵⁵ Koller, T. (2005): *Valuation*

Hensikten med fremtidsregnskapet er å budsjettere regnskapstall fra det siste tilgjengelige regnskapene frem til ”steady state”. I utarbeidelsen av fremtidsregnskapet blir det tatt utgangspunkt i de fire budsjettdriverne; *driftsinntektsvekst*, *omløpet til netto driftseiendeler*, *netto driftsmargin* og *netto gjeldsdel*.

I tillegg kunne de seks andre budsjettdriverne som ble benyttet i analysen av de historiske tallene i kapittel 4, blitt beregnet. Disse er *finansiell eiendelsdel*, *finansiell gjeldsdel*, *finansiell gjeldsrente*, *finansiell eiendelsrentabilitet*, *minoritetsdel* og *netto minoritetsrentabilitet*. Det fremtidige estimat vil imidlertid være basert på kontantstrøm fra driften, og vektingen av avkastningskravet vil ikke spesifikt deles inn i minoritetskrav og finansielle investeringer. I stedet vil disse postene bli ført til virkelig verdi ved utarbeidelse av det fremtidige kursestimatet. I utarbeidelsen av fremtidsregnskap forutsettes det at unormale drifts- og finansinntekter er null.

6.2.1 Driftsinntektsvekst

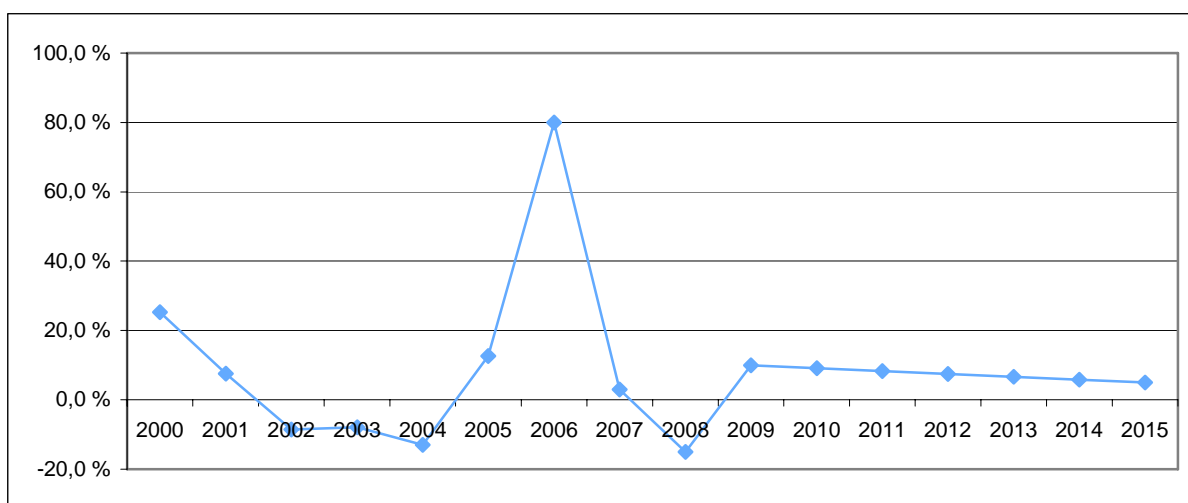
Anslag for fremtidige driftsinntekter er en av faktorene som har mest å si for en god verdsettelse. Andre poster i fremtidsregnskapet som *kostnader solgte varer*, *lønnskostnader* og til slutt *driftsresultat* vil i stor grad basere seg på de predikerte driftsinntektene. Ved estimering av fremtidige driftsinntekter kan man benytte en ovenfra og ned tilnærming, hvor man estimerer det totale markedet, anslår markedsandeler og predikerer priser. En annen måte er nedenfra og opp tilnærming, hvor man tar utgangspunkt i selskapets egne vekstutsikter, turnover blant kunder samt tilgangen til nye kunder.



Figur 15. Figuren viser driftsinntektsveksten (div) (i %) og gjennomsnittlig div i perioden 2000 til 2005.

Ofte tar man utgangspunkt i tall fra siste regnskap, og forutsetter en tilnærmet lik driftsinntektsvekst. I Tomras tilfelle var veksten i perioden 2000 – 2005 på i underkant av 3

%. I 2005 økte imidlertid inntektene med 12 %, og utsiktene for de neste årene er gode. Det tyske markedet vil først slå ut for fullt i 2006, så her legges til grunn en inntektsvekst på hele 80 %⁵⁶ fra 2005 til 2006. Videre forventes en liten økning på 3 % i 2007, mens i 2008 forventer en reduksjon på 15 %, som følge av at utrulling av automater i Tyskland da er fullført. I 2009 forutsettes her at nye pantemarkeder vil bli åpnet, og prosjekterer derfor her med en vekst på 10 %. På lang sikt vil veksten i en bransje konvergere mot den globale veksten i økonomien, som forutsettes å være 5 %. Tomras årlige vekst vil derfor konvergere mot 5 % på horisonten ("steady state").

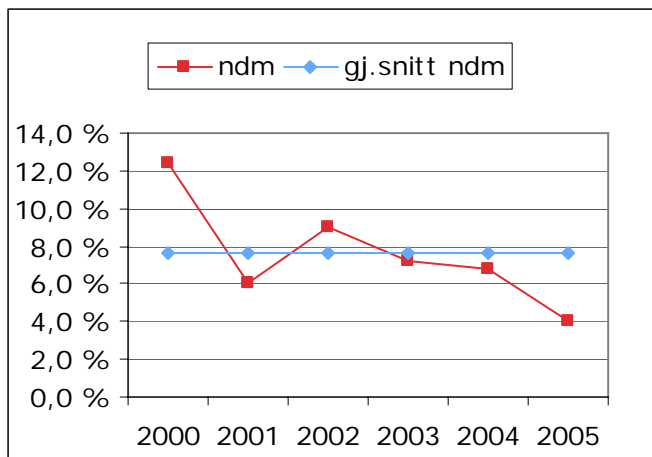


Figur 16. Figuren viser driftsinntektsveksten (i %) i perioden 2000 til 2015.

6.2.2 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin angir hvor stor del av inntekten man sitter igjen med etter at man har trukket fra driftsrelaterte kostnader som kostnader solgte varer, lønns- og salgskostnader og avskrivninger. I tillegg innebærer nettobegrepet at man har trukket fra skattekostnader. Driftsmarginen blir sett på under ett, mens et alternativ ville vært å anslå den enkelte kostnad individuelt, gjerne som en andel av driftsinntektene. De aktuelle kostnadene ville vært *kostnader solgte varer, avskrivninger og lønn*. En aggregert tilnærming forventes å være tilstrekkelig, da det i utgangspunktet er knyttet en del usikkerhet til anslagene.

⁵⁶ Tomra Q1 (2006)

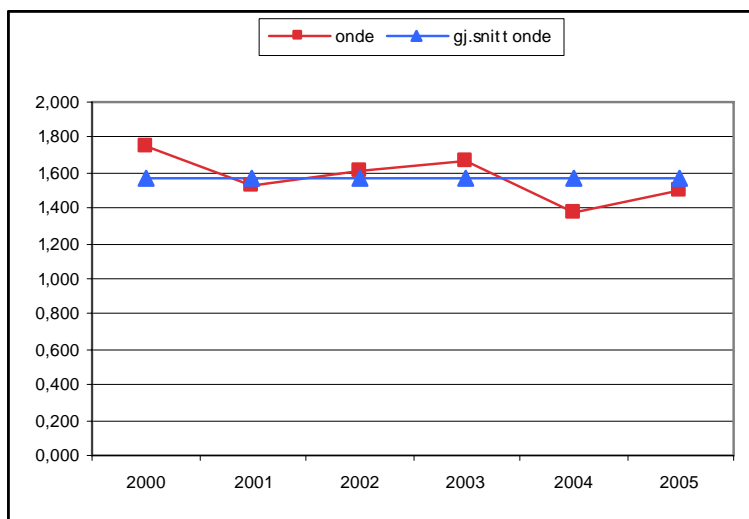


Figur 17. Figuren viser netto driftsmargin (ndm) og gjennomsnittlig ndm i perioden 2000 til 2005.

I perioden 2000 til 2005 var Tomras driftsmargin i underkant av 8 %, noe som er relativt lavt. Som følge av økte volumer forventes her at driftsmarginen vil øke de nærmeste årene. En av årsakene til dette er at Tomras utgifter til FoU i stor grad er konstante og uavhengige av salgsvolum. I tillegg vil stordriftsfordeler og økt fokus på kostnadskontroll, føre til bedre marginer. Ved inngåelse av større ordre får kjøper gjerne rabatt på automatene, noe som kan medføre reduserte marginer. Samtidig vil større ordre ofte medføre lavere kostnader som for eksempel lavere salgs og administrasjonskostnader, noe som har positiv innvirkning på marginene. Det forventes her en økning i driftsmarginen til 18,5 % i 2006, og 20 % i 2007. Disse marginene er i stor grad i samsvar med Tomras egne anslag. Fra 2007 forventes det økt konkurranse med tilhørende prispress, og dermed vil driftsmarginen konvergere mot 15 % på horisonten.

6.2.3 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler (*onde*) angir hvor effektivt man benytter netto driftskapital. *Onde* angir kapitalens evne til å generere driftsinntekter, og er således et effektivitetsmål. I perioden 2000 til 2005 har Tomra i snitt hatt en *onde* på 1,57.



Figur 18. Figuren viser omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde) og gjennomsnittlig onde i perioden 2000 til 2005.

Onde benyttes til å beregne netto driftseiendeler residualt, basert på fremtidige inntekter. En slik beregning av netto driftseiendeler er en forenkling i forhold til å beregne den enkelte underliggende balansepost. I fremtiden forutsettes her at Tomra blir mer effektiv i kapitalbruken. For 2007 forventes onde å stige til 2,4, for deretter å falle til 2,2 i 2008, og deretter konvergere mot 1,7 på horisonten. Det er verdt å merke seg at slik NDE er definert i formelen vil netto driftseiendeler i år t være basert på onde i $t+1$.

$$\text{NDE}_t = \frac{\text{DI}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}} \quad ^{57}$$

Formel 13. Formelen viser beregning av netto driftseiendeler basert på driftsinntekter og onde.

Basert på overstående formel får man predikert følgende netto driftseiendeler (NDE)

| Tomra | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| DI _{t+1} | 4 473,9 | 3 802,8 | 4 183,1 | 4 566,5 | 4 947,1 | 5 318,1 | 5 672,7 | 6 003,6 | 6 303,7 | 6 618,9 | 6 949,9 |
| / onde _{t+} | 2,40 | 2,20 | 2,00 | 1,95 | 1,90 | 1,85 | 1,80 | 1,75 | 1,70 | 1,70 | 1,70 |
| = NDE _t | 1864,1 | 1728,5 | 2091,5 | 2341,8 | 2603,7 | 2874,7 | 3151,5 | 3430,6 | 3708,1 | 3893,5 | 4088,2 |

Tabell 18. Tabellen viser estimert netto driftseiendeler i perioden 2006 til 2015 og på horisonten.

⁵⁷ NDE=netto driftseiendeler, DI=driftsinntekter, onde=omløpshastighet til netto driftseiendeler

6.2.4 Netto Finansiell gjeldsdel

Ved analyse av historiske tall ble det skilt mellom finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel, og det ble operert med ulike krav for de to postene. I fremtidsbudsjettet vil imidlertid disse postene bli slått sammen til netto finansiell gjeld, og det vil bli operert med et enkelt krav. Det vil ikke bli angitt anslag for den enkelte balansepost i fremtidsregnskapet, da verdsettingen her vil være basert på et vektet avkastningskrav, hvor finansieringsstrukturen blir tatt hensyn til. Utover det vil finansiell gjeld og eiendeler bli verdsatt til virkelig verdi i regnskapet. Tomras situasjon med meget lav gjeld vil forventes å endre seg på. I mange land vil gjeldsfinansiering medføre såkalt "tax-shield", dvs. at rentekostnader er fradragsberettiget, og gjør gjeldsfinansiering mer gunstig en egenkapitalfinansiering. I Norge har man imidlertid frem til 2005 hatt en nøytral beskatning, så "tax-shield" har ikke vært relevant her i landet. Fra 2006 ble det innført skatt på utbytte, noe som medfører at egenkapitalfinansiering blir litt hardere beskattet en gjeldsfinansiering. I praksis vil imidlertid de fleste unngå en slik utbyttebeskatning, og effekten av "tax shield" blir derfor begrenset, og vil ikke påvirke Tomras valg av finansieringsstruktur. Tomra har i siste årsrapport annonsert at det ønsker å beholde en kontantbeholdning på 300 millioner kroner til fremtidige investeringer. Frem til steady state forventes det derfor at Tomra vil fortsette med en tilnærmet full egenkapitalfinansiering for å sikre fleksibilitet.

6.3 Budsjettering i steady state

Gjennomsnittlig årlig realvekst i BNP i Norge for perioden 1865 til 2002 har vært på 3 %.⁵⁸ Gjennomsnittlig prisvekst i Norge i perioden 1986 til 2003 har vært på 3,6 %, men Norges Bank styrer i dag etter en årlig prisvekst på 2,5 %. De siste årene har imidlertid den norske prisveksten vært betydelig lavere enn dette. Den globale langsiktige veksten anslåes gjerne til 5 %. En slik nominell vekst kan være basert på en fremtidig realvekst i BNP på 2,5 %, samt en global prisvekst på 2,5 %. Som nevnt i kapittel 6.2 anslås her at veksten i driftsinntektene i "steady state" blir lik den langsiktige økonomiske veksten på 5 %.

På lenger sikt burde det være mulig for Tomra å opprettholde driftsmarginer på 15 %. Etter hvert som stadige flere panteautomater blir installert rundt om i verden, vil serviceinntektene

⁵⁸ Norges Bank (2006)

utgjøre en økt del av omsetningen. Servicetjenester har høye bruttomarginer og vil være med på å sikre høye driftsmarginer for Tomra i tiden fremover. Som tidligere nevnt forventes her at omløpshastigheten til netto driftseiendeler blir på 1,7 i ”steady state”.

Det har tidligere blitt forutsatt at Tomra frem til steady state vil ha meget lav gjeldsgrad, og være tilnærmet fullt egenkapitalfinansiert. Når ”steady state” inntreffer, forventes det imidlertid at selskapets vil øke sin gjeldsdel i større grad, da behovet for fleksibilitet til å gjennomføre investeringer og oppkjøp vil være mindre. Det forutsettes derfor her at gjeldsdelen i ”steady state” vil være 20 %.

6.4 Presentasjon av fremtidsbudsjett

| Budsjettdriver | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont |
|--|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Driftsinntektsvekst (div_t) | 0,800 | 0,030 | -0,150 | 0,100 | 0,092 | 0,083 | 0,075 | 0,067 | 0,058 | 0,050 | 0,050 |
| Omløp til netto driftseiendeler (onde _t) | 1,500 | 2,400 | 2,200 | 2,000 | 1,950 | 1,900 | 1,850 | 1,800 | 1,750 | 1,700 | 1,700 |
| Netto driftsmargin (ndm _t) | 0,185 | 0,200 | 0,198 | 0,18 | 0,175 | 0,170 | 0,165 | 0,160 | 0,155 | 0,15 | 0,150 |

Tabell 19. Tabellen viser budsjett drivere som er benyttet ved utarbeidelse av fremtidsregnskap.

| Fremtidsresultat | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| > Driftsinntekter | 4 343,6 | 4 473,9 | 3 802,8 | 4 183,1 | 4 566,5 | 4 947,1 | 5 318,1 | 5 672,7 | 6 003,6 | 6 303,7 | 6 618,9 |
| > Netto driftsresultat | 803,6 | 894,8 | 754,2 | 753,0 | 799,1 | 841,0 | 877,5 | 907,6 | 930,6 | 945,6 | 992,8 |
| Fremtidsbalanse | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont |
| > Netto driftseiendeler (NDE) | 1 864,1 | 1 728,5 | 2 091,5 | 2 341,8 | 2 603,7 | 2 874,7 | 3 151,5 | 3 430,6 | 3 708,1 | 3 893,5 | 4 088,2 |
| Fremtidig fri kontantstrøm | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont |
| Netto driftsresultat | 803,6 | 894,8 | 754,2 | 753,0 | 799,1 | 841,0 | 877,5 | 907,6 | 930,6 | 945,6 | 992,8 |
| - Endring i netto driftseiendeler | 180,9 | -135,6 | 363,0 | 250,3 | 261,9 | 270,9 | 276,8 | 279,1 | 277,5 | 185,4 | 194,7 |
| = Fri kontantstrøm fra drift | 622,6 | 1 030,3 | 391,2 | 502,7 | 537,2 | 570,1 | 600,7 | 628,5 | 653,1 | 760,2 | 798,2 |

Tabell 20. Tabellen viser fremtidsbudsjetter for perioden 2006 til 2015, samt horisonten (tall i mill. kr).

6.5 Avkastningskrav frem til steady state

Ettersom det er kontantstrømmen til Tomras drift som blir predikerer, må avkastningskravet vektet basert på selskapets egenkapital, og gjeldsdel og deres respektive avkastningskrav. En slik vektning kalles *Weighted average cost of capital* (WACC), og er det kravet Tomras kontantstrøm skal diskonteres med. Legger man til grunn Miller & Modigliani sin første

proposisjon,⁵⁹ vil verdien av selskaper være uavhengig av hvordan det er finansiert. Dermed vil kravet til netto driftskapital ikke bli berørt av finansieringen.

$$\boxed{WACC = \frac{D}{D+E} \cdot k_d + \frac{E}{D+E} \cdot k_e}^{60}$$

Formel 14. formelen viser hvordan *Weighted average cost of capital* beregnes.

For å kunne gjennomføre en verdsettelse av egenkapitalen ved egenkapital- eller totalkapitalmetoden er man avhengig av å beregne avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden. Skulle man som i kapittel 5 eksplisitt sett på kontantstrøm til minoritet ville man også utarbeidet spesifikke krav til minoritet, men det er som tidligere nevnt ikke aktuelt i dette kapitlet.

Ved beregning av avkastningskravene benyttes i stor grad samme teorier og formler som ble presentert i kapittel 5. Etersom fremtidig kontantstrøm er usikre estimat, velges her å beregne et avkastningskrav som benyttes for alle de fremtidige kontantstrømmer. Det forutsettes videre at Miller & Modiglianis teorem gjelder, og at vekting av gjeld og egenkapital baseres på virkelige verdier. Aksjeverdien representerer virkelig verdi for egenkapitalen, mens gjeld er ført til virkelig verdi i årsregnskapet.

Utbytte- og gevinstskatt

I enkelte land opererer man med skatt på utbytte, som også må taes hensyn til ved beregning av avkastningskravet. I Norge ble det nettopp innført skatt på utbytte, men denne skatten inntreffer kun når utbytte til aksjonærene er høyere enn skjermingsfradraget.⁶¹ Det er imidlertid mulig å skattefritt holde utbytte innenfor aksjeselskaper og dermed unngå utbytteskatten. Det antas her at de aller fleste aksjonærene vil tilpasse seg slik at det i praksis betales lite utbytteskatt. Når man samtidig vet at en fremtidig regjering kan velge å fjerne skatten, legges det her til grunn en faktisk utbytteskatt på 0 %. I tillegg betaler man i Norge 28 % gevinst skatt, denne skatten får man imidlertid kompensert for, ettersom bedriften allerede har skattet av sitt overskudd, slik at man unngår dobbeltbeskatning.

Egenkapitalkravet

⁵⁹ Koller, T. (2005): *Valuation*

⁶⁰ WACC=vektet avkastningskrav, D=gjeld, E=egenkapital, k_d =avkastningskrav til gjeld, k_e =avkastningskrav til EK

⁶¹ Skatteetaten, www.skatteetaten.no

For beregning av egenkapitalkravet benyttes som før kapitalverdimodellen (CAPM). Det er viktig å huske at denne modellen forutsetter perfekte kapitalmarkeder og at investorene er veldiversifiserte.

Ved beregning av historiske egenkapitalkrav (i kapittel 5) ble den risikofrie rente beregnet ut fra 3 måneders NIBOR rente. For beregning av fremtidige avkastningskrav, vil det her imidlertid bli tatt utgangspunkt i risikofri rente basert på statsobligasjoner med lang tid til forfall. Det ideelle vil være å benytte en tidshorisont som tilsvarer lengden på det vurderte prosjektet. Ved analyse av en bedrift forutsetter man en tilnærmet uendelig tidshorisont, og derfor bør man velge stasobligasjoner med minst 10 års løpetid, gjerne mer hvis tilgjengelig. I 2005 var norsk 10 års stasobligasjonsrente på 3,74 %.⁶² Historisk sett kan dette virke noe lavt, da man for få år siden lå betydelig høyere. Ettersom statsobligasjonsrenten virker noe lav, velges her å benytte et alternativt utgangspunkt hvor det anslås en normalisert fremtidig realrente, med et påslag for forventet inflasjon. Ved en slik fremgangsmåte kan man for eksempel benytte en inflasjon på 2,5 %, som er Norge Banks uttalte mål, samt en realrente på 2,5 %, dvs. til sammen en 5 % nominell risikofri rente før skatt, og 3,6 % etter skatt ($5\% \cdot 0,72$). Det kan også stilles spørsmål ved om livselskapers appetitt for langsiktige kontrakter fører til en feilprising av disse i markedene.

Markedets risikopremie

Risikopremien kan enten være basert på historiske data, der man antar at fremtiden vil være lik fortiden, eller den kan være et fremoverskuende estimat, hvor man forsøker å forutsi fremtiden. Gjennomsnittlig risikopremie i årene 1997-2003 for bedrifter på Oslo Børs har vært 4,7 % justert etter skatt.⁶³ Johnsen har estimert risikopremien fra 1920-2003 før skatt til å være 4,6 %.⁶² Boye (2002) refererer til en undersøkelse som er foretatt av Dimson, March og Staunton, der de har kartlagt avkastningen fra verdipapirinvesteringer i 16 viktige økonomier i det 20. århundre (1900 tom 2000, dvs. 101 år). Her anslås risikopremien til markedet til å være i størrelsesorden 4-5 % før skatt. Videre gis det uttrykk for at denne risikopremien vil være noe høyere for Norge, og man estimerer risikopremien her til å være på rundt 5-6 % når man tar hensyn til norske skatteregler. En risikopremie på 4,5 % før skatt

⁶² Norges Bank

⁶³ Knivsflå, (2006): *Forelesningsnotater BUS 425*

vil bli lagt til grunn for de videre beregningene i denne oppgaven. Legger man til grunn en risikofri rente før skatt på 5 % så vil risikopremien etter skatt bli 5,9 % ($4,5 \% + 5 \% * 0,28$).

Betaverdi

Tomra har historisk sett vært et selskap med sterk vekst, men de siste årene har veksten flatet ut, og til tider vært negativ. Stadig nye land som innfører pantelovgivning, samt inntreden på markeder uten pant, har medført at Tomra igjen går inn i en ny vekstfase. Som tidligere nevnt hadde Tomra en beta på 1,20 (ujustert) basert på tall fra de siste 6 årene (72 perioder). Denne betaen kan virke meget høy, spesielt når man vet at Tomra har en svært høy egenkapitalandel samt en stor kontantbeholdning. Ved å se på andre tidsperioder får man ganske ulike betaverdier. Ved bare å endre beregningsperioden fra 6 til 5 år reduseres betaen til 1,18 (ujustert) mens en beta basert på de siste 12 mnd, blir 0,88 (ujustert). I perioder har betaen vært nede i 0,3. Gitt Tomras høye kontantbeholdning og den lave risikoen knyttet til kontanter, vil det for fremtidskravet bli benyttet en justert beta på 0,92. (0,88 ujustert). En såpass lav beta kan også virke rimelig, da hovedindeksen på Oslo Børs, er sterkt korrelert med oljesektoren, i motsetning til Tomras, som antagelig vil svinge mindre enn det indeksene alene skulle tilsi. Som tidligere diskutert kunne bruk av en global indeks ved beregning av betaverdi, vært et godt alternativ til fremgangsmåten brukt her. Dersom det hadde vært mulig å identifisere relevante selskaper eller bransjetall, kunne beta konvergere mot et slikt bransjegjennomsnitt, men i mangel av dette benyttes en vekting mot 1, som i kapittel 5.

$$ekk = r_f + \beta * [r_m - r_f] = 0,036 + 0,92 * 0,059 = 0,0903^{64}$$

Formel 15. Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen etter skatt.

Avkastningskravet til egenkapitalen blir dermed 9,0 %. Kravet kan virke lavt, og skyldes i hovedsak den lave betaen som benyttes. Dette avkastningskravet er basert på den gjeldende kapitalstrukturen, og en økning i gjeldsgraden vil medføre økt risiko, og dermed økt egenkapitalkrav. Ettersom Tomra i praksis ikke har noen netto finansiell gjeld, vil det vektete avkastningskravet (WACC), være lik Tomras egenkapitalkrav. Dette følger også av M & M som sier at avkastningskravet vil være uavhengig av finansieringen.

⁶⁴ For symbolforklaring se [fotnote 41](#)

6.6 Krav til avkastning i steady state

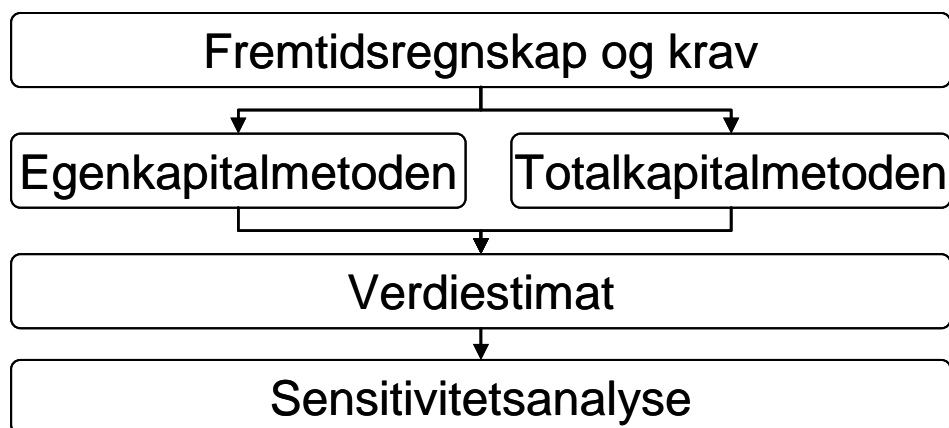
I steady state vil det bli benytte samme avkastningskrav til drift som ble benyttet i perioden frem til steady state. Tomras kapitalstruktur er imidlertid litt uvanlig, ettersom selskapet i praksis ikke har noen gjeld. I steady state blir det derfor forutsatt at Tomra i praksis er fullstendig egenkapitalfinansiert, slik at WACC blir lik egenkapitalkravet. Som tidligere nevnt forventes det at Tomra i steady state vil velge å endre kapitalstrukturen mot mer gjeld. Det blir derfor ved utarbeidelse av avkastningskravet i steady state forutsatt en beskjeden gjeldsøkning slik at Tomra får 20 % gjeldsandel. Det er imidlertid forutsatt at M&Ms teorem om at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstrukturen stemmer, og dermed endres ikke WACC.

7. Fundamental verdsettelse

Hensikten med denne delen av oppgaven er å finne frem til et verdiestimat for selskapet ved å benytte fundamental verdsettelse. Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i den strategiske analysen i kapittel 4, og utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav i kapittel 6.

7.1 Valg av fundamental verdsettelsesmodell

En fundamental analyse kan enten utføres etter egenkapitalmetoden eller etter totalkapitalmetoden. For de fleste formål vil totalkapitalmetoder være bedre egnet enn egenkapitalmetoder, da førstnevnte verdsettelsesmetode vil være uberørt av endringer i kapitalstrukturen. I tillegg vil man ved bruk av totalkapitalmodeller, diskontere fremtidige kontantstrømmer med driftskravet, som også er uavhengig av selskapets finansieringsstruktur. Ved konsistent bruk vil egenkapitalmetoder og totalkapitalmetoder gir samsvarende resultat. I denne oppgaven vil verdsettelsen hovedsakelig bli baseres på totalkapitalmetoden, men teori og formler, samt noen beregninger vil også bli kort presentert for egenkapitalmetoden.



Figur 19. Figuren viser rammeverket for fundamental verdsetting.⁶⁵

⁶⁵ Penman (2004)

7.1.1 Egenkapitalmetoden

Under egenkapitalmetoden er det fire ulike modeller for verdsettelse. Disse er utbyttmodellen, kontantstrømsmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Felles for dem alle er at de tar utgangspunkt i direkte fastsettelse av egenkapitalen. Ved konsistent bruk vil de fire modellene resultere i samme verdiestimat.

Fri kontantstrøm til egenkapital modellen

I fremtidsregnskapet har man forutsatt at det ikke forekommer unormale poster, i tillegg vil *fri kontantstrøm til egenkapitalen* i fremtidsregnskapet være lik netto betalt utbytte. Dermed blir utbyttmodellen og kontantstrømmmodellen i praksis identiske. Ved disse modellene har man som utgangspunkt at verdien av egenkapitalen i dag er lik nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ek_k - ek_v)} \quad 66$$

Formel 16. Formelen viser beregning av verdien av egenkapitalen ved bruk fri kontantstrømmmodellen til egenkapital modellen.

Superprofittmodellen

En annen egenkapitalmodell er superprofittmodellen, som tar utgangspunkt i den balanseførte egenkapitalen i det omgrupperte finansregnskapet, og legger nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Superprofitt er differansen mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet.

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

Formel 17. Formelen viser beregning av verdien av egenkapitalen ved bruk superprofittmodellen.

Som man ser gir de ulike egenkapitalmodellene samme svar, dvs. begge kommer frem til en verdi på egenkapitalen på kr 71,88 per aksje.

⁶⁶ VEK=virkelig verdi av egenkapitalen, FKE=fri kontantstrøm til egenkapitalen, ekk=egenkapitalkravet, ekv=egenkapitalveksten, ekr=egenkapitalrentabilitet

7.1.2 Totalkapitalmetoden

I totalkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte, basert på total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Først finner man verdien av hele virksomheten. Deretter trekker man fra verdien av gjeld og eventuell minoritetsinteresser for å finne verdien av egenkapitalen.

Under både nettodriftskapitalmetoden og sysselsatt kapital metoden har man tre ulike modeller for verdsettelse. Disse tre modellene er fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Det vil i de videre beregningene bli benyttet en nettodriftskapital metode, basert på fri kontantstrøm til drift (FKD).

Netto driftskapital metoden

Ved verdsettelse av egenkapital gjennom netto driftskapital benyttes følgende formel:

$$\boxed{VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - MIK_0}^{67}$$

Her blir verdien av egenkapitalen beregnet ved å først finne verdien av netto driftskapital, og deretter trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene.

For å finne verdien av netto driftskapital brukes fri kontantstrøm fra drift metoden. Kontantstrøm frem til steady state blir diskontert med driftskravet (WACC), i tillegg beregnes verdien av drift på horisonten, som også diskonteres.

$$\boxed{VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)}}^{68}$$

Formel 18. Formelen viser verdien av netto driftskapital ved bruk av fri kontantstrøm fra drift modellen.

Virkelig verdi av netto finansiell gjeld er hentet fra Tomras årsrapport, og beløper seg til 557,9 millioner kroner. Det forutsettes at balanseført finansiell gjeld og eiendeler i

⁶⁷ VEK=virkelig verdi egenkapital, VNDK=virkelig verdi av netto driftskapital, VNFG=virkelig verdi finansiell gjeld, VMI=virkelig verdi av minoritetsinteressene

regnskapet reflekterer de virkelige verdiene. Virkelig verdi av minoritetsinteressene beregnet ved å bruke en pris/bok (P/B)multiplikator. Multiplikatoren ble beregnet med utgangspunkt i egenkapitalens P/B forhold, og det forutsattes videre at minoriteten hadde samme P/B forhold. Strengt tatt vil minoriteten ha et litt høyere avkastningskrav enn resten av egenkapitalen som følge av likviditetstillegget. Samtidig har minoritetsinteressene historisk sett fått en litt bedre avkastning enn egenkapitalen, så ved følgende beregninger forutsettes at disse to effektene nøytraliserer hverandre. Nåverdien av fremtidig drift, er beregnet ut i fra den fri kontantstrømmen som driften generer de neste 10 årene frem til 2015, og diskontert med det vektete avkastningskravet. Fra 2015 forutsettes her en konstant utvikling, og videre beregnet en horisontverdi. Summen av horisontverdien og kontantstrømmene de neste ti årene utgjør nåverdien fra tomras drift. Denne verdien blir så fordelt på tomras minoriteter, långivere og aksjonærer. Til slutt sitter man igjen med en verdi på Tomras egenkapital som dividert med antall utestående aksjer gir verdi per aksje. Som man ser av regnearket er Tomras verdi per aksje estimert til kroner 73.

⁶⁸ VNDK=virkelig verdi av netto driftskapital, FKD=fri kontantstrøm fra drift, ndk=krav til netto driftskapital, ndv=veksten til netto driftskapital

7.1.3 Verdiestimat

Verdsetting ved bruk av egenkapitalmetoden, fri kontantstrøm-modellen.

| Tomra (tall i mill. kr) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont (T) |
|---|----------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------------|
| Fri kontantstrøm til EK | | 778,7 | 1 060,3 | 339,3 | 483,4 | 568,4 | 616,3 | 663,0 | 707,4 | 748,8 | 867,4 | 777,7 |
| / Diskonteringsfaktor | | 1,090 | 1,189 | 1,296 | 1,413 | 1,541 | 1,680 | 1,831 | 1,997 | 2,177 | 2,373 | |
| = NV over budsjettperioden 2006-2015 | 4 371,8 | 714,3 | 892,0 | 261,8 | 342,1 | 368,9 | 366,9 | 362,0 | 354,3 | 344,0 | 365,5 | |
| + Horisontverdien (sum av uendelig rekke) | 8 135,0 | | | | | | | | | | 8 135,0 | |
| = Verdi av EK (NV av alle år etter 2005) | 12 506,7 | | | | | | | | | | | |
| Utstedte aksjer | 178,5 | | | | | | | | | | | |
| - Egne aksjer | 4,5 | | | | | | | | | | | |
| = Utestående aksjer | 174,0 | | | | | | | | | | | |
| => Verdiestimat per 31.12.2005 (i kr) | 71,88 | | | | | | | | | | | |

Tabell 21. Tabellen viser verdsettelse basert på fri kontantstrøm til egenkapital modellen (FKE) og beregnet verdi per aksje pr. 31.12.2005.

Verdsetting ved bruk av egenkapitalmetoden, superprofittmodellen.

| Tomra (tall i mill. kr) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont (T) |
|---|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------------|
| Super profitt til egenkapitalen | | 608,2 | 683,0 | 555,7 | 526,9 | 537,0 | 557,8 | 573,8 | 584,6 | 589,7 | 589,5 | 631,0 |
| / Diskonteringsfaktor | | 1,090 | 1,189 | 1,296 | 1,413 | 1,541 | 1,680 | 1,831 | 1,997 | 2,177 | 2,373 | |
| = NV over budsjettperioden 2006-2015 | 3 740,2 | 557,9 | 574,6 | 428,8 | 372,9 | 348,6 | 332,1 | 313,3 | 292,8 | 270,9 | 248,4 | |
| + Horisontverdien (sum av uendelig rekke) | 6 600,6 | | | | | | | | | | 6 600,6 | |
| + EK ₀ | 2 165,9 | | | | | | | | | | | |
| = Verdi av EK (NV av alle år etter 2005) | 12 506,7 | | | | | | | | | | | |
| Utstedte aksjer | 179 | | | | | | | | | | | |
| - Egne aksjer | 4 | | | | | | | | | | | |
| = Utestående aksjer | 174 | | | | | | | | | | | |
| => Verdiestimat per 31.12.2005 (i kr) | 71,88 | | | | | | | | | | | |

Tabell 22. Tabellen viser verdsettelse basert på superprofitt til egenkapital modellen (SPE) og beregnet verdi per aksje pr. 31.12.2005.

Verdsetting ved bruk av totalkapitalmetoden, netto driftskapitalmetode.

| Tomra (tall i mill. kr) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | Horisont (T) |
|---|----------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------------|
| Fri kontantstrøm fra drift | | 622,6 | 1 030,3 | 391,2 | 502,7 | 537,2 | 570,1 | 600,7 | 628,5 | 653,1 | 760,2 | 798,2 |
| / Diskonteringsfaktor | | 1,090 | 1,189 | 1,296 | 1,413 | 1,541 | 1,680 | 1,831 | 1,997 | 2,177 | 2,373 | |
| = NV over budsjettperioden 2006-2015 | 4 046,6 | 571,1 | 866,8 | 301,9 | 355,7 | 348,7 | 339,4 | 328,0 | 314,8 | 300,0 | 320,3 | |
| + Horisontverdien (sum av uendelig rekke) | 8 348,8 | | | | | | | | | | 8 348,8 | |
| = Verdien av netto driftskapital (VNDK) | 12 395,4 | | | | | | | | | | | |
| - Netto finansiell gjeld (VNFG) | -557,9 | | | | | | | | | | | |
| - Minoritetsinteresser (VMI) | 291,8 | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av egenkapitalen (VEK) | 12 661,5 | | | | | | | | | | | |
| Utstedte aksjer | 178,5 | | | | | | | | | | | |
| - Egne aksjer | 4,5 | | | | | | | | | | | |
| = Utestående aksjer | 174,0 | | | | | | | | | | | |
| => Verdiestimat per 31.12.2005 (i kr) | 72,8 | | | | | | | | | | | |

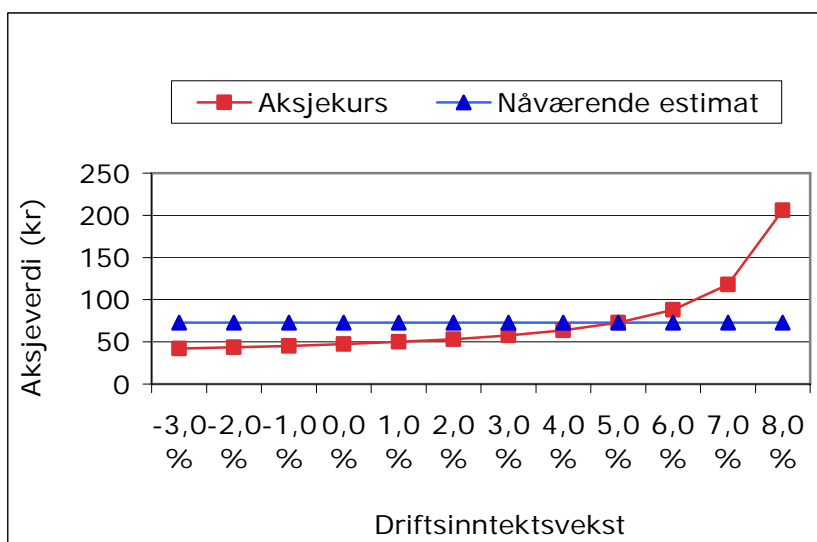
Tabell 23. Tabellen viser verdsettelse basert på fri kontantstrøm til drift modellen og beregnet verdi per aksje pr. 31.12.2005.

For beregning av horisontverdien er Gordons vekstformel benyttet. Verdien av egenkapitalen er dividert med antall utestående aksjer. Verdiestimatet basert på netto driftskapital metoden blir 72,75 kr per aksje, mens de to egenkapitalmetodene gir estimater på kr 71,88 per aksje.

7.1.4 Sensitivitetsanalyse

Det vil alltid være knyttet en viss usikkerhet til et verdiestimat. I denne delen blir det fortatt en sensitivitetsanalyse for å se hvordan endringer i kritiske budsjett drivere påvirker det verdiestimatet som er beregnet tidligere. Nåværende estimat viser aksjekursen på kr 72,75, og er kun inkludert som sammenlikningsgrunnlag. Kursestimatet vil selvsagt endre seg hvis budsjett driverne endres.

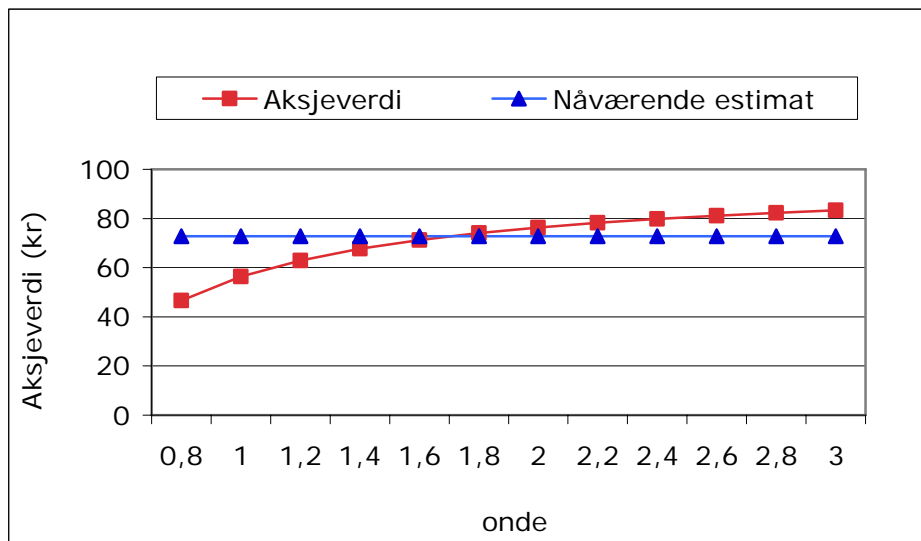
Driftsinntektsvekst



Figur 20. Figuren viser hvordan endring i driftsinntektsveksten i steady state påvirker estimert aksjekurs.

Effekten av endring i driftsinntektsveksten er betydelig. En økning i anslaget fra 5 % til 6 % vil øke estimert aksjekurs fra kr 73 til kr 87 per aksje. Det bør også merkes at hvis forutsatt langsiktig økonomisk vekst endres, vil det slå ut i disse anslagene.

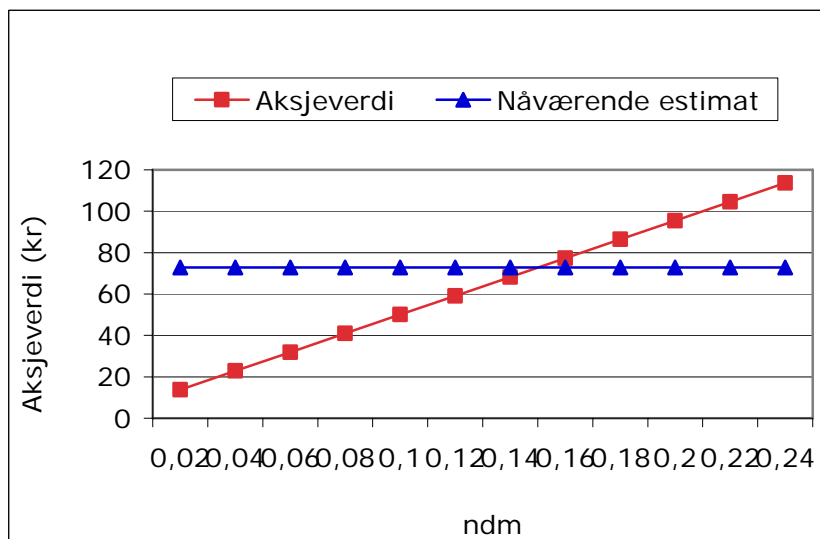
Omløpshastighet til netto driftseiendeler



Figur 21. Figuren viser hvordan endring i omløpshastigheten til netto driftseiendeler i steady state påvirker estimert aksjekurs.

Omløpshastigheten vil påvirke estimert aksjekurs, ved at økt onde, medfører økning i estimert aksjekurs. Dette er naturlig da hver investert krone blir bedre benyttet. Dersom Tomra klarer å øke onde fra 1,7 til 2,4, vil aksjekursen øke fra kr 73 til kr 79. En relativt drastisk økning i onde vil således kun gi moderate utslag i kursen.

Netto driftsmargin



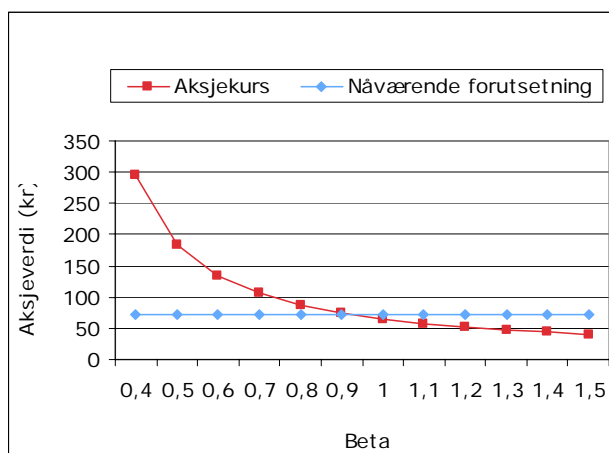
Figur 22. Figuren viser hvordan endring i ndm påvirker estimert aksjekurs.

Økning i driftsmarginen påvirker aksjeverdien. Økes driftsmarginen fra 15 % til 20 %, vil aksjekursen øke fra kr 73 til kr 95. En slik økning er ikke urealistisk.

Beta verdi

Figur 23. Figuren viser hvordan endring i beta brukt i CAPM, i steady state endrer estimert aksjekurs.

Dersom en høyere beta var blitt lagt til grunn for beregningene i denne oppgaven, ville estimert aksjekurs endret seg betydelig. Dette er naturlig da beta



er en viktig del av avkastningskravet til egenkapitalen. Ved å benytte en beta på 1,2, som var den reelle betaen i perioden 2000 til 2005 ville estimert aksjekurs sunket til kr 52,50. Samtidig ser man at betaverdier ned mot 0,4 fører til mangedobling av aksjekursen.

Konklusjon

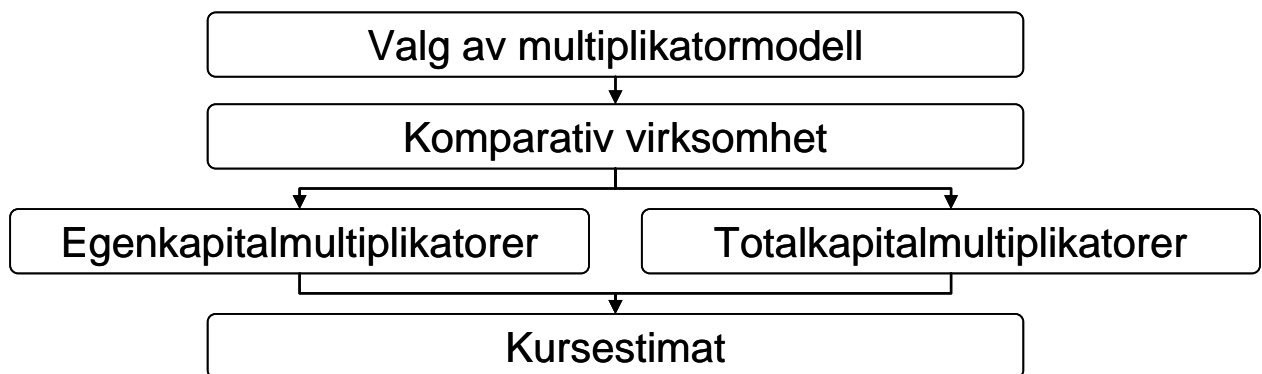
Av de tre analyserte budsjettdriverne og beta kan det se ut som om kursestimatet er mest sensitiv i forhold til endringer i beta verdien, samt netto driftsmargin.

7.2 Konklusjon

Basert på fundamental verdsettelse er det blitt estimert en verdi på Tomras egenkapital på 12,6 milliarder kroner, dvs. en kurs per aksje på kr 73 pr. 31.12.2005. Ulike verdsettelsesmetoder gir litt ulike estimater, men basert på den fundamentale verdsettelsen og sensitivitetsanalyser konkluderes det med en verdi per aksje på kr 73. Det må imidlertid presiseres at andre vekstutsikter kan påvirke Tomras aksjekurs, spesielt forutsetninger rundt beta og driftsmargin påvirker det endelige estimatet i stor grad. Blant finansanalytikere i Norge er det stor sprik i estimatene. Pr. 20.juni.2006 har First Securities høyest kursmål med 85 kr⁶⁹, mens Terra Securities er mest pessimistisk med 64 kr.⁷⁰ De aller fleste meglerhus har imidlertid en kjøpsanbefaling av Tomra aksjen. Så lenge Tomras aksjekurs er lavere enn 73 kr, anbefales kjøp av selskapets aksjer.

⁶⁹ www.aksjeforumet.no

8. Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer



Figur 24. Figuren viser rammeverk for verdsettelse ved bruk av multiplikatorer.

Damodaran (2002) ser på bruk av multiplikatorer som en del av komparativ verdsettelse. Under betegnelsen komparativ verdsettelse inkluderer han også indirekte metoder som substansverdimetoden og likvidasjonsmetoden. I dette kapitlet vil det imidlertid kun fokuseres på verdsettelse basert på bruk av multiplikatorer, og ingen beregninger etter den såkalte substansverdi metoden blir utført, ettersom mye av Tomras verdier ikke er materielle, eller enkelt kan omsettes i et velfungerende marked.

Bruk av multiplikatorer for å finne verdien til et selskap er populær blant analytikere og andre aktører, da metoden er enkel og kostnadseffektiv å gjennomføre, samtidig som resultatene ved riktig bruk kan være gode.

Ved bruk av multiplikatormetoden er det viktig at man er klar over hvilke grunnleggende forutsetninger som ligger til grunn for beregningene. Metoden er relativt lett å misbruke, og ukritisk bruk av multiplikator kan medføre betydelig feilprising. ”Dotkombølgen” på slutten av tusenårsskiftet er et eksempel på overdreven bruk av metoden, hvor stadig større multiplikatorer hos de sammenlignbare selskapene var med på å drive kursene oppover.

Utgangspunktet for multiplikatormodellen er at man finner en multiplikator som multipliseres med en skaleringsfaktor for å finne verdien av et verdsettelsesobjekt. Multiplikatoren beregnes fra et komparativt selskap eller bransjer som forutsettes å være riktig priset. Ønsker man for eksempel å benytte P/E fra et sammenlignbart selskap som

multiplikator, tar man det sammenlignbare selskapets ”pris per aksje^{Sml}” og dividerer med ”resultat per aksje^{Sml}”. I dette eksemplet vil skaleringsfaktoren da være ”resultat per aksje^{VO}” for det selskapet som skal verdsettes. Toppskriften *Sml* indikerer tall fra det sammenlignbare selskapet, mens *VO* er det selskapets som skal verdsettes (Verdsettelsesobjektet), og *V* er den nye verdien man kommer frem til.

$$V_{VO} = \left(\frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Resultat pr. aksje}} \right)^{Sml} \cdot \text{Resultat pr. aksje}^{VO} \quad 71$$

Formel 19. Formelen viser hvordan multiplikator og skaleringsfaktor benyttes til å verdsette et verdsettelsesobjekt.

8.1 Valg av multiplikator⁷²

Vanlige multiplikatorer kan gjerne deles inn i to grupper, egenkapitalmultiplikatorer og totalkapitalmultiplikatorer. Egenkapitalmultiplikatorer tar utgangspunkt i pris per aksje eller markedsverdien av egenkapitalen. Eksempler på slike multiplikatorer er Pris/Book (P/B) og Pris/Fortjeneste (P/E). Slike egenkapitalbaserte multiplikator brukes ofte, men man må være klar over at kapitalstrukturen til et selskap vil ha innvirkning på egenkapitalbaserte multiplikatorer. To identiske selskaper med ulik finansieringsstruktur bør ikke ha samme P/E verdi, da risikoen knyttet til gjelden og egenkapitalavkastningen vil være forskjellig. Man kan til en viss grad justere for ulik kapitalstruktur, men dette kompliserer modellen, og reduserer dens attraktivitet.

Den andre gruppen multiplikatorer er totalkapitalmultiplikatorer, hvor markedsverdien av driften står sentralt. En slik multiplikator kan være ”Enterprise Value”/”Driftsresultat” (EV/EBIT). Fordelen med multiplikatorer basert på totalkapital, er at man i stor grad eliminerer feilkilder knyttet til ulik finansieringsstruktur. En forutsetning for at EV-multiplikatorer skal gi korrekt prising er at det ikke foreligger store forskjeller i bruk av regnskapsprinsipper og estimer. I tillegg bør man justere for eventuelle forskjeller i skattesatser. I tillegg forutsettes det selvsagt at det sammenlignbare selskapet er korrekt priset, samt at EV og EBIT er justert for unormale poster.

⁷¹ Sml=sammenlignbart selskap, VO=verdsettelsesobjekt

⁷² Dyrnes, S. (2006?): ”Verdsettelse med bruk av multiplikatorer”

For at verdsettelse basert på multiplikatorer skal gi korrekt prising er det en forutsetning at det er konsistens i beregningen av skaleringsfaktoren og nevneren i multiplikatoren. Skaleringsfaktoren gjør det mulig å verdsette selskaper med ulik størrelse, basert på forutsetningene om at multiplikatoren som benyttes, for eksempel P/E, er like for begge selskapene. En variabel som EV kan beregnes på ulike måter, og uansett hvilken metode man benytter, er det viktig at multiplikatorene og verdiene er basert på konsistent bruk av variablene. Tall hentet fra resultatregnskapet bør være rensset for engangsposter og ikke videreført virksomhet.

Bruk av multiplikatormodeller kan være meget kostnadseffektivt hvis man ønsker å verdsette et selskap som ikke omsettes i et velfungerende marked, og man samtidig har data fra et sammenlignbart selskap som er korrekt priset. Dersom det er mulig å identifisere børsnoterte selskaper som er relativt identiske med det ønskede verdiobjektet, vil man ved børsintroduksjon, oppkjøp eller emisjoner kunne få et bra estimat for selskapets verdi, uten å måtte foreta mer tidkrevende analyser. Multiplikatormodeller kan også benyttes til å undersøke om børsnoterte selskaper er over eller underpriset i forhold til bransjen generelt. Man kan for eksempel undersøke om et selskap som Statoil er korrekt priset, basert på multiplikatorer fra andre oljeselskaper.

I de videre beregningene defineres her Enterprise Value (EV) som summen av markedsverdien til egenkapitalen inkludert minoritetsinteresser og netto rentebærende gjeld, dvs. slik sysselsatt kapital er definert i denne oppgaven. Videre forutsettes det at minoritetsinteresser og netto rentebærende gjeld er bokført til virkelige verdier i finansregnskapet, mens egenkapitalen beregnes basert på markedskursen som foreligger på det aktuelle tidspunkt.

8.1.1 Valg av komparativ virksomhet

Det er vanskelig å finne informasjon og regnskapstall for Tomras konkurrenter, og den informasjonen som finnes er mangelfull. Tomras konkurrenter er nyetablert, med negative resultater samt at de også er betydelig mindre enn Tomra. Wincor Nixdorf er en av Tomras konkurrenter som potensielt kunne benyttes. WN er imidlertid et stort konsern med mange forskjellig forretningsområder, hvor produksjon av panteautomater bare utgjør en liten del av konsernet. Derfor blir det feil å sammenligne Tomra med hele Wincor Nixdorf. En annen av

Tomras konkurrenter er Repant. Fordelen med dette selskapet er at det som Tomra er et rent panteselskap. Repant er imidlertid ikke børsnotert, og selv om selskapet er notert på *Oslo fondsmeglers unotert liste* er handlene relativt sjeldne og med begrenset volum, noe som tilsier at selskapet ikke nødvendigvis er riktig priset. Repant er nyetablert, med store underskudd, lave inntekter, samt en størrelse som er mye mindre enn Tomra. Multiplikator basert på dette selskapet vil derfor ikke gi noen fornuftig verdi for Tomra. I tillegg vil Repants negative årsresultat, medføre at en beregning basert på EV/EBIT eller P/E ikke gir noen mening. Andre selskaper på Oslo Børs og bransjer, har også blitt vurdert for å se om disse kunne brukes i sammenligning med Tomra, men det har vært vanskelig å finne et selskap eller bransje med tilnærmet lik risiko, kapitalstruktur og vekstutsikter.

Mangelen på relevante multiplikatorer fra andre selskaper gjør det vanskelig å foreta en direkte verdsettelse av Tomra. I det videre arbeidet vil det imidlertid bli beregnet diverse multiplikatorer basert på Tomras årsresultat og fremtidige anslag for Tomra. Det vil bli foretatt rimelighetsbetraktninger av disse multiplikatorer der det er naturlig.

8.1.2 P/E multiplikator

Tomras årsresultat i 2005 var 8,3 mill kr. Justerer man for avviklet virksomhet, ble resultatet på 78,8 millioner kroner, dvs. 0,45 kr per utestående aksje. Gitt en aksjekurs på kr 48,3 får selskapet en P/E på 106 ved utgangen av 2005. En så høy P/E er direkte misvisende. En av årsakene til den høye P/E verdien kan være at resultatet dette året var ekstraordinært dårlig, mens markedet ser for seg betydelig vekst i årene som kommer. Vekstselskaper har gjerne høy P/E, men i Tomras tilfelle er det ikke tvil om at den beregnede P/E er altfor høy. En verdsettelse basert på en slik høy P/E vil for Tomra sin del ikke gi noen riktig verdi.

I april 2006 la Tomra frem regnskapstall for 1. kvartal 2006, som viste fortjeneste per aksje på kr 0,47. En enkel forutsetning om tilsvarende resultat resten av året gir en samlet fortjeneste per aksje på kr 1,88. Med bakgrunn i aksjekursen 31.12.05 (kr 48,3), samt forventet fortjeneste i 2006, får man en P/E på 25,7. Denne P/E er betydelig lavere enn den tidligere beregnede P/E og vil nok i større grad være representativ for Tomras virksomhet i fremtiden. Det store spriket i P/E multiplikatorene viser hvor usikker verdsettelse ved bruk av P/E kan være. Beregninger av P/E bør være basert på fremoverskuende estimat for fortjeneste.

8.1.3 Pris/Bok multiplikator

Tomras bokførte egenkapital er 2166 millioner 31.12.2005. Dette gir en P/B på 3,88. Når man vet at gjennomsnittlig P/B for Oslo Børs i 2005 var 2,5⁷³, er det ikke direkte urimelig at Tomras P/B er 3,88. En slik høy P/B indikerer at bokførte verdier i finansregnskapet ikke gjenspeiler virkelige verdier. Mye av merverdien til Tomra kommer nok fra immaterielle eiendeler.

Konklusjon egenkapitalmultiplikatorer

Tomras P/B per 31.12.05 er 3,88, dette indikerer at selskapet har mye immaterielle verdier som ikke er gjenspeilet i de bokførte verdiene. Basert på forventet inntjening i 2006 får Tomra en P/E på 25,7. Dette er relativt høyt, men kan forsvares av at Tomra igjen prises som et vekstselskap.

8.1.4 EV/EBIT multiplikator.

Basert på aksjekurs 31.12.05 samt netto driftsresultatet i 2005 (EBIT) beregnes en EV/EBIT på 63,4. Tallet må sies å være meget høyt, og skyldes som tidligere nevnt at Tomra i 2005, hadde et unormalt dårlig resultat.

Benytter man 1. kvartal som utgangspunkt for resultatet dette året, får man en forventet EBIT på 494 mill i 2006. Forutsetter man samme EV som ved årsskiftet, får man en ny EV/EBIT på 16. Som ved egenkapitalmultiplikatorer er det forventningene til fremtidige resultater som gir høye multiplikatorer.

Videre er det viktig å presisere at ved bergning av P/E og andre multiplikatorer, tar man gjerne utgangspunkt i dagens kurs, for lettere å vurdere om et selskap er over- eller underpriset. Det velges her å benytte aksjekurs datert 31.12.05 og årsresultat for 2005, for å vise hvor store utslag man fikk ved beregning av multiplikatorene.

Som en kuriositet kan verdien av Tomra beregnes basert på multiple hentet fra Repant sitt årsresultat i 2005. Bruk av P/E og EV/EBIT, gir ingen mening ettersom Repant har negativt årsresultat. Beregning av P/B-multiplikator lar seg imidlertid gjennomføre.

Repants egenkapital var ca kr 50 millioner kroner den 31.12.05. Samtidig var aksjekursen 31.12.05 på 0,75 kr per aksje, noe som medførte en markedsverdi på egenkapitalen på 193 millioner, og en P/B på ca 3,8. Samtidig har man sett at Tomra samme dato hadde en P/B på 3,88. En rask kikk på dette tallet, samt forutsetning om at begge aksjene var riktig priset, kunne lett føre til den konklusjonen at i bransjen for panteautomater er en P/B på 3,8 en god multiplikator ved verdsettelse av andre selskaper i bransjen. I mangel på andre multiplikatorer som P/E og EV/EBIT, er det mulig at Repants aksjonærer har sett på Tomras P/B multiplikator, og basert på denne kommet frem til en verdi på Repant. Om det er dette som tilfellet eller om lik P/B er tilfeldig, skal det her ikke hevdes med sikkerhet, men man kan nok være skeptisk til en slik verdivurdering. Noen få dager før ble Repant aksjen handlet til kr 0,60, noe som ville gitt en P/B på 3,1. Kapitalstrukturen til Repant og Tomra er meget ulike, og mens Tomra leverer overskudd, sliter Repant med røde tall. Dersom en investor hadde sett seg blind på P/B multiplikatoren, ville det i praksis si at Repant kunne foreta en emisjon på 1 milliard, og over natten ville da verdien av Repant stige med 3,8 milliarder, noe de fleste vil si seg enig i er lite sannsynlig. Et lite selskap som Repant, forutsetter kraftig vekst fremover for å nå uttalte mål, og således kan man forvente høy P/E verdier og høy EV/EBIT. Disse multiplikatorene vil imidlertid være lite samsvarende med Tomras multiple, og eventuelle sammenfall vil nok i stor grad skyldes tilfeldigheter. I et lengre perspektiv vil Repants multiple i større grad kunne benyttes ved verdsettelse av Tomra enn i dag, selv om det er mer sannsynlig at blir Tomras multiple som benyttes til verdsettelse av Repant.

8.2 Konklusjon

Som følge av manglende komparative virksomheter har det ikke vært mulig å beregne en eksplisitt verdi for Tomra. Forutsettes det imidlertid relativ sterkt vekst i Tomras resultater de nærmeste årene, vil man ved uforandret aksjekurs oppleve stadig lavere P/E, P/B og EV/EBIT multiplikatorer. Med dagens kurs på kr 49,40 (20.06.05) og mine anslag for fortjeneste i 2006 blir P/E lik 25.

⁷³ Knivsfå, (2006): *Forelesningsnotater BUS 425*

Analytikere som følger Tomra forventer en P/E på 15,5 i 2006 og 14 i 2007⁷⁴ med bakgrunn i aksjekurs på kr 59,75 den 2.juni 2006. Et anslag basert på den lavere kursen 20.06.06 vil medføre en enda lavere P/E. At P/E estimatet beregnet i dette kapitlet er høyere enn Nordeas, skyldes at de har benyttet mer optimistiske anslag for fortjenesten i 2006, enn det som er lagt til grunn i denne oppgaven. For et selskap med Tomras vekstutsikter virker P/E verdier rundt 15 å være lave, og meglerhuset forventer derfor en kursstigning i tiden fremover. Blant 15 meglerhus som har avgitt analyser den seneste tiden, anbefaler stort sett alle kjøp av Tomra. Om dette skyldes ensidig fokus på P/E verdier, mer grundige analyser, eller det faktum at meglerhus som regel foretrekker kjøpsanbefalinger fremfor salgsanbefalinger, er usikkert. Likevel er det ikke til å komme utenom av få andre selskaper på Oslo Børs har så entydige anbefalinger fra en samlet meglerstand.

⁷⁴ Nordea – kilde Aksjeforumet.no

9. Opsjonsbasert verdsettelse

En omfattende opsjonsbasert verdsettelse ligger utenfor rammen av denne oppgaven. Denne verdsettelsesmetoden vil likevel her bli kort beskrevet, samt en forklaring på hvorfor en slik metode vil være et godt alternativ til en verdsettelse basert på fundamentalverdier. Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse, hvor man inkluderer verdien av virksomhetens fleksibilitet.

I en moden bedrift som Tomra, med relativt dårlig resultat de senere årene, kan man risikere at analytikere undervurderer verdien av egenkapitalen. Man baserer seg gjerne på fundamental verdsettelse, eller multiplikatormodeller, uten å ta innover seg de vekstmulighetene selskapet har fremover. For en analytiker kan det være mer fristende å ta utgangspunkt i historiske regnskapstall og mer eller mindre fornuftige vekstanslag, enn å forholde seg til avanserte opsjonsteorier og usikre kontantstrømmer.

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel etter/innen et gitt tidspunkt til en pris som er avtalt på forhånd. Det finnes to typer underliggende eiendeler, finansielle og driftsrelaterte. I tillegg skiller man mellom europeiske og amerikanske opsjoner. Amerikanske opsjoner er mer fleksible da de kan innløses før forfallstidspunktet, og dermed har de litt høyere verdi enn europeiske opsjoner som kun kan innløses på eller etter forfallstidspunktet.

En *finansiell opsjon* er knyttet til aksjer, indekser, valuta eller andre verdipapir, mens en *realopsjon* er knyttet til realøkonomiske eiendeler. Nåverdien av særlig fleksibilitet kan derfor i mange tilfeller sees på som en realopsjon. I dag finnes det en rekke markeder hvor finansielle opsjoner omsettes. Kombinasjoner av ulike opsjoner gjør det i teorien mulig å gjenskape en mengde ulike risikoprofiler og kontantstrømmer. Ved verdsettelse av en realopsjon vil man være på utkikk etter finansielle opsjoner med tilsvarende kontantstrømprofil. Like kontantstrømprofiler har samme verdi, og dermed kan man benytte markedsprisen på den finansielle opsjonen til å verdsette realopsjonen.

Ulempen med en opsjonsbasert verdsettelse er at en god analyse ofte vil være tidkrevende og komplisert å gjennomføre. Det kan være vanskelig å identifisere finansielle opsjoner som har den kontantstrøm og risikoprofilen som man ønsker. I tillegg kan resultatene av de ulike utfallene også være usikre, noe som gjør beregningene enda mer kompliserte.

9.1 Tomras realopsjoner

Tomras fremtidsmuligheter kan gjerne beskrives som ulike realopsjoner. En realopsjon kan være en eventuell innføring av pant på drikkebeholdere i resten av EU, som følge av Tysklands innføring av pant på engangsdrikkebeholdere. EUs emballasjedirektiv forutsetter at minst 55 % av all emballasje skal resirkuleres innen 2008,⁷⁵ og det er ikke usannsynlig at flere av de andre landene følger Tysklands eksempel for å tilfredsstille dette direktivet. Land som Storbritannia, Frankrike, Spania og Italia og på sikt resten av EU vil kunne bli nye markeder innenfor pantemarkedet. I USA ser man en tilsvarende trend, hvor stater med pant vurderer å utvide ordningen, mens stater uten pant vurderer å innføre pant.

En annen av Tomras realopsjoner kan være satsingen i markeder uten pantelovgivning. Utvikling av Tomra Recykling Center og deres oppkjøp av selskapene TiTech og Orwak gjør Tomra i stand til å utvikle løsninger for dette markedet. Tomras pilotprosjekter i England og Japan ble begge avsluttet med suksess, og kommersiell utrulling av sentre vil starte i 2006 og 2007. Introduksjon i ikke-pantemarkedet gir Tomra tilgang på de resterende 85 % av drikkevareemballasjemarkedet. Potensialet er enormt, ikke minst i Asia, hvor økt levestandard og høy befolkningsvekst vil medføre stort behov for resirkulering. Fremtidige kontantstrømmer og markedsandeler er meget usikre, så en god beregning av verdien på en slik realopsjon vil være komplisert.

Analytikere som følger Tomra ser betydelige vekstutsikter, men sliter med å verdsette disse mulighetene. Et godt eksempel her er First Securities, som verdsatte oppsiden i England og Japan til 20 kr per aksje, og basert på 50 % sannsynlighet for suksess la til kr 10 på sitt kursestimat.⁷⁶ Ytterligere muligheter i andre markeder valgte man imidlertid å ikke inkludere i estimatene.

⁷⁵ EU waste legislation

⁷⁶ First Securities (2006)

En tilnærming hvor man benytter fundamental analyse til å verdsette nåværende operasjoner, og delvis bruk av opsjonsbasert prising på ekstraordinære muligheter, kan gi en mer riktig verdivurdering enn analyser som kun tar utgangspunkt i fundamental verdsetting og strategisk analyse. Selv om man inkluderer vekstmuligheter i anslagene som danner grunnlag for fundamental verdsetting, vil man ikke prise en slik mulighet på samme måte som for eksempel Black-Scholes opsjonsprisinde modell tilsier.

10. Konklusjon

Tomra er i dag en dominerende aktør innenfor utvikling, produksjon og salg av panteautomater. Utvidelse av pantelovgivning i Tyskland har åpnet opp et nytt stort marked, og Tomras fremtidige posisjon vil i stor grad avhenge av hvordan selskapet tilpasser seg de nye konkurransesituasjonen fremover. Tomra avsluttet våren 2006 pilotprosjekter i Japan og England med meget positiv resultat. Disse prosjektene vurderte muligheten for utrulling av panteautomater på kommersiell basis, i land uten pantelovgivning.

Regnskapsanalyse av perioden 2000 til 2005 viste at Tomras vekst har stagnert, samtidig som lønnsomheten har sunket. Selskapet har imidlertid en svært god soliditet og likviditet, og virker godt rustet til fremtidig vekst, samtidig som man har god kostnadskontroll.

Fundamental verdsettelse av Tomras egenkapital basert på tall fra utarbeidet fremtidsbudsjett, kommer frem til en verdi på kr 73 per aksje. Alternative verdsettelsesmetoder basert på bruk av multiplikatorer og opsjonsprising kan også tolkes som at selskapets aksjer er lavt priset. Blant finansanalytikere i Norge er det stor sprik i estimatene, men de fleste mener aksjen er undervurdert. Hvis man legger til grunn dagens aksjekurs (20 juni 2006) på kr 49,40 kan det virke som om Tomras aksjer er underpriset. I denne oppgaven anbefales kjøp av Tomra aksjen, med kursmål 73 kr.

Nøkkelfaktorer de nærmeste årene vil være en vellykket utrulling av panteautomater i Tyskland, samt fortsatt høy markedsandel. I tillegg vil flere nye prosjekter i markeder uten pant, da særlig i Europeiske land kunne føre til kurstigning på Tomras automater. Som tidligere vist i regnskapsanalysen har Tomra de siste årene slitt med lønnsomheten og veksten, og selskapet har skuffet markedet gang på gang. Resultatene for 1. kvartal 2006 var imidlertid betydelig bedre enn ventet, og skulle en slik trend fortsette, er det ikke umulig at selskapet igjen blir sett på som det vekstselskapet det var på 1990-tallet.

Konklusjonen blir derfor at Tomras egenkapital er underpriset, og kjøp av aksjen anbefales med kursmål 73 kroner. Ny informasjon i løpet av første halvdel av 2006 har bekreftet de optimistiske analysene.

Litteraturliste

Bøker

- Boye, Knut (1998): *Verdsettelse*. Cappelen akademisk forlag, Oslo.
- Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers (2003): *Principles of Corporate Finance*. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.
- Damodaran, A (2002): *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*, 2nd ed Wiley, New York.
- Hill, Charles W. L et al. (2004): *Strategic Management, an integrated approach*, 6thed, Houghton Mifflin Comapany, Boston.
- Kinserdal, A., (2000), *Finansregnskap med analyse: Del 1*, 12. Utgave, Cappelen akademiske forlag, Oslo.
- Kinserdal, A., (2001), *Finansregnskap med analyse: Del 2*, 12. Utgave, Cappelen akademiske forlag, Oslo.
- Koller, Tim et al. (2005): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 4th ed, Wiley, New York.
- Penman, S. H., (2004), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 2nd edition, McGraw-Hill, Boston.
- Porter. M. E., (1980), *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*, Free Press, New York .

Rapporter

- Envipco (2004): Annual report 2003
- Repant (2006): Årsrapporter 2001 - 2005
- Tomra (2006): Årsrapporter 1999 - 2005
- Tomra Q1 (2006): Presentation 1st quarter 2006
- Wincor Nixdorf AG (2005), Annual Report for Fiscal Year 2004/2005

Websider:

- Aksjeforumet, www.aksjeforumet.com
- Bevesys (2006), www.bevesys.fi
- Børsprosjektet (2006), <http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/>
- Can & Bottle Inc. (2006), www.canandbottle.com
- Ernst & Young, www.ey.com

-
- EU Waste Legislation (2006), <http://ec.europa.eu/environment/waste/legislation/index.htm>
 - Hognar Online, www.hegnar.no
 - Logistikk og ledelse (2001), www.logistikk-ledelse.no, "Referat fra medlemsmøte hos Tomra 16.12.2001"
 - Modys, www.moody.com
 - Netfonds (2006), www.netfonds.no
 - Norges Bank (2006), www.norgesbank.no
 - Oslo Børs (2006), www.oslobors.no
 - Skatteetaten, www.skatteetaten.no
 - Standard & Poors, www.standardandpoors.com
 - Tomra, 2006, www.tomra.com
 - Tomra Collaboration 2005/About Tomra/Technology/R&D, http://www.tomra.com/default.asp?V_DOC_ID=269&V_LANG_ID=0
 - Trautwein (2006), www.trautwein.com

Andre

- Bengtsson, J (2005); Forelesningsnotater BUS 422 – Capital Budgeting, NHH, Bergen
- Blume, M. (1975): "Betas and Their Regression Tendencies," *Journal of Finance*, 30:1-10
- Boye, K. et.al. (2002): *Praktisk økonomi & finans* 1/2002 "Avkastninger av finansinvesteringer i det 20. århundre.
- Dyrnes, S. (2006?): "Verdsettelse med bruk av multiplikatorer"
- Knivsflå, K. H. (2004): Forelesningsnotater BUS 424 – Strategisk regnskapsanalyse, NHH, Bergen
- Knivsflå, K. H. (2006): Forelesningsnotater BUS 425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse, NHH, Bergen
- Skarholt, A. (2006) President & CEO, EnskildaNordic Seminar Copenhagen, 12.01 2006
- Stensaker, I., (2004): Forelesningsnotater STR 210 – Foretaksstrategi og etikk, NHH, Bergen

Vedlegg 1

Estimering av beta

Ujusterte tall

| Dato | Aksjekurs | In vekst | OSEBX | In vekst |
|------------|-----------|----------|--------|----------|
| 30.12.1999 | 68 | 0 | 189,76 | 0 |
| 30.01.2000 | 53,25 | -0,24451 | 184,48 | -0,02822 |
| 28.02.2000 | 79,5 | 0,400759 | 189,38 | 0,026215 |
| 30.03.2000 | 84,5 | 0,060995 | 188,32 | -0,00561 |
| 29.04.2000 | 92,5 | 0,090457 | 182,05 | -0,03386 |
| 30.05.2000 | 94,25 | 0,018742 | 190,63 | 0,046053 |
| 29.06.2000 | 113,75 | 0,188052 | 196,28 | 0,029208 |
| 30.07.2000 | 116,5 | 0,023888 | 201,78 | 0,027636 |
| 30.08.2000 | 135 | 0,147384 | 220,58 | 0,089082 |
| 29.09.2000 | 149,25 | 0,100348 | 213,94 | -0,03056 |
| 30.10.2000 | 186,5 | 0,222808 | 212,92 | -0,00478 |
| 29.11.2000 | 167 | -0,11044 | 195,57 | -0,085 |
| 30.12.2001 | 171 | 0,02367 | 195,79 | 0,001124 |
| 30.01.2001 | 160 | -0,06649 | 201,18 | 0,027157 |
| 27.02.2001 | 164,5 | 0,027737 | 200,83 | -0,00174 |
| 30.03.2001 | 142 | -0,14708 | 184,13 | -0,08682 |
| 29.04.2001 | 144 | 0,013986 | 195,76 | 0,061247 |
| 30.05.2001 | 158 | 0,092782 | 201,36 | 0,028205 |
| 30.06.2001 | 147 | -0,07216 | 192,04 | -0,04739 |
| 31.07.2001 | 114 | -0,25423 | 187,28 | -0,0251 |
| 31.08.2001 | 92,5 | -0,20899 | 176,62 | -0,0586 |
| 30.09.2001 | 97 | 0,047502 | 144,76 | -0,19892 |
| 31.10.2001 | 88,5 | -0,09171 | 150,36 | 0,037955 |
| 30.11.2001 | 95 | 0,070874 | 158,89 | 0,05518 |
| 31.12.2001 | 83 | -0,13504 | 167,85 | 0,054859 |
| 31.01.2002 | 60 | -0,3245 | 163,55 | -0,02595 |
| 28.02.2002 | 72 | 0,182322 | 165,46 | 0,011611 |
| 31.03.2002 | 80 | 0,105361 | 180,06 | 0,084561 |
| 30.04.2002 | 64 | -0,22314 | 170,51 | -0,0545 |
| 31.05.2002 | 55 | -0,15155 | 165,92 | -0,02729 |
| 30.06.2002 | 62,5 | 0,127833 | 149,77 | -0,1024 |
| 31.07.2002 | 62 | -0,00803 | 136,58 | -0,09219 |
| 31.08.2002 | 52,5 | -0,16632 | 131,42 | -0,03851 |
| 30.09.2002 | 45,2 | -0,14972 | 110,62 | -0,1723 |
| 31.10.2002 | 54,5 | 0,187104 | 117,48 | 0,060167 |
| 30.11.2002 | 64,5 | 0,168465 | 126,06 | 0,07049 |
| 31.12.2002 | 45,1 | -0,35778 | 115,21 | -0,09 |
| 31.01.2003 | 35,7 | -0,23373 | 109,72 | -0,04882 |
| 28.02.2003 | 28,9 | -0,21131 | 101,63 | -0,07659 |
| 31.03.2003 | 31,3 | 0,079777 | 104,03 | 0,023341 |
| 30.04.2003 | 33,1 | 0,055915 | 117,57 | 0,122355 |
| 31.05.2003 | 33,3 | 0,006024 | 124,32 | 0,055825 |
| 30.06.2003 | 31 | -0,07157 | 134,2 | 0,076472 |
| 31.07.2003 | 37 | 0,176931 | 145,33 | 0,079676 |
| 31.08.2003 | 49 | 0,280902 | 154,94 | 0,064031 |
| 30.09.2003 | 36,2 | -0,30276 | 142,65 | -0,08264 |
| 31.10.2003 | 40,7 | 0,117169 | 160,95 | 0,1207 |
| 30.11.2003 | 39,3 | -0,035 | 163,27 | 0,014312 |

| Dato | Aksjekurs | In vekst | OSEBX | In vekst |
|------------|-----------|----------|--------|----------|
| 31.12.2003 | 40,1 | 0,020152 | 170,97 | 0,046083 |
| 31.01.2004 | 44,8 | 0,110832 | 183,95 | 0,073176 |
| 29.02.2004 | 45,7 | 0,01989 | 204,79 | 0,107321 |
| 31.03.2004 | 34,8 | -0,27248 | 193,77 | -0,05531 |
| 30.04.2004 | 27,6 | -0,2318 | 188,34 | -0,02842 |
| 31.05.2004 | 28 | 0,014389 | 192,39 | 0,021276 |
| 30.06.2004 | 32,7 | 0,155171 | 204,55 | 0,061288 |
| 31.07.2004 | 25,8 | -0,237 | 201,71 | -0,01398 |
| 31.08.2004 | 25,6 | -0,00778 | 203,7 | 0,009817 |
| 30.09.2004 | 25,4 | -0,00784 | 219,31 | 0,073838 |
| 31.10.2004 | 28,1 | 0,10102 | 215,17 | -0,01906 |
| 30.11.2004 | 32,9 | 0,157703 | 232,43 | 0,077161 |
| 31.12.2004 | 33,3 | 0,012085 | 236,7 | 0,018204 |
| 31.01.2005 | 33,3 | 0 | 242,47 | 0,024084 |
| 28.02.2005 | 26,5 | -0,22841 | 260,06 | 0,070034 |
| 31.03.2005 | 28,3 | 0,065717 | 256,27 | -0,01468 |
| 30.04.2005 | 23,1 | -0,20303 | 243,53 | -0,05099 |
| 31.05.2005 | 27,8 | 0,185203 | 258,37 | 0,059153 |
| 30.06.2005 | 27 | -0,0292 | 283,41 | 0,092502 |
| 31.07.2005 | 34,7 | 0,250903 | 298,56 | 0,052076 |
| 31.08.2005 | 41 | 0,166832 | 315,97 | 0,056676 |
| 30.09.2005 | 46,6 | 0,128028 | 328,16 | 0,037854 |
| 31.10.2005 | 44,5 | -0,04611 | 302,22 | -0,08235 |
| 29.11.2005 | 47,4 | 0,063133 | 314,23 | 0,03897 |
| 29.12.2005 | 48,3 | 0,018809 | 332,51 | 0,056545 |

Fra Excel
SUMMARY OUTPUT

| <i>Regression Statistics</i> | |
|------------------------------|----------|
| Multiple R | 0,310863 |
| R Square | 0,096636 |
| Adjusted R Square | 0,014512 |
| Standard Error | 0,139014 |
| Observations | 13 |

| ANOVA | | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------------------|
| | <i>df</i> | <i>SS</i> | <i>MS</i> | <i>F</i> | <i>Significance F</i> |
| Regression | 1 | 0,02274 | 0,02274 | 1,176709 | 0,301229 |
| Residual | 11 | 0,212573 | 0,019325 | | |
| Total | 12 | 0,235313 | | | |

| | <i>Coefficient</i> | <i>Standard Error</i> | <i>t Stat</i> | <i>P-value</i> | <i>Lower 95%</i> | <i>Upper 95%</i> | <i>Lower 95,0%</i> | <i>Upper 95,0%</i> |
|--------------|--------------------|-----------------------|---------------|----------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|
| Intercept | 0,005425 | 0,044503 | 0,12189 | 0,905184 | -0,09253 | 0,103375922 | -0,09252686 | 0,103375922 |
| X Variable 1 | 0,87533 | 0,806935 | 1,084762 | 0,301229 | -0,90072 | 2,651385587 | -0,90071957 | 2,651385587 |

| | Beta | Justert |
|------|-------|---------|
| 1 år | 0,875 | 0,917 |
| 5 år | 1,184 | 1,123 |
| 6 år | 1,198 | 1,132 |

Vedlegg 2

Grov beregning av P/E verdier i kapittel 9

| P/E pr 31.12.2005 | |
|--------------------------|----------|
| Fortjeneste (mill kr) | 78,7 |
| / Antall aksjer (mill) | 174,0 |
| = Fortjeneste per aksje | 0,452294 |
| > Aksjekurs 31.12.2005 | 48,3 |
| = P/E | 106,789 |

| P/B pr. 31.12.2005 | |
|---------------------------|----------|
| Verdi egenkapital | 8404,3 |
| / Bok value | 2165,9 |
| = P/B | 3,880279 |

| EV/EBIT | |
|---------------------|----------------|
| > EBIT (NDR) | 98,5 |
| Verdi egenkapital | 8404,3 |
| + Verdi minoritet | 75,2 |
| + Verdi NFG | -557,9 |
| = EV | 7921,6 |
| > EV/EBIT | 80,3967 |

| Repant pr 31.12.2005 | |
|-----------------------------|-----------|
| Antall aksjer (mill) | 258,2 |
| Kurs 31.12.05 | 0,75 |
| Kurs 25.12.05 | 0,6 |
| Verdi 31.12.05 | 193,6 |
| Verdi 25.12.05 | 154,9 |
| Bokført verdi (mill) | 50,571 |
| P/B 31.12.05 | 3,8285282 |
| P/B 25.12.05 | 3,0628226 |