

Norges Handelshøyskole

Bergen, våren 2009

Utrekning i fordypningsområdet: Økonomisk styring

Veileder: Førsteamanuensis Kenneth Fjell

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av

Hjellegjerde ASA

av

Bjarte Engelsen

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne utredningen tok sikte på å analysere og verdsette Hjellegjerde ASA på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon. Metodeverket som er brukt er fundamental verdsettelse, og bygger i stor grad på Finn Kinserdal sin tilnærming.

I den strategiske analysen kom det fram at Hjellegjerde vil møte økende konkurranse, hovedsaklig fra rimelige import- møbler fra Asia. Det er også ventet økt konkurranse fra leverandører, samtidig som forhandlingsmakten til kundene vil øke. Imidlertid har Hjellegjerde unike ressurser blant annet i form av et sterkt merkenavn som de kan utnytte i den skjerpene konkurransen.

Regnskapsanalysen viste svake resultater de siste årene. I prognosen ventes det gradvis bedring i resultatene. Totalt sett ga verdsettelsen en verdi pr aksje på 5,7, betydelig høyere enn børskursen på 2,3. Dette indikerer muligens at markedet har priset inn en ikke ubetydelig konkursrisiko.

Takk til veileder Kenneth Fjell for konstruktive tilbakemeldinger.

Innholdsfortegnelse

1 Introduksjon	4
1.1 Hjellegjerde- konsernet	4
1.1.1 Historie	4
1.1.2 Produktspekter	5
1.1.3 Markedet og konkurrenter	6
2 Teori og modellbruk	9
2.1 Rammeverk.....	9
2.1.1 Ekstern analyse.....	9
2.1.2 Intern analyse	11
2.2 Modellbruk	12
2.2.1 Fundamental verdsettelse.....	12
2.2.2 Komparativ verdsettelse	15
2.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	15
2.2.4 Konkursrisiko	16
2.2.5 Metodevalg.....	17
3 Strategisk analyse	20
3.1 Ekstern bransjeorientert analyse	20
3.2 Intern ressursbasert analyse	24
3.2.1 Merkevarer: Fjords, Dsigned, Scansit	24
3.2.2 Produksjon, logistikk og salg.....	26
3.3.3 Design	27
4 Regnskapsanalyse.....	30
4.1 Tidshorisont.....	30
4.2 Regnskapsdata.....	30
4.3 Trailing	31
4.4 Omgruppering	33
4.5 Justering og normalisering	35
4.6 Trendanalyse og prognose	40
4.6.1 Salgsinntekt	41
4.6.2 Varekostnad	48
4.6.3 Lønnskostnad.....	50
4.6.4 Gevinster og tap	52

4.6.5 Andre driftskostnader	52
4.6.6 Arbeidskapital.....	54
4.6.7 Driftsinvesteringer.....	56
4.6.8 Skatt.....	57
4.6.9 EBITDA og normal kontantstrøm fra drift	59
5 Verdsettelse.....	61
5.1 Egenkapitalkravet.....	61
5.2 Gjeldskravet.....	63
5.3 WACC.....	63
5.4 Langsiktig vekst.....	64
5.5 Konkursrisiko	65
5.6 Konklusjon	66
6 Sensitivitetsanalyse	68
Vedlegg.....	70
Referanseliste.....	74

1 Introduksjon

Denne oppgaven tar sikte på å verdsette Hjellegjerde ASA. Dette gjøres gjennom den såkalte DCF- metoden hvor en diskonterer forventede fremtidige kontantstrømmer. Før den endelige verdsettelsen utføres, gjennomføres en strategisk analyse hvor en ser på konsernets ressurser samt markedet det opererer i. Deretter følger en detaljert regnskapsanalyse hvor tallene omgrupperes og normaliseres. Da er grunnlaget for prognoseregnskapet lagt, slik at Hjellegjerde kan verdsettes. Tilslutt analyseres resultatene i en sensitivetsanalyse.

1.1 Hjellegjerde- konsernet

1.1.1 Historie

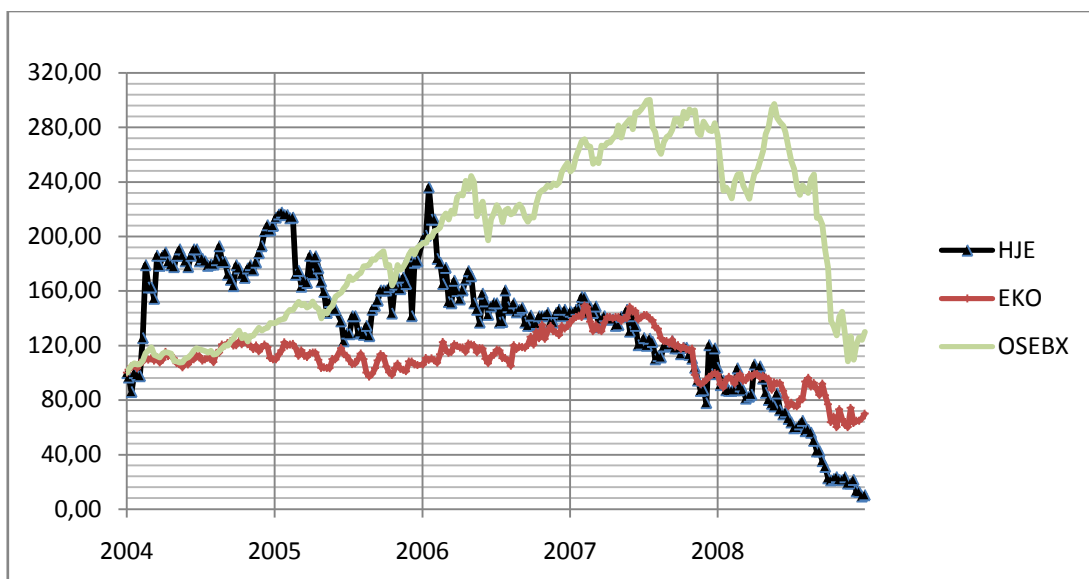
Hjellegjerde så dagens lys i 1941 da det ble startet opp av brødrene Otto og Mindor Hjellegjerde i Sykkylven kommune i Møre og Romsdal. Virksomheten besto den gangen av stopping og trekking av møbler. På 70- og 80- tallet økte omsetningen dramatisk, fra noen få millioner til over 100 MNOK. Hjellegjerde har opplevd to store branner opp gjennom årene. Den største var i 1981 hvor halvparten av fabrikk i Sykkylven brant ned. Et nytt moderne fabrikkanlegg stod klart i 1983, reist på de gamle ruinene. Dette åpnet for ytterligere ekspansjon, nå også mot utlandet. Først i 1997 ble selskapet notert på Oslo Børs. Opp gjennom årene har selskapet vokst betydelig, fra å være en liten familiebedrift til et internasjonalt konsern.

I dag er Hjellegjerde et av Norges største møbelkonsern med et vidt produktspekter innenfor hvilemøbler som sofagrupper og lenestoler. I det siste tiåret har de klart å etablere seg som en solid aktør også i utlandet. Eksportmarkedet utgjør i dag hele 70 % av omsetningen til Hjellegjerde, hvor de viktigste eksportlandene er Skandinavia, Tyskland, Frankrike, Storbritannia og USA. I tillegg skjer noe av salget til Asia med Japan som det viktigste markedet.

Produksjonen har frem til det siste tiåret funnet sted i Sykkylven i Møre og Romsdal, hvor flere andre møbelprodusenter har sitt hovedsete. På 2000- tallet ble imidlertid noe av produksjonen flyttet utenlands til Thailand og Litauen for å redusere produksjonskostnader. Som en følge av dette har det i det siste vært nedbemanning av arbeidsstokken i Norge.

I de siste årene har konsernet vært gjennom store omstillinger, med blant annet endringer i sortiment, organisasjon og produksjonsstrategi. Dette har også gjenspeilt seg i regnskapstallene – omsetningen har falt jevnt de siste årene siden toppåret i 2004, samtidig som kostnadene har vært forholdsmessig høye.

Prisingen av Hjellegjerde (HJE) på Oslo Børs har også blitt påvirket av de svakere resultatene. Aksjekursen har variert mellom ca 20 og 40 pr aksje i perioden 2004 til 2008. Fra slutten av 2007 og utover i 2008 har imidlertid kursen falt dramatisk, og ved utgangen av 2008 handlet aksjen for rekordlave 2,2. Bare i 2008 falt aksjekursen med over 90 %. I samme periode har Ekornes- aksjen (EKO) falt med 29 %, mens Oslo Børs prisindeks (OSEBX) har falt med nesten 53 %. Hjellegjerde varslet i november 2008 at de ville gjøre tiltak for å møte kommende utfordringer. 10. desember ble det innkalt til ekstraordinær generalforsamling for å behandle forslag om nedsettelse av aksjekapitalen. Dette reagerte markedet naturlig nok negativt på, og kursen ble sendt fra ca 4-5 ned til 2- tallet. Grafen nedenfor illustrerer kursutviklingen, hvor tallene er indeksert fra utgangsåret 2004.



Figur 1

1.1.2 Produktspekter

Hjellegjerde har i dag en rekke produkter innenfor segmentet hvilemøbler. Dette dreier seg i all hovedsak om sofagrupper og lenestoler. I disse produktene har de tre ulike produktmerker, Fjords, Dsigned og Scansit.

Fjords er selskapets viktigste produktmerke for eksport, og består av hvilestoler og sofaer hvor komfort og funksjon står sentralt. Hoveddelen av produktene innenfor denne gruppen produseres på kundeordre, og har dermed flere muligheter for individuelle tilpasninger i alt fra stoffkvalitet, farge, understell etc. Mange av disse modellene har høyderegulerbar nakkestøtte på høy rygg. Det har gjort dem populære møbler til blant annet den økende trenden med hjemmekino. Fjords ble lansert i løpet av 2006, og har siden da blitt godt mottatt med bra innsalg. Merkenavnet var en viktig fornyelse i konsernet, som avløste Northern Comfort.

Dsigned ble i 2008 presentert som et nytt varemerke, spesielt rettet mot det skandinaviske markedet. Merkenavnet tok over etter Hjellegjerde collection. Her finner en modulsofakonseptene som er blant de største produktgruppene. I tillegg byr kolleksjonen på stoler med design fra ulike norske designere. Møblene er utradisjonelle og moderne i designet, og tilbys i flere sterke farger. Hjellegjerde har rettet denne kolleksjon mer mot næringslivet, nærmere bestemt det offentlige og private kontraktmarkedet.

Scansit står for den rimeligere kolleksjonen i produktspekteret. Dette dreier seg om serieproduserte hvilestoler og sofaer, som kjennetegnes ved et klassisk design med kommersiell appell. Av dagens merkenavn har Scansit vært lengst i sortimentet til Hjellegjerde.

1.1.3 Markedet og konkurrenter

Markedet for hvilemøbler har i de siste årene vært gjennom stadige endringer. Lansering av nye produkter, utfasing av produksjon og stadig nye konkurrenter er bare noen av utfordringene i bransjen. Spesielt har det vært økende konkurranse fra aktører i Kina, Øst-Europa og Sør- Amerika. Disse har lansert liknende produkter til Hjellegjerde og Ekornes, men til en langt lavere pris. Det har også vært et økende problem at noen av disse aktørene ulovlig har kopiert design fra norske produsenter.

En regnskapsanalyse blir kun interessant når en sammenlikner med komparative bedrifter. En åpenbar konkurrent til Hjellegjerde er Ekornes. De selger begge lignende produkter, og kjemper om de samme kundene både innenlands og utenlands. Videre har man to andre sammenliknbare bedrifter fra samme kommune, Stordal Møbler og Brunstad. Disse to er dog ikke børsnoterte og regnskapsdataene for disse er følgelig for lite detaljerte til at de kan

inkluderes i analysen. Utenlandske aktører er ofte få og lokale. Riktignok har man store selskaper som IKEA som selger liknende produkter, men de stiller også i en helt annen klasse hva gjelder pris og ikke minst sortiment i sitt produktspekter. Her stiller de norske konkurrentene seg annerledes ved at de tilbyr svært like produkter, og således konkurrerer i det samme markedet, både hjemme og i utlandet. Andre store utenlandske aktører inkluderer Natuzzi og La-Z-Boy.

Ekornes

Ekornes er Nordens største møbelprodusent og har som Hjellegjerde sitt hovedsete fra Sykkylven. De er mest kjent for merkevaren Stressless som klart står for mesteparten av omsetningen deres. Stressless- stolen ble først introdusert i 1971, og har siden den gang etablert seg som en av verdens mest kjente merkenavn. I dag består Stressless av hvilestoler samt sofaer. I tillegg har de populære merkevarer som Ekornes og Svane, som begge er mest kjent i Norge og Norden. Førstnevnte er sofaer med fast lav rygg, mens Svane står for selskapets produksjon av madrasser. Ekornes eksporterer som Hjellegjerde mesteparten av møblene sine. Likevel har de valgt å holde all produksjon innenlands, fordelt på syv fabrikanlegg.

Ekornes er en av svært få aktører i møbelbransjen som i de siste årene fortsatt har klart å få til vekst i omsetningen. Samtidig har de generert positive og tilfredsstillende resultater. Omsetningen har i de siste tre årene lagt på i overkant av 2500 MNOK, med årsresultater fra i overkant av 300 MNOK til 344 MNOK.

La-Z-Boy

Amerikanske La-Z-Boy er Nord- Amerikas største møbelprodusent. De lanserte sin første hvilestol i 1928, og har siden da etablert seg som et av det mest kjente merkenavnet innen møbler. Produktspekteret deres omfatter først og fremst hvilestoler, som de er verdens største produsent av. I tillegg produserer de møbler til helsevesenet og næringslivet forøvrig, samt det meste av møbler til hjemmet. I de siste 20 årene har de ekspandert kraftig, hovedsaklig gjennom en rekke oppkjøp. Salget deres skjer hovedsaklig til USA og Canada, men de eksporterer også til Europa samt noe til Asia.

I likhet med Hjellegjerde har La-Z-Boy slitt med relativt dårlig inntjening de siste årene. Omsetningen har vært i størrelsesorden 1,6 til 1,8 MRD USD de siste fire årene, med et noe variabelt nettoresultat fra negativt resultat til over 37 M USD i 2005.

Natuzzi

Natuzzi ble grunnlagt i 1959 i Italia. De produserer sofaer, hvilestoler samt tilbehør og er verdensledende på produksjon av møbler i skinn. Merkevarer omfatter Italsofa og Natuzzi. Førstnevnte står for volumsalg og er generelt av lavere kvalitet enn Natuzzi som er premiummerkenavnet med møbler av høy kvalitet. Produksjon skjer hovedsaklig i Italia, men Kina, Brasil og Romania er også representert. Omsetningen deres har som for de fleste andre aktører vært fallende de siste årene, fra ca 660 MEUR i 2004 til rett over 530 MEUR i 2007. Nettoresultatet har også vært fallende med minus 60 MEUR i 2007.

Andre aktører

Det finnes en rekke andre større og mindre aktører som utgjør møbelmarkedet. Generelt er det utenlandske markedet preget av flere mindre aktører. Selvsagt er det også noen store aktører. Foruten de som er nevnt ovenfor har man blant annet IKEA og Jysk. Begge konkurrer litt på siden av Hjellegjerde, i det de kan sies å være lavprisaktører med direkte salg til kunden. Hjellegjerde og de andre aktørene som er nevnt over selger hovedsaklig indirekte til sluttkunden gjennom forhandlerkjeder. De har ikke egne varehus slik IKEA og Jysk har.

2 Teori og modellbruk

2.1 Rammeverk

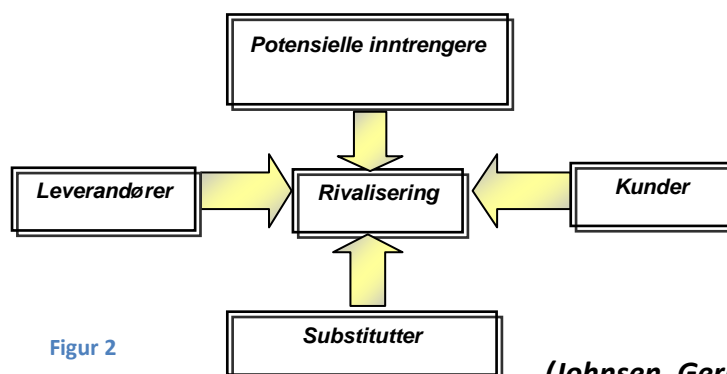
Først i oppgaven følger en strategisk analyse av Hjellegjerde. Denne er todelt – en ekstern bransjeorientert og en intern ressursbasert analyse. Førstnevnte tar sikte på å kartlegge bransjen Hjellegjerde opererer i gjennom Porters fem- faktor rammeverk. Dernest følger en intern analyse som tar utgangspunkt i en SVIMA- analyse. Analysen går gjennom Hjellegjerdens ressurser og vurderer om de er sjelden, viktig, imiterbar, mobiliserbar og approprierbar.

Etter den strategiske analysen følger regnskapsanalysen med prognose- regnskap, før selve verdsettelsen. Til slutt foretas en sensitivitetsanalyse hvor resultatene analyseres og sammenliknes mot Ekornes.

2.1.1 Ekstern analyse

Trusler fra omgivelsene er med på å øke konkurransen i markedet, og dette kan gå ut over en bedrifts profitt. Derfor er det viktig at man er i forkant slik at man kan lage strategier for å redusere disse truslene. Det er i denne sammenheng Porters fem-faktor rammeverk kommer inn – for å identifisere truslene og hvor store de er.

Det første man må gjøre er å definere en bransje. Det er en gruppe aktører som tilbyr varer eller tjenester som har til hensikt å dekke det samme behovet hos kunden. Videre er det fornuftig å dele en bransje inn i ulike markedssegmenter. Markedssegmentene er de grupper av kunder innen samme bransje som det er mulig å differensiere mellom, på grunnlag av gruppens ulike spesifikke behov (Hil & Jones, 2004).



Figur 2

(Johnsen, Gerry et al., 2006)

Den første trusselen er faren for nyetableringer. Årsaken til at en bedrift ønsker å gå inn i en industri er muligheten for profitt. Hvis det er liten konkurranse og store overskudd i en industri vil utenforstående bedrifter lokkes i håp om å kapre en del av overskuddet. Imidlertid er det ofte en rekke etableringsbarrierer som hindrer nyetableringer.

Skalafordeler er en vanlig inngangsbarriere, og kan oppstå på grunn av spesialiseringsgevinster, faste kostnader eller læringskurveeffekter. I industrier hvor det finnes skalafordeler er det ulønnsomt for utenforstående å etablere seg. Produktdifferensiering kan også være en inngangsbarriere. Kundelojalitet og merkevareidentifisering kan gjøre det for dyrt for potensielle konkurrenter å etablere seg. Noen bedrifter har unike konkurransefortrinn på kostnadssiden. Dette kan være på grunn av tilgang på knappe ressurser, unik teknologi eller gunstig lokalisering. Politiske reguleringer, som for eksempel konsesjon eller patentbeskyttelse, kan også være inngangsbarrierer. Den siste inngangsbarrieren kommer fra etablerte bedrifter. Hvis etablerte bedrifter føler at nyetableringer vil gå ut over deres lønnsomhet kan de ty til aggressive mottiltak for å holde potensielle konkurrenter utenfor industrien.

Substitutter kan også være med på å redusere en bedrifts konkurransefortrinn. Et substitutt kan tilfredsstille noen av de samme kundebehovene som et tilsvarende produkt, og er derfor med på å sette et pristak for bedriften.

Leverandørens forhandlingsmakt kan være en stor trussel mot bedrifter når de har mulighetene til å ta bedre betalt for sine varer. Det vil si at det er få og store leverandører, mens kjøperne er mange og små. Forhandlingsmakten øker jo viktigere produktet er, når en har høye byttekostnader og leverandørens byttekostnad er lave. I tillegg vil forhandlingsmakten øke når leverandøren har mulighet til å integrere forover. En slik forhandlingsmakt gjelder analogisk for kunder.

Rivalisering på konkurransearenaen kan også være med på å redusere en bedrifts lønnsomhet, og rivaliseringen er avhengig av styrken på de andre konkurransefaktorene. I industrier hvor det er et stort antall konkurrenter som er relativt like i størrelse og innflytelse, anses trusselen fra konkurrenter som stor. Lav veksttakt øker også konkurransen fordi bedrifter må stjele profitt fra konkurrenter for å kunne levere bedre resultater. Dette er nært knyttet til hvor man befinner seg på livssyklusen – er man under utvikling, vekst, moden

fase eller under avvikling? Graden av produkt differensiering er også en viktig faktor, og jo mer homogene produkter det er, jo større blir konkurransen. Hvis konkurransen i en industri er stor, vil man bruke mye ressurser på å forsøke å kapre profitt fra konkurrerende bedrifter. Vanlige virkemidler er priskutting, introduksjon av nye produkter og markedsføring.

2.1.2 Intern analyse

En ressurs kan defineres som en beholdning av innsatsfaktorer som påvirker evnen til å iverksette produktstrategier (Johnsen, Gerry et al., 2006). Det kan være hensiktsmessig å skille mellom ulike typer ressurser. For det første har man finansielle ressurser som er en nødvendighet for alle bedrifter, og er pengerressurser som kapital eller gjeld. Videre har man fysiske ressurser som for eksempel lokaler, IT-systemer eller automatiserte produksjonsfasiliteter. En av de viktigste ressursgruppene er kunnskapsressursene. Herunder hører all den erfaring, innsikt og kompetanse hvert individ sitter på, samt teknologi og patenter. De organisatoriske ressursene er fellesressurser som for eksempel planlegging, kultur eller rutiner og prosedyrer til en bedrift. Til slutt har man relasjonsressursene som omhandler de relasjonene en bedrift har, for eksempel kunderelasjoner, alliansepartnere, leverandører og merkevarer.

En ressursbasert analyse handler om å få frem styrkene og svakhetene i et selskap. For å kartlegge ressursene kan man bruke en SVIMA-analyse, som er et rammeverk for å vurdere i hvilken grad ressursen er et fortrinn i forhold til andre aktører. De fem faktorene er sjeldenhet, viktighet, imiterbarhet, mobiliserbarhet og approprierbarhet.

Den første faktoren, sjelden, dreier seg om det er knapphet på ressursen, eller at bedriften har et kvalitativt eller kvantitativt fortrinn på ressursen. En ressurs kan betegnes som viktig hvis den er av økonomisk betydning for bedriften, og det gjelder i et kostnadsperspektiv eller at den etterspørres av kundene. En sjelden og viktig ressurs er et konkurransefortrinn hvis bedrifter som ikke har denne ressursen får en kostnadsulempe ved ikke å besitte den. I så fall kan ressursen betegnes som ikke-imiterbar. I motsatt tilfelle kan en bedrift imitere en annen bedrifts ressurs enten ved å duplisere eller substituere ressursen.

For å få fullt utnyttet ressursen må den mobiliseres og organiseres i bedriften. Først da kan ressursen ha nytte for bedriften, og bli konvertert til økonomisk verdi. Dette er viktigere jo

større og mer komplekse bedrifter det er snakk om. Rent konkret kan mobilisering for eksempel være at man utnytter merkenavnet på flere områder for å øke profitten.

En siste faktor, appropriert, bestemmer hvorvidt verdien av ressursen tilfaller bedriften. For eksempel er en ressurs appropriert dersom all framtidig verdi av en investering tilfaller bedriften og ingen andre aktører kan tilegne seg ressursen uten å måtte betale markedspris. De to siste faktorene kan sies å være justeringsfaktorer i SVIMA-rammeverket. Fortrinn ved å ha sjeldne, viktige og ikke-imiterbare ressurser kan helt eller delvis bli tapt ved manglende mobilisering og appropriering.

På kort sikt vil ressursene være gitt, og det optimale vil dermed være å ta i bruk sine strategiske ressurser på en slik måte at de maksimerer profitten. Situasjonen er litt annerledes ved en lengre tidshorisont, da man har flere valg. Man kan dermed ikke ta utgangspunkt i de ressursene en har, men må predikere hvilke ressurser som vil bli etterspurt i fremtiden. Det gjelder da å investere i ressurser som har vide anvendelser, og som kan fungere som byggesteiner for nye ressurser.

2.2 Modellbruk

Ved valg av verdsettelsesmetode er det flere ulike metoder å velge mellom. I all hovedsak kan en snakke om tre hovedtyper – fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Ofte vil de ulike metodene fungere som supplement heller enn absolutte valg. I tillegg vil noen teknikker egne seg bedre i enkelte bransjer enn andre.

2.2.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er klart mest brukt i praksis og bygger på analyse av underliggende eller fundamentale forhold. Dette er en omfattende prosess hvor man gjennomfører strategiske analyser samt utarbeider prognoser basert på tidligere regnskapsdata. To metoder brukes; enten diskonterte fremtidige kontantstrømmer, eller substansverdi- modeller.

Diskontering av kontantstrømmer baseres på blant annet egenkapital, total kapital, utbytte eller superprofitt.

Førstnevnte blir ofte kalt egenkapitalmetoden og er en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Her ser man på fremtidige kontantstrømmer (KS) til egenkapitalen. Nåverdien av disse blir følgelig verdien av egenkapitalen i dag:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{KS \text{ til EK}}{(1+r_e)^t} \quad (1.1)$$

En ulempe her er at tilfeldige svingninger i finansresultatet påvirker verdien av egenkapitalen.

Den kanskje mest brukte metoden er total kapital- metoden. Her ser man på verdien av egenkapital som total kapital fratrukket verdien av finansielle eiendeler og gjeld. Ofte brukes EBITDA – inntjening før finansposter, skatt og av- og nedskrivning – som utgangspunkt for fremtidig kontantstrøm. Matematisk kan det settes opp slik, med rente lik det veide avkastningskravet (WACC):

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{KS}{(1+WACC)^t} \quad (1.2)$$

$$WACC = r_E \frac{E}{E+D} + r_D (1 - T_C) \frac{D}{E+D} \quad (1.3)$$

hvor E og D står for markedsverdien av henholdsvis egenkapital og gjeld. r_E og r_D er henholdsvis kravet til egenkapitalen og gjelden. Førstnevnte estimeres ved hjelp av kapitalverdimetoden, som matematisk kan settes opp på følgende form:

$$r_E = E(r_i) = r_f + [(E(r_m)) - r_f] \beta_i \quad (1.4)$$

der r_f står for den risikofrie renten, $[(E(r_m)) - r_f]$ markedets risikopremie og β_i er beta-verdien til selskapet. Sistnevnte er et mål på den systematiske risikoen til et selskap og måles relativt til variansen til markedsporteføljen. Matematisk ser det slik ut:

$$\beta_i = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)} \quad (1.5)$$

V_0 fra formel 1.2 representerer verdien av selskapet. Følgelig må man trekke fra markedsverdien av netto finansiell gjeld for å finne markedsverdien av egenkapital. Et problem med en slik metode er at man ikke kan estimere alle fremtidige kontantstrømmer til bedriften. I stedet må man begrense prognoseperioden, for så å estimere en terminalverdi

(TV) som fanger opp verdien av selskapet for den resterende perioden. Dette kan settes opp på følgende måte:

$$V_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{KS_i}{(1+WACC)^i} = \sum_{i=1}^t \frac{KS_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV_t}{(1+WACC)^t} \quad (1.6)$$

hvor terminalverdien igjen kan skrives på følgende form:

$$TV_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{KS_t(1+g)^i}{(1+WACC)^i} = \frac{KS_t(1+g)}{(WACC-g)} \quad (1.7)$$

Her ser man at terminalverdien er avhengig av en fremtidig konstant evigvarende kontantstrøm som må estimeres. I tillegg må rentabiliteten ($WACC$) være større enn den langsiktige veksten i kontantstrømmene g . Ofte vil terminalverdien utgjøre størsteparten av verdien av egenkapitalen. Dette er problematisk siden den er avhengig av usikre størrelser i form av fremtidige kontantstrømmer. I tillegg er det også slik at terminalverdien er svært følsom overfor endringer i rentabiliteten og veksten. Ofte vil små endringer i disse størrelsene ha betydelig effekt på terminalverdien. Dette er en svakhet ved denne type verdsettelse, siden disse to størrelsene vanskelig kan estimeres nøyaktig men må settes på bakgrunn av en skjønnsmessig vurdering.

Ved bruk av utbytte må man estimere fremtidig konstant utbytte og vekst i utbytte. Verdien av egenkapitalen fremkommer av konstant utbetalt utbytte diskontert med differansen mellom egenkapitalkostnaden og vekstraten i utbytte:

$$V_0 = \frac{div}{r_E - g} \quad (1.8)$$

Problemet her er å estimere fremtidig vekst i utbytte, g . I tillegg er utbytte et dårlig mål på verdiskaping, i det de ofte settes skjønnsmessig og vilkårlig.

Superprofitt- modellen ser på inntjening utover avkastningskravet, eller såkalt superprofitt. Dette kan også formuleres som inntjening fratrukket avkastning til den bokførte egenkapitalen. Matematisk kan det formuleres på følgende måte:

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ri}{(1+r)^t}, \text{ og} \quad (1.9)$$

$$ri_T = E_t - rBV_0 \quad (2.0)$$

Problemet med denne modellen er at den bokførte verdien av egenkapitalen ofte ikke har noen økonomisk mening. Den er en restpost av alle aktivaene fratrukket all gjeld. Disse postene er basert på en rekke ulike regnskapsprinsipper, alt fra virkelig verdi, historisk kost, nominell verdi osv.

Alternativt kan en bruke substansverdimodellen som ser på summen av eiendeler og gjeld mot markedsverdien av sammenlignbare eiendeler. Dermed må en ved en slik metode kunne identifisere alle eiendelene og gjelden, samt finne markedsverdiene på disse. Metoden vil dermed være mest aktuell for bransjer hvor det eksisterer sammenlignbare aktiva. I motsatt tilfelle vil den fungere dårlig for bransjer med mye immateriell verdiskaping som vanskelig kan prises og sammenlignes, for eksempel i arbeidsintensive sektorer som IT.

2.2.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse dreier seg om å sammenligne prising mot andre bedrifter. Her kan man bruke multiplikatormodeller som ser på nøkkeltall i den aktuelle bedriften med multipler fra børsverdi eller nøkkeltall til sammenlignbare bedrifter. Dette er en svært enkel og mye brukt modell i praksis, mye på grunn av at den er lite tidkrevende. De vanligste multiplikatorene er pris/bok- forholdet (P/B) samt pris i forhold til driftsresultat (P/E). Førstnevnte ser på aksjekursen i forhold til bokført verdi av egenkapitalen, mens sistnevnte ser på aksjekursen i forhold til nettoresultatet etter skatt. En annen multiplikator er pris i forhold til EBITDA (P/EBITDA). Fordelen med denne i forhold til de to nevnte multiplikatorene er at den er uavhengig av avskrivningsprofil og eventuell goodwill. Denne metoden forutsetter dog at bedriftene som sammenlignes er i samme bransje og har like investeringsbehov.

2.2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse ser på verddivurdering av fleksibilitet gjennom opsjonsprising. Metoden er et supplement til fundamental verdsettelse, hvor man verdsetter fleksibiliteten i tillegg til egenkapital som verdsettes ved en fundamental analyse. Ofte vil bedrifter ha betydelig fleksibilitet når de velger å investere. Eksempelvis kan dårlige prosjekter avbrytes, og suksessfulle investeringer videreføres eller ekspanderes. Det er nettopp verdien av denne fleksibiliteten som opsjonsbasert verdsettelse søker å finne. Tradisjonelle

verdsettelsesmetoder på bakgrunn av kontantstrømmer vil her komme til kort, siden fleksibilitet ikke kan prises ut fra kontantstrømmer.

Det er to forskjellige tilnærminger til opsjonsbasert verdsettelse, enten ved hjelp av realopsjoner eller beslutningstre. Førstnevnte er basert på opsjonsprising- modeller, og egner seg godt i bransjer hvor det eksisterer observerbare priser for de underliggende aktivaene. Dette kan være råvarebasert industri som for eksempel olje, gass, energi eller fisk. Beslutningstre er en enklere modell og mer hensiktsmessig ved fleksibilitet relatert til teknologisk risiko. Dette er gjerne bransjer hvor en ikke har pålitelige estimater for forventede kontantstrømmer, slik at realopsjoner ikke kan brukes. Felles for begge metodene er at de forsøker å prognostisere fremtidig kontantstrøm til dagens verdi.

2.2.4 Konkursrisiko

Konkursrisiko vil for veldiversifiserte investorer være irrelevant. Dette fordi man ved å spre sine investeringer vil kunne diversifisere seg bort fra den selskapsespesifikke risikoen. For alle andre investorer og lånegivere vil denne risikoen i aller høyeste grad være relevant. Det kan derfor være greit å se nærmere på denne i form av fire forholdstall for å danne seg et bilde av konkursrisikoen – likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent samt netto driftsrentabilitet.

Likviditetsgrad 1 er definert som omløpsmidler dividert med kortsiktig gjeld, og sier noe om hvor mye likvide eiendeler et selskap har i forhold til gjeld med kort forfallstid. Sagt med andre ord – hvor likvid balansen er.

Rentedekningsgrad er nettoresultatet før finansposter dividert med netto finanskostnad. Denne forteller noe om evnen til å betale rente på gjelden. Et problem er at den kun ser på evnen til å betale renter og ikke avdrag.

Egenkapitalprosenten ser enkelt og greit på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen. Dette forholdet sier noe om soliditeten til selskapet.

Netto driftsrentabilitet er definert som netto driftsresultat dividert med netto driftseiendeler. Sistnevnte er driftseiendelene fratrukket driftsrelatert gjeld. Dette forholdstallet sier noe om hvor mye avkastning driftseiendelene gir.

Alle disse fire forholdstallene rangeres i forhold til en rating- skala. Summen av disse kalles for syntetisk rating og denne sier noe om sannsynligheten for at selskapet går konkurs i løpet av et år.

2.2.5 Metodevalg

Valg av metode er avhengig av en rekke forhold. For det første må man se på hvilken bransje man opererer i. Eksempelvis fins det innenfor shipping og eiendom relativt godt fungerende markeder for prising av aktiva, slik at man kan verdsette skip og boliger. Det gjør at substansverdimodellen er et fornuftig valg innenfor slike bransjer. Motsatt er det innenfor IT- bransjen eller andre hightech- bransjer som i all hovedsak har sine verdier i immaterielle eiendeler som følgelig vanskelig kan prises. En komparativ verdsettelse er her mer egnet, for på den måten å sammenligne den aktuelle bedriften mot andre sammenlignbare virksomheter.

Videre må en se på faser i livssyklusen. Bedrifter i oppstartsfasen vil oftest ikke ha spesielt mye aktiva, og gjerne negative kontantstrømmer som følgelig er lite egnet for fremskriving. Her bør man dermed bruke multipler eventuelt opsjonsbasert verdsettelse. For modne bedrifter og bedrifter i tilbakegangsfasen kan man bruke fundamental verdsettelse eventuelt komparativ verdsettelse. Felles for disse bedriftene er at de gjerne har etablert en hel del aktiva, samt at det gjerne finnes sammenlignbare virksomheter.

Et annet moment ved valg av metode er om fortsatt drift eller avvikling er aktuelt. Hvis man skal avvikle en bedrift vil substansverdi- modellen være fornuftig i det man søker å finne verdien av det som er igjen av selskapet.

Når det gjelder Hjellegjerde er det på det rene at det er snakk om en moden bedrift som har eksistert siden 1941. Videre var det av årsrapporten fra 2007 gitt at forutsetningene for fortsatt drift var tilstede. Situasjonen har imidlertid forandret seg siden da. Blant annet har egenkapitalen nesten blitt halvert fra 2007 til 2008, samtidig som det på slutten av 2008 ble utstedt en kriseemisjon på 30 MNOK. Når man i tillegg står overfor en nedgangskonjunktur kan det dermed stilles spørsmålstegn om forutsetningene for fortsatt drift var tilstede ved utgangen av 2008.

Det er klart at soliditeten til selskapet er betydelig svekket, samtidig som risikoen har økt i form av mer gjeld. Det er uvisst om det er fare for at eventuelle lånevilkår og krav ikke vil innfris i nærmeste framtid. Uansett har selskapet de siste årene økt andelen kortsiktig finansiell gjeld, mens den driftsrelaterte har vært nokså stabil. Igjen er det usikkert hvorvidt den kortsiktige finansielle gjelden her er blitt brukt til å finansiere langsiktige eiendeler. I så fall kan det bety at selskapet kommer i en situasjon hvor de ikke har likvide midler til å betale gjelden etterhvert som den forfaller. Imidlertid har Hjellegjerde fått i stand den nødvendige kriseemisjonen. Sammen med varsel om mulige permitteringer er det klart at selskapet søker å gjennomføre nødvendige tiltak for å fortsette driften. Dermed kan det se ut til at forutsetningene for fortsatt drift er tilstede. Likevel må det sies å være høyst usikkert over et lengre tidsperspektiv. En kriseemisjon på 30 MNOK vil nødvendigvis ikke kunne dekke årlige tap på flere titalls millioner i overskuelig fremtid.

Når det gjelder eiendelene til Hjellegjerde består de av en rekke ulike aktiva som eiendommer, varer samt kundefordringer for å nevne de største. Disse er det til en viss grad mulig å prise, slik at det muligens kunne ha vært brukt substansverdimodellen.

Hjellegjerde er som sagt en moden bedrift hvor man kan si at kontantstrømmene i dag er relevante for fremskriving. I tillegg finnes det flere sammenlignbare bedrifter. Dermed kan man bruke fundamental verdsettelse. Fordelen med en slik metode er at den gir verdifull innsikt i selskapet, og er den metoden som i teorien er mest riktig å bruke. I tillegg er den mye mer dynamisk enn eksempelvis substansverdimetoden. Der sistnevnte kun søker å prise aktivaene samt gjelden til selskapet, ser fundamental verdsettelse på fremtidig inntjening.

Derfor vil fundamental verdsettelse brukes i denne utredningen. Videre vil oppgaven se på fremtidige kontantstrømmer som grunnlag for verdsettelse av totalkapitalen, den såkalte DCF- metoden. Som basis for fremtidige kontantstrømmer benyttes EBITDA.

På den måten får man relativt stabile kontantstrømmer som er det en ønsker å basere verdsettelsen på. Man ser bort fra tilfeldige svingninger fra blant annet finansposter og holder avskrivninger og skatt utenfor. Et annet alternativ kunne vært å se på kontantstrømoppstillingen. Problemet her er at denne kun viser pengetransaksjoner, og ikke nødvendigvis reell inntjening. Eksempelvis vil en bedrift ha investert i en rekke ulike prosjekter som gir

utbetalinger til ulike tidspunkter. Dermed vil enkelte år ha svakere resultat på grunn av høye investeringer som gir avkastning først noen år senere.

Metodeverket som benyttes i denne oppgaven innen fundamental verdsettelse, tar utgangspunkt i Finn Kinserdals framgangsmåte og tilnærming. Dette kan sies å være en nokså kvalitativ tilnærming, hvor man søker å finne årsaker til hvorfor de historiske regnskapstallene er som de er. På den måten vil man i teorien ha bedre forutsetninger for å predikere en god prognose som basis for verdsettelsen. I tillegg ser man på inntjening før finans, investering og skatt. Dette fordi disse størrelsene er komplekse og vanskelige å predikere. Man kan gjerne si at metoden er mer praktisk rettet. Rammeverket er vidt forskjellig fra Kjell Henry Knivsflå sin metode. Den er mer kvantitativ og regneteknisk i formen, og baserer seg i stor grad på lærebokteorier. Her er fokuset mer på å komme frem til en konkret verdi ved hjelp av detaljerte beregninger, snarere enn å analysere kvalitativt hvorfor utviklingen i regnskapstallene er som den er.

Det er både fordeler og ulemper knyttet til begge tilnærmingene. Kinserdal sin metode er mest brukt i praksis, mye på grunn av at den er mindre kompleks og mer praktisk rettet metode. I tillegg kan man spørre seg om det er hensiktsmessig å foreta en rekke kompliserte beregninger når tallene i seg selv inneholder usikkerhet. På en annen side vil muligens Knivsflå sin tilnærming kunne fange opp flere detaljer i tallene, for på den måten kanskje komme frem til en riktigere verdi av selskapet.

3 Strategisk analyse

3.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Møbelbransjen er i og for seg et vidt begrep som kan omfatte mye. Denne oppgaven vil avgrense bransjen til å gjelde aktører som selger lignende produkter til Hjellegjerde, både nasjonale og internasjonale. Dette er i hovedsak hvilemøbler i form av sofagrupper og lenestoler, samt tilbehør til disse.

I Sykkylven på Møre og Romsdal har man en rekke møbelprodusenter, med over 1/3 av totalproduksjon i Norge. Den største er Ekornes, men Stordal Møbler og Brunstad er også sentrale aktører ved siden av Hjellegjerde.

Siden Hjellegjerde eksporterer over 70 % av sine produkter bør i aller høyeste grad utenlandske aktører være en del av bransjedefinisjonen. Likevel er de fleste utenlandske aktørene relativt små og oftest lokale, men en kommer likevel ikke utenom kjente merkenavn som italienske Natuzzi og amerikanske La-Z-Boy. Markedet blir mer og mer preget av store produsenter som distribueres gjennom butikkjeder.

Andre aktører er IKEA og Jysk som begge er store og globale kjeder med fokus på lav pris. De har ikke like mange valgmuligheter som en har ved Hjellegjerde, men kompenserer for dette med lavere pris. I tillegg har de et mye større produktspekter med det meste innenfor møblement og tilbehør til hjemmet. På den måten er de ikke direkte konkurrenter med Hjellegjerde, men vil likevel være alternativer for mange siden de har såpass lave priser i forhold. Man kan gjerne si at sluttkunden har vidt forskjellige behov og ønsker når man besøker varehusene til eksempelvis IKEA eller Jysk. Handlingen kan kanskje sies å være mer impulsiv og sporadisk ved disse varehusene. Det kan nok ikke i like stor grad sies om man skulle ta turen innom en av de store forhandlerkjedene av møbler som Skeidar, Bohus eller Living.

Den enorme utviklingen som har vært i Asia og Kina spesielt har gitt en rekke konkurrenter. Blant annet ser man en stadig økende tendens til at de store møbelkjedene importerer møbler fra Asia som de selger under egne merkenavn. Møblene er utseendemessig svært like blant annet Hjellegjerde, men til en langt lavere pris. Denne tendensen har man også sett i utlandet. Et problem som har oppstått i kjølvannet har vært ulovlig kopiering av design.

Spesielt har dette vært tilfelle for de populære sofagruppene og hvilestolene rettet mot hjemmekino- underholdning.

3.1.1 Fare for nyetableringer

På bakgrunn av den økende trenden med stadig mer import av møbler fra Asia, er det en stadig fare for nyetableringer. En stadig mer global handel gjør det enkelt for aktører å importere billige møbler fra Kina. Vanskeligere er det å konkurrere mot etablerte merkenavn som Fjords fra Hjellegjerde eller Stressless fra Ekornes. De har klart å etablere seg som store internasjonale merkevarer av høy kvalitet både i form av materialkvalitet og komfort. Med generelt høye kostnader for norske aktører, er de nødt for å satse på slike verdier, fremfor pris.

Man kan dermed snakke om at der fins etableringsbarrierer i form av sterke merkenavn. Dette kan muligens være synlig gjennom høye markedsføringskostnader. Det er på det rene at Hjellegjerde og andre møbelprodusenter bruker betydelige beløp på å markedsføre sine kolleksjoner. Eksempelvis produserer Ekornes egne sofakolleksjoner i friske farger kun i markedsføringsøyemed. Disse er ment å kapre kundens oppmerksomhet i utstillingslokaler hos møbeldistributørene. I tillegg ønsker man å bli sett når det skal lanseres nye kolleksjoner på møbelmesser.

Samtidig er det klart at høyt kostnadsnivå åpner for aktører som opererer med lavere priser gjennom import fra Asia. Det er åpenbart at det ikke ligger like mye utvikling i disse produktene kontra Hjellegjerde og Ekornes. Det kan for eksempel dreie seg om alt fra valg av stoffkvalitet til sittekomfort. Videre kan en muligens snakke om at store aktører har skalafordeler, siden de kan drive i stor skala med hensyn på innkjøp, produksjon og salg. Det er grunn til å tro at nystartede aktører ikke vil ha de samme fordelene i startfasen. Det er også klart at oppstart av ny møbelproduksjon er kapitalkrevende i form av produksjonsanlegg og ikke minst opparbeiding av kompetanse. Derfor vil det muligens ikke være spesielt stor fare for at nye aktører vil kunne konkurrere direkte mot Hjellegjerde og Ekornes hva gjelder materialkvalitet og komfort.

Sterke merkenavn bidrar også til at det ikke er lett for nykommere å kapre kunder. Generelt vet man at folk generelt er skeptiske til nye merker og at det således vil ta tid før man opparbeider seg en viss kundegruppe. Spesielt vil dette være tilfelle for møbel- bransjen,

hvor det er snakk om relativt kostbare investeringer. Her ønsker man kanskje ikke å ta noen sjanser, men velger gjerne det trygge alternativet. Da vet man hva man får, det være seg holdbarhet, sittekomfort eller garanti. Imidlertid vil det nok i fremtiden dukke opp ennå flere aktører som importerer relativt like produkter fra Asia til langt lavere priser. Lave priser er nok en nødvendighet for at man i det hele tatt skal vurdere en slik nykommer med tanke på usikkerheten det er i forhold til en slik aktør og dens produkter.

3.1.2 Trussel fra substitutter

Når det gjelder møbelbransjen generelt kan en vanskelig snakke om noen klare og direkte substitutter. Grunnen faller ganske naturlig i det alternativer til en sofa eller hvilestol i praksis er ikke-eksisterende. Hvis man eksempelvis er i markedet for en ny sofa, vil man vurdere nettopp ulike sofa-modeller og neppe noe annet.

3.1.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører er en sentral aktør i nærmest enhver bedrift. Hvor store og dominerende disse er i bransjen vil ha betydning for blant annet prissetting. Hjellegjerde er i sin møbelproduksjon avhengig av en rekke innsatsfaktorer som skinn, tekstil, stoff, treverk og stål til understell og kjemikalier til skumplast for å nevne noen av de viktigste. De er dermed avhengig av en rekke ulike leverandører av disse faktorene. Det er grunn til å tro at noen av disse leverandørene er internasjonale, slik at de ikke kun er rettet mot det norske markedet. Mange av leverandørene vil dermed ha relativt stor forhandlingsmakt i forhold til Hjellegjerde som er en relativt liten aktør internasjonalt. For lokale leverandører vil de imidlertid kunne ha høyere forhandlingsmakt i det de er nest største møbelprodusent etter Ekornes i Norge. I tillegg eier Hjellegjerde Hove Møbler AS som står for produksjon av laminerte produkter. Det er dermed klart at de vil stille sterkere ved lokale forhandlinger med leverandører.

I tider med sterkere konkurranse om kundene, som en vil oppleve fremover er det grunn til å tro at globale og store leverandører kan utnytte sine posisjoner til å ta seg enda bedre betalt. Følgelig vil Hjellegjerde måtte akseptere dette, da deres forhandlingsmakt overfor en slik stor aktør vil være liten. Derimot vil de kunne presse lokale leverandører, i det de i større grad er avhengige av Hjellegjerde som kunde.

3.1.4 Kundenes forhandlingsmakt

Kundene til Hjellegjerde er i all hovedsak store forhandlerkjeder som i neste omgang selger videre til sluttbrukere i privatmarkedet. I tillegg har også Hjellegjerde noe av salget sitt gjennom kontraktmarkedet, som er salg direkte til bedriftskunder. Likevel er mesteparten av salget i Norge til store kjeder som Bohus, Skeidar og Møbelringen. Disse utgjør sammen med IKEA ca tre fjerdedeler av det innenlandske møbelmarkedet (Raabe 2005). Følgelig er det klart at disse har en ikke ubetydelig forhandlingsmakt. Hvor stor denne er, er vanskelig å si men det er grunn til å tro at disse store aktørene er viktigere for Hjellegjerde enn Hjellegjerde er for dem. I og med at såpass mye av salget i Norge foregår gjennom disse aktørene, vil det bety store tap for Hjellegjerde om de skulle miste salg her. For forhandlerne finnes det derimot alternativer som for eksempel Ekornes, Brunstad, Stordal, Bolia for å nevne noen. For de mange små møbelforhandlerne vil Hjellegjerde imidlertid kunne ha større forhandlingsmakt, i det de er en stor aktør i det norske markedet med et godt kjent merkenavn.

Et annet moment er de økonomiske nedgangstidene vi nå befinner oss i. Mange sammenlikner den pågående finanskrisen med den store depresjonen i 30- årene. Det vil i såfall bety noen år fremover med betydelig lavere forbruk enn det som har vært tilfelle i de siste årene. Dette vil igjen føre til at dyre innkjøp som eksempelvis møbler vil måtte utsettes for de fleste. Med andre ord vil etterspørselen falle, altså blir det færre potensielle kunder som møbelprodusentene konkurrerer om å kapre. Det er derfor all grunn til å tro at forhandlingsmakten til kundene vil kunne øke fremover.

3.1.5 Rivalisering på konkurransearenaen

I de siste årene har utviklingen i møbelbransjen gått noe dårligere med svakere salg. Flere aktører, både i Norge og internasjonalt sliter også med røde tall i regnskapene. Her hjemme produserer de store møbelprodusentene relativt like produkter. Selvsagt er det forskjeller i alt fra søm, typer skinn, understell etc., men i det store og hele dreier det seg stort sett om sofagrupper og hvilestoler som skal dekke de samme behovene. Dermed blir det vanskelig å skape nye markeder og følgelig øke etterspørselen etter møbler. Dette er med på å øke konkurransen, siden aktører da må kapre markedsandeler fra andre.

Allerede har man sett at rimelige import- møbler har blitt lansert under egne merkenavn hos de store forhandlerkjedene. Det gjenstår likevel å se om disse klarer å kapre kunder fra

eksempelvis Hjellegjerde. I den nedgangskonjunkturen man nå er inne i, er det slett ikke utenkelig at betydelig lavere priser vil kunne utkonkurrere sterke merkenavn.

I analysen kom det fram at Hjellegjerde hadde en noe sterkere forhandlingsmakt overfor lokale leverandører kontra globale. De kan dog ikke vente seg spesielt stor makt overfor store globale leverandører. I tillegg er det ventet høyere forhandlingsmakt fra kundene fremover. Dette er absolutt med på å øke rivaliseringen i markedet. Hjellegjerde som en relativt liten aktør internasjonalt står overfor store utfordringer i hvordan de vil møte den økte rivaliseringen.

Mulige virkemidler mot dette kan være at Hjellegjerde fokuserer mer på sitt rimeligere produktspekter, nemlig Scansit. I tillegg kan de vektlegge i enda større grad at deres produkter generelt sett er av høy kvalitet både hva angår materialer og komfort. Det kan også være nødvendig med drastiske priskutt for å øke kjøpelysten. Dette vil i såfall måtte bli fulgt opp med tilsvarende kutt i kostnadene for å opprettholde en viss lønnsomhet.

3.2 Intern ressursbasert analyse

Hjellegjerde har en rekke ressurser som de er avhengige av. Finansielle ressurser som egenkapital og gjeld er helt essensielt, men ikke spesielt sjeldent eller unikt. Videre har de en rekke fysiske ressurser, først og fremst produksjonslokaler. Blant de viktigste ressursene er kunnskapsressursene, hvor Hjellegjerde har lang erfaring med møbelproduksjon. Andre viktige ressurser er relasjonsressursene som går på kundene, leverandørene, alliansepartnere og merkevarer til Hjellegjerde. Det er blant annet kunnskapsressursene og relasjonsressursene som denne strategiske analysen vil fokusere på.

3.2.1 Merkevarer: Fjords, Dsigned, Scansit

Det er ikke til å komme utenom at Hjellegjerde har opparbeidet seg et sterkt merkenavn i bransjen, både i Norge og internasjonalt. Nettopp et sterkt merkenavn er nok noe av grunnen til at de har den omsetningen de har. Det største produktmerke for Hjellegjerde er Fjords som ble lansert i 2006. Tanken bak var at Fjords skulle være et samlet markedsnavn for selskapets internasjonale satsing. Hittil har salget av disse produktene vært bra, selv om det er for tidlig å si om produktmerke har vært en suksess. Dsigned er et annet produktmerke som ble lansert i 2008. Dermed kan en vanskelig si at denne ressursen er fullt ut mobilisert ennå. Det rimeligere produktmerket Scansit har vært sentral for Hjellegjerde

for å gjøre produktspekteret komplett. Et av problemene til Hjellegjerde har vært å skape stabile og suksessfulle merkenavn. Av de tre merkenavnene de har i dag, er det kun Scansit som har eksistert i lenger enn 3 år.

For merkevaren Hjellegjerde sett under ett er det liten tvil om at ressursen er svært viktig for konsernet. Uten et sterkt merkenavn ville de ikke kunnet ha stilt like sterkt mot konkurrentene. Det er på det rene at det gode ryktet har direkte økonomisk betydning for selskapet. Når det gjelder hvorvidt ressursen er sjelden må man se det i forhold til bransjen. Man kan kanskje si at det er sjeldent i den forstand at det er relativt få og store aktører som konkurrerer, både i Norge og internasjonalt. Likevel har konkurrerende bedrifter også sterke merkenavn, eksempelvis Natuzzi, La-Z-Boy, Brunstad og ikke minst Ekornes. Sistnevnte har en av verdens sterkeste varemerke innen møbelbransjen i form av Stressless, som nå har eksistert i snart 40 år. Foruten Ekornes, er Hjellegjerde Norges største møbelprodusent, hvilket gjør merkenavnet deres til en relativt sjelden ressurs i Norge. Noe svakere vil nok ressursen være sett i forhold til utenlandske aktører, selv om Hjellegjerde også her gjør seg bemerket.

Hjellegjerde har i dag eksistert i over 60 år. Siden de har vært i markedet såpass lenge, vil det være vanskelig for eventuelle nyetablerte bedrifter å imitere et slikt kjent merkenavn. Det vil ta tid for nye aktører å skaffe seg et merkenavn i markedet – først må potensielle kunder få kjennskap til ens produkter, dernest må man gradvis bygge seg opp et godt rykte.

Når det gjelder hvorvidt merkevaren Hjellegjerde er mobilisert, må en se nærmere på de ulike merkenavnene. Merkenavnet Fjords har nå eksistert i 3 år, og har i aller høyeste grad blitt mobilisert ut til en rekke ulike produkter. Det samme kan også sies om Scansit. For Dsigned er det muligens grunn til å anta at denne merkevaren ikke fullt ut er mobilisert i og med at den først ble lansert i fjor. Det er grunn til å tro at det vil lanseres en del nye produkter innenfor denne merkevaren, selv om noen produkter er blitt videreført. Alle disse merkenavnene, i tillegg til Hjellegjerde er selvsagt registrerte varemerker. Dermed er ressursen apporpiert i bedriften. Derimot er det blitt et økende problem at nye aktører i Asia produserer ulovlige kopier av norske møbler. Det kan være vanskelig å stoppe alle slike nye useriøse aktører, da det stadig vekk dukker opp nye.

Oppsummert kan man dermed si at merkevaren Hjellegjerde er en betinget strategisk ressurs, da den ikke er helt unik i forhold til andre aktører i markedet. Ressursen er imidlertid et realisert og beholdt fortrinn.

3.2.2 Produksjon, logistikk og salg

Gjennom over 60 år med møbelproduksjon besitter Hjellegjerde og deres ansatte på verdifulle kunnskapsressurser. Med produksjon i ulike land, og salgssavdelinger i en rekke land har de også kunnskap om logistikk og salg. Uten kunnskap i slike ledd, er man ikke spesielt konkurransedyktig. Man må ha ressurser som vet hvordan man på en effektiv, hensiktsmessig og kostnadseffektiv måte kan produsere, frakte og selge møbler.

Dette har Hjellegjerde, og det er liten tvil om at slike kunnskapsressurser er viktige for konsernet. Ressursene har indirekte betydning for økonomien til Hjellegjerde. I tillegg er dette ressurser som ikke direkte og fullt ut kan imiteres. Selvsagt kan man bygge opp kompetanse innenfor møbelproduksjon, men det vil være både kostbart og tidkrevende. Alternativet kan være å ansette personer som allerede besitter kunnskaper innenfor bransjen, eller sammenliknbare bransjer. Sistnevnte kan eksempelvis være aktuelt innenfor logistikk, distribusjon og salg hvor man gjerne kan anvende kunnskaper i lignende bransjer analogt for møbelbransjen. Her har blant annet Ekornes vært flinke til å adaptere kunnskap fra bilindustrien i alt fra produksjonsprosess, produktplattformer og standardisering. Sistnevnte har i mange år vært essensielt i bilindustrien. Her har Ekornes og andre aktører begynt å følge etter ved å standardisere deler av møblene, fortrinnsvis grunnkomponentene (Raabe 2005).

Imidlertid kan ikke kompetanse innen produksjon, logistikk og salg sies å være spesielt sjeldent i møbelbransjen. Det er all grunn til å tro at konkurrentene også besitter denne nødvendige kunnskapen. Blant annet har også Ekornes en rekke salgssavdelinger rundt om i verden. Det samme kan sies om Natuzzi. Man kan muligens differensiere seg noe fra konkurrentene ved eksempelvis å ha et mer effektivt og standardisert produksjonsanlegg, mer hensiktsmessige logistikk- løsninger med videre. Likevel er det liten grunn til å tro at denne kunnskapen ikke er tilgjengelig for andre aktører. Det kan også tenkes at det ligger ulike hensyn bak ulike valg. Eksempelvis vil en mindre aktør som hovedsaklig selger

innenlands, ikke ha behov for like komplekse logistikk- løsninger som eksempelvis en global aktør med mye eksport som Hjellegjerde.

Kompetansen i Hjellegjerde er mobilisert siden man i aller høyeste grad benytter seg av den kompetansen som finnes. Derimot er kompetansen knyttet til de menneskene som jobber i Hjellegjerde. Siden konsernet ikke kan eie de ansatte, er ressursen dermed ikke appropriert. De ansatte, og dermed kompetansen de besitter, kan enkelt flyttes til andre bedrifter. Dermed er det alltid en viss risiko for at kompetansen som de ansatte har tilegnet seg ikke nødvendigvis vil tilfalle bedriften i fremtiden. Et annet moment er de påfølgende dårlige tidene som vil komme fremover. Hjellegjerde har allerede varslet at de vil nedbemanne som en følge av svake prognoser. Dette kan i så fall bety at de muligens vil miste noe kompetanse. Likevel er det all grunn til å tro at den essensielle kjernekompetansen fortsatt vil være en del av Hjellegjerde.

Kompetansen innenfor produksjon, logistikk og salg kan dermed vanskelig karakteriseres som strategiske, i det de ikke er spesielt sjeldne eller unike.

3.3.3 Design

Møbelbransjen kan muligens sies å være en lav-teknologisk bransje. Riktignok har deler av produksjonen blitt automatisert i løpet av årene, men likefullt er det snakk om relativt ukompliserte produkter når det gjelder produksjon. Nettopp derfor er det viktig å kunne differensiere seg i forhold til konkurrentene i form av design eller andre kvaliteter. Her har muligens Hjellegjerde sammen med blant annet Ekornes vært flinke til å utnytte sine ressurser innenfor disse feltene. De var begge relativt tidlig ute med modulsofa- konsepter spesielt tilpasset hjemmekino, for på den måten å møte en økende trend og etterspørsel for dette. I tillegg lanserer de stadig nye modeller i takt med motebildet og trender forøvrig. Her kan man nevne Hjellegjerdets Dsigned med flere retro møbler som er kommet på mote igjen.

Samtidig ser man i dag at folk har en mye større bevissthet i forhold til valg av møblement. Mens man før gjerne valgte en sofa som hadde bra sittekomfort med en farge som passet resten av stuen, ønsker man gjerne i dag en sofa med regulerbar rygg spesialtilpasset i forhold til rommet. I tillegg velger man blant en rekke ulike stoffkvaliteter, farger, understell, vinkler og rygg for å nevne noe. Dette vil også mest sannsynlig være fremtiden innen møbelbransjen, hvor kunden har et utall valgmuligheter for å få det akkurat slik man ønsker

det. Derfor vil det være hensiktsmessig å ha kompetanse innenfor mote og design, og som kan utnytte trender i markedet. På den måten kan man være med å kapre andeler, og unngå å bli akterutseilt av andre aktører.

Det vil være vanskelig å hevde hvorvidt slike ressurser er sjeldne i møbelbransjen. Hjellegjerde har på sin side relativt bra kompetanse på dette området, hvor de stadig lanserer nye produkter i takt med trender. Også Ekornes har vært gode på design. Samtidig er det all grunn til å tro at også de store internasjonale aktørene som eksempelvis La-Z-Boy og Natuzzi også innehar slik kompetanse. Spørsmålet er hvor gode de er på å utnytte denne kompetansen.

Det som derimot er klart er at kompetanse innen design er en viktig ressurs. Uten fornyelse og nytenkning av formspråket vil konkurrenter kunne kapre kunder som verdsetter moteriktige møbler. I tillegg er det viktig å ha et design på møblene generelt som appellerer til et bredt publikum. Ved å ha kompetanse på design vil man kunne utnytte dette ved å ha ulike produktgrupper tiltenkt de ulike kundene – fra tradisjonelle og tidløse møbler til møbler med et mer moderne og tidsriktig preg. Det er gjerne designet på møblene som først fanger oppmerksomheten til kundene. På den måten er kanskje dette det viktigste kriteriet for et eventuelt kjøp eller ikke. En sofa kan gjerne ha utmerket sittekomfort og utallige valgmuligheter, men hvis designet i utgangspunktet ikke faller i smak, vil nok kunden velge noe annet. Dermed kan man si at design har direkte økonomisk betydning for Hjellegjerde. Om de ikke klarer å produsere møbler som kunden ønsker, vil selvsagt salget bli svekket.

Når det gjelder imiterbarheten til design er det klart at det ikke er noe problem. Problemet er at de store møbelprodusentene registrerer alle sine merkevarer slik at all kopiering av design blir ulovlig. Dette har imidlertid en rekke useriøse aktører ikke tatt hensyn til, ved å tilby tro kopier av registrerte merkevarer. Spesielt er dette et problem for Ekornes, hvor enkelte asiatiske aktører har kopiert heler eller deler av kolleksjonene sine fra Ekornes. Her har Ekornes vært aggressive for å få bukt med problemet.

For å fastslå om design er en ressurs som er mobilisert trenger man ikke å gå lenger enn til Hjellegjerdens produktspekter. Både Fjords, Dsigned og Scansit har alle produkter som har krevd mer eller mindre arbeid med design. Fjords er gjerne den produktgruppen som

Hjellegjerde har brukt mest ressurser på, inkludert design. I tillegg har de engasjert norske designere for å utforme stolkolleksjonen i Dsigned.

Selve designet på møblene må kunne sies å tilfalle Hjellegjerde, i det det er snakk om registrerte varemerker. Men når det gjelder kompetansen på design er den relatert til de menneskene som jobber med nettopp det. Dermed kan denne kompetansen i teorien flyttes fritt til andre virksomheter, slik at ansatte med nøkkelkompetanse innen design ikke nødvendigvis vil representere varige fortrinn. Det er likevel grunn til å tro at Hjellegjerde har en relativt stor arbeidsgruppe som arbeider sammen om design og formspråk, og at grunnkompetansen og ideene i denne gruppen vil bestå.

Man kan dermed kanskje si at kompetansen innen design er en betinget ressurs, siden det er usikkert hvor sjelden slik kompetanse er. Ressursen er realisert ut til produktene og kan til en viss grad sies å være et beholdt fortrinn.

4 Regnskapsanalyse

4.1 Tidshorisont

Møbelbransjen generelt, og kanskje Hjellegjerde spesielt er betydelig utsatt for konjunkturer i markedet. Produktene deres er såpass dyre at for folk flest vil man måtte utsette slike investeringer i dårlige tider. Dette taler for en lang tidshorisont, slik at både opp- og nedturer er en del av tallmaterialet. I de siste 4-5 årene har det vært en formidabel økonomisk vekst, hvor husholdningene har lånt historisk mye. Dette har følgelig åpnet for et betydelig høyere forbruk enn normalt. Dette har imidlertid snudd siden kollapsen i finansmarkedet i fjor høst. Dermed vil muligens noe av den kommende nedgangskonjunkturen kunne fanges opp i tallmaterialet.

Man bør også ta med at dette er en bransje som har stått overfor nokså betydelige endringer. Det har blant annet blitt lansert stadig nye produkter, med økt fokus på individuelle tilpasninger. I tillegg har Hjellegjerde hatt store omstillinger og restruktureringer de siste årene, med stadige lanseringer av nye produkter. Dette er momenter som taler for en relativt kort tidshorisont, kanskje ned mot 3 år.

Et annet moment ved valg av tidshorisont er regnskapsregler. Det ble fra 2005 krav om at alle børsnoterte selskaper skulle rapportere i henhold til IFRS – de internasjonale regnskapsstandardene. Dermed oppstår det et skille her, og ideelt sett bør man justere tallene for disse endringene. Av årsrapporten kommer det frem at endringene ikke har vesentlige regnskapsmessige konsekvenser for Hjellegjerde. Ekornes på sin side rapporterte etter IFRS allerede fra 2003.

I tillegg må det også tas hensyn til tidsbegrensning og omfang av oppgaven. Det er derfor valgt en analyseperiode på 6 år fra 2003 til 2008.

4.2 Regnskapsdata

Regnskapsanalysen tar som kjent utgangspunkt i perioden 2003 til 2008. Over denne perioden har det skjedd relativt store endringer internt i Hjellegjerde som også gjenspeiler regnskapstallene. Fra år 2000 og frem mot 2003 har omsetningen vært relativt stabil på i overkant av 400 MNOK. Året etter i 2004 ble et historisk bra år for Hjellegjerde med en omsetning på over 490 MNOK, mye på grunn av betydelig vekst i salg i blant annet Asia men også i Europa. Deretter har utviklingen gått nedover med betydelig negativ salgsvekst.

Innenlands omsetning i 2008 ligger an til å bli som i 2004, mens salget utenlands har blitt svekket. Fra toppåret i 2004 til 2008 har salget falt med over 37 % i Europa, 73 % i USA og 62 % i Asia.

Også på kostnadssiden har utviklingen de siste årene vært ugunstig. I forhold til omsetning har alle driftsrelaterte kostnader økt i perioden. Totalt sett har dette gitt en negativ trend i driftsresultatet, fra over 23 MNOK i 2004 til over 27 MNOK i minus i 2007. Enda verre står det til etter finansposter og skatt, hvor Hjellegjerde ligger an til over 50 MNOK i minus i 2008.

Ser man på balansen har egenkapital blitt dramatisk redusert i perioden, hvor den har gått fra 123 MNOK i 2007 til 67 MNOK i 3. kvartal 2008, altså nesten en halvering over en periode på 9 måneder. I tillegg har gjelden økt fra 173 MNOK i 2003 til 260 MNOK i 2008.

4.3 Trailing

Når denne oppgaven skrives er årsrapporten for 2008 ennå ikke utgitt. Likevel har man data til og med 3. kvartal 2008, slik at det ville være uheldig å ikke ta med 2008 i regnskapsanalysen. For å inkludere hele 2008 foretas en såkalt trailing årsregnskap. Dette vil si at man tar regnskapstall fra de fire siste kjente kvartalene. I dette tilfellet vil det si 1., 2. og 3. kvartal fra 2008 i tillegg til 4. kvartal fra 2007. Dette er selvsagt en forenkling av virkeligheten og modellen bør følgelig justeres for unormale poster, slik at man ikke viderefører disse fra 2007 til 2008. Dette kan eksempelvis dreie seg om en unormal salgsgvinst. Når det gjelder balansen i 2008 settes den lik balansen fra sist kjente kvartalsrapport, altså 3. kvartal 2008. Igjen blir det ikke helt nøyaktig, da aktiva og passiva-størrelser selvsagt kan endre seg siste kvartal. Spesielt kan det være at det foretas justeringer i siste kvartal. Likevel er det også begrenset hvor mye disse størrelsene i praksis varierer på et kvartal, slik at tallene vil være et godt grunnlag for 2008.

For Hjellegjerde har 2008 vært et dårlig år. Salget falt med 22 % i 3. kvartal, sammenlignet med samme periode året før. I tillegg ble kostnadene forholdsvis høyere i 2008, slik at driftsresultatet ble dårligere med vel 26 MNOK i minus, kontra ca 21 MNOK i minus i 2007. Dette betyr at det kan være fornuftig å vekstjustere trailing årsregnskap for 2008. Velger derfor å justere siste kvartal fra 2007 mot den negative veksten på ca 22 % i salgsinntektene, jamfør over. Resultatet for 2008 totalt sett blir mye likt som 3. kvartal med en negativ vekst i

salget på ca 22 %, til ca 333 MNOK. Med noe lavere kostnader i 2008 blir driftsresultatet litt over 27 MNOK i minus. Netto etter finans og skatt blir årsresultatet negativt med over 51 MNOK. Dette er svakt og betydelig dårligere enn årsresultatet fra 2007 på vel 35 MNOK i minus.

Når det gjelder poster etter drift, altså finansposter og skatt videreføres disse fra 3. kvartal 2008. Grunnen til dette er at der ikke er noen logiske og stabile sammenhenger mellom finansposter i de ulike regnskapsårene. Finansposter er forøvrig svært vanskelig å predikere, siden de er såpass varierende. Tallene varierer fra sterkt positiv til sterk negativ uten noen form for sammenheng. Det samme gjelder for andre tap og gevinster, disse er også videreført fra 3. kvartal 2008. Tabellen nedenfor oppsummerer resultatregnskapet for Hjellegjerde inkludert trailingåret:

Tabell 1

Resultatregnskap						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008T
Inntekter						
Salgsinntekt	418 046	491 955	467 774	468 037	425 993	332 908
Annen driftsinntekt	2 252		1 538	1 545	1 348	17 309
Sum inntekter	420 298	491 955	469 312	469 582	427 341	350 217
Kostnader						
Varekostnad	170 924	214 648	202 744	207 261	201 970	154 988
Lønnskostnad	101 058	112 557	117 374	111 360	114 305	92 018
Avskrivning	15 658	15 473	24 106	15 125	14 734	13 997
Annen driftskostnad	116 256	125 933	136 972	124 682	123 969	116 605
Sum kostnader	403 896	468 611	481 196	458 428	454 978	377 608
Driftsresultat	16 402	23 344	-11 884	11 154	-27 637	-27 391
					<i>Tall i NOK 1000</i>	

For Ekornes er fremgangsmåten analogt til Hjellegjerde. Trailingåret har også her blitt vekstjustert. I motsetning til Hjellegjerde har Ekornes hatt positiv vekst i salgsinntektene over hele analyseperioden, selv om den var på beskjedne 2,2 % fra 3. kvartal i 2007 til samme kvartal i 2008. Driftsresultatet er også positivt og relativt bra for konsernet over analyseperioden, i størrelsesorden 400 MNOK til over 500 MNOK. I trailingåret er tilsvarende tall 453 MNOK. Årsresultatet er også bra med jevnt over 300 MNOK i overskudd over analyseperioden.

Enda bedre blir tallene for Ekornes om man sammenligner med andre store aktører. Natuzzi og La-Z-Boy sliter begge som Hjellegjerde med røde tall i regnskapene og sviktende salg de siste årene (E24 2008).

4.4 Omgruppering

Når trailing årsregnskap og balanse er på plass, er det tid for å omgruppere tallene. Dette gjøres for å få mest mulig riktige tall i forhold til den analysen som senere skal gjøres, nemlig investororientert analyse. I utgangspunktet er nemlig årsregnskapet kreditororientert. Resultatoppstillingen har fokus på om verdiskapingen er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld, eller sagt med andre ord – om årsresultatet er positivt. Balansen skiller mellom likvide midler som omløps- og anleggsmidler og om gjelden er kort- eller langsiktig. Dette er imidlertid av mindre interesse for en investor. En investor ønsker et mer normalisert mål på verdiskaping og forklaring på hva kildene til denne verdiskapingen er.

Som mål på normalisert verdiskaping benyttes i denne oppgaven EBITDA som utgangspunkt. Grunnen til dette er fordi det er ønskelig med relativt stabile og predikerbare tall, for på den måten å kunne verdsette med bedre presisjon. EBITDA er inntjening før finansposter, av- og nedskrivning og skatt. Med andre ord ser man bort fra disse postene. Tanken bak det er at de bare tilfører støy til datamaterialet. Ser man eksempelvis på finansposter i regnskapet til Hjellegjerde varierer disse mye fra år til år, uten at det virker å være noen sammenheng i variasjonene. I tillegg ser man bort fra av- og nedskrivninger. Dette kan for mange selskaper være galt, i det noen av nedskrivningene kan være driftsrelaterte og således bør inkluderes i tallmaterialet. Imidlertid er det ingen informasjon om spesifikke nedskrivninger i noteregskapet. Velger derfor å utelate av- og nedskrivninger i det omgrupperte regnskapet.

Skatt er i utgangspunktet relativt komplisert og denne oppgaven velger å se bort fra skatt i den historiske analysen. I prognoseregskapet må imidlertid skatt trekkes fra normale kontantstrømmer fra drift. Dette utdypes mer under trendanalyse og prognose.

Det man i utgangspunktet er ute etter er en normal kontantstrøm fra drift, for på den måten kunne utarbeide fornuftige fremtidsprognoser som grunnlag for verdsettelsen. Derfor benyttes det i denne oppgaven EBITDA. Det må imidlertid foretas en del justeringer av denne. Mer om det under justering og normalisering.

Etter at man er kommet fram til en normalisert EBITDA, trekkes normalinvesteringer fra i prognosen, i tillegg til at man justerer for endring i arbeidskapital. Effekten av disse postene kan sies å være en normal kontantstrøm fra drift. Normalinvesteringer er nødvendige investeringer som bedriften normalt sett foretar seg. Her kan man velge å se på historiske investeringer som mål på fremtidige investeringer. Imidlertid er det en del momenter som taler mot dette. For det første vil det normalt være prisøkning eller inflasjon i anskaffelseskost for kapitalutstyr, i det historiske avskrivninger gjerne viser til driftsmidler kjøpt for 5- 15 år siden. Andre eiendeler kan gjerne være nedskrevet til verdi lik 0. På den måten vil historiske avskrivninger være dårlig estimat på normale investeringer. Alternativt kan man se på investeringer fra kontantstrømoppstillingen. Her bør man passe på å se tallene i forhold til hverandre. Har det eksempelvis vært høyt nivå de siste årene kan det tyde på store investeringer, og dermed at det ventes mindre investeringer i årene fremover. Motsatt kan lavt nivå tyde på at man har dårlig råd eller eventuelt er underinvestert.

For å estimere fremtidig arbeidskapital må en foreta beregninger på historisk arbeidskapital for å kunne si noe fornuftig om prognosen ut fra det. Relevant arbeidskapital i forhold til en verdsettelse er den som er omsetningsavhengig. Det vil i første omgang si kundefordringer, varelageret og andre fordringer. I tillegg er Hjellegjerde som de fleste andre bedrifter avhengig av en viss mengde likvide midler eller kontanter til den daglige driften. Et forenklet men greit mål på dette er ti prosent av kundefordringer og varelageret (Kinserdal 2008). Tilslutt må en trekke fra leverandørgjeld samt avsetning til feriepenger, lønn, overtid osv. Sistnevnte er ikke spesifisert i noteregnskapet, men et fornuftig mål på dette kan være ti prosent av lønnskostnaden det aktuelle året (Kinserdal 2008).

Når det gjelder balansen må også den omgrupperes. Som sagt er den i utgangspunktet kreditororientert med fokus på likviditeten til eiendelen og forfallstiden på gjelden. Nå ønskes imidlertid et klart skille mellom drift og finansiering, både med hensyn på eiendelene og gjelden.

For Hjellegjerde er varige driftsmidler, immaterielle eiendeler, utsatt skatt og andre fordringer klassifisert som driftsrelaterte anleggsmidler da de i all hovedsak er relatert til driften. Andre fordringer kan muligens også være finansiell dersom de egentlig er utlån. Det mangler imidlertid noteopplysninger om dette, og de klassifiseres dermed som

driftsrelaterte. Driftsrelaterte omløpsmidler består av varer, kundefordringer og andre fordringer. I tillegg er det slik at et foretak uansett må ha likvide midler for å drive virksomheten, altså bør noe av kontantene og kontantekvivalentene fordeles til driftsrelaterte omløpsmidler. Som ved beregning av arbeidskapital, brukes her ti prosent av kundefordringer og varelageret.

Finansielle anleggsmidler er for Hjellegjerde finansielle eiendeler tilgjengelig for salg. Dette består av aksjer i Norge og utlandet og er således finansielle eiendeler. Finansielle omløpsmidler blir overskuddslikviditet, altså det som er igjen av kontanter og kontantekvivalenter etter at den driftsrelaterte andelen er trukket fra.

Grovt sett kan man si at den driftsrelaterte gjelden er ikke- rentebærende og at den finansielle er rentebærende. Dermed blir lån til kredittinstitusjoner eller banklån klassifisert som finansiell, og kort- eller langsiktig i henhold til forfallstiden. Langsiktig driftsrelatert gjeld er her utsatt skatt, pensjonsforpliktelser og øvrige avsetninger, i det de alle relaterer seg til driften av konsernet med lang forfallstid. Kortsiktig driftsrelatert gjeld er leverandørgjeld, betalbar skatt og andre avsetninger for forpliktelser. Sistnevnte kan også være finansiell, men i følge noteregnskapet dreier det seg om garantiavsetning fra kunder og rettslige krav fra designere. Dermed må posten kunne klassifiseres som driftsrelatert. Minoritetsinteresser har ikke Hjellegjerde i de aktuelle regnskapsårene, så dette ses bort fra i denne oppgaven.

4.5 Justering og normalisering

Motivasjonen bak justering av regnskapet er å komme fram til en normal kontantstrøm fra drift som beste mulige utgangspunkt for prognose. Man søker med andre ord å justere til et normalt historisk resultat for å vise underliggende inntjening. Dette er i utgangspunktet en svært ambisiøs målsetning. Som ekstern analytiker har man kun offentlig tilgjengelig informasjon å justere ut fra, og man besitter dermed betydelig mindre kompetanse enn hva ledelsen i selskapet har. Derfor kan man muligens argumentere for at slik justering kun vil tilføre mer støy til tallene. Det er også gjerne en tendens til at målefeil utjevner seg, slik at nettoeffekten av målefeil ikke i vesentlig grad påvirker regnskapet. Likevel vil det i denne oppgaven gjøres ulike justeringer for å få en mest mulig normal kontantstrøm fra drift.

Siden det er EBITDA denne oppgaven tar utgangspunkt i, er det først og fremst EBITDA-poster som bør justeres. Under disse har man justering av god regnskapsskikk (GRS),

regnskapsmanipulasjon og unormale driftsposter. I det man ser på EBITDA er det få GRS-justeringer. Blant annet ser man bort fra justeringer av av- og nedskrivning, driftsmidler, goodwill etc. Likevel er det noen poster man bør se nærmere på.

Regnskapsmanipulasjon kan forekomme og bør også analyseres. Det er her en rekke faresignaler som bør undersøkes for å avdekke slik manipulasjon. Eksempelvis hvis der fins insentiver til å manipulere for å bedre resultatet. Dette kan være for å opprettholde et godt rykte i markedet, eller unngå å bryte lånekrav fra kreditorer. Andre faremomenter er bytte av revisor, endring av regnskapsprinsipper eller store unormale justeringer.

Unormale driftsposter kan omfatte en rekke ulike poster som ikke er relevante ved fremskriving. Det kan være ekstraordinære poster, diskontinuerlige eller andre unormale poster. Riktignok er det svært få kostnader som blir ført under ekstraordinære poster siden det stilles strenge krav til klassifisering. Posten må blant annet være uvanlig, uregelmessig og vesentlig. Diskontinuerlige poster er aktuelt for virksomheter som skal selges eller avvikles. Slike virksomheter er lite relevante for prognostisering og resultatet fra disse bør følgelig justeres ut. Det samme gjelder for unormale driftsposter, som kan dreie seg om engangsgevinster eller –tap ved salg. Andre poster kan være engangsnedskrivning, -avsetning eller unormale engangseffekter. Generelt sett ønsker en å justere for alle poster som ikke er relevante for en videre prognose.

Et eksempel på en slik post er pensjonskostnader som i og for seg er komplisert. Hjellegjerde dekker pensjoner til alle sine norske ansatte gjennom en innskuddsordning. I tillegg er det noen finansposter inkludert i resultatregnskapet under pensjonskostnader som må trekkes ut i det de bare tilfører støy. Dette gjelder rentekostnad og forventet avkastning på pensjonsmidler. Disse postene er for enkelte år dårlig spesifisert, spesielt for årene 2003 og 2007. Det er da brukt forholdstall sammen med tall i de aktuelle årene for å komme frem til mest mulig korrekte tall. Justeringene er i størrelsesorden marginale – fra -118' i 2007 til 178' i 2006.

Andre poster det kan være grunn til å se nærmere på er andre tap eller gevinster. Disse har variert relativt mye de siste årene, fra -7,6 MNOK til 5,1 MNOK. Under disse postene kan det være greit å se nærmere på avsetning for forventede tap på kundefordringer samt gevinst ved salg av anleggsmidler. Førstnevnte var på 4,2 MNOK i 2005, 3,6 MNOK året etter før det

ble kraftig redusert til 0,6 MNOK i 2007. På grunn av overgang til IFRS i 2005, er det forskjellig klassifisering av tap på kundefordringer for årene 2003 og 2004. For disse årene er de klassifisert som tap på krav på henholdsvis 1,1 og 1,7 MNOK. Man kan imidlertid ikke sammenlikne disse tallene direkte mot tallene fra IFRS- regnskapene.

Det som derimot er bemerkverdig er den betydelige reduksjonen fra 2006 til 2007. Riktignok har salget falt i denne perioden, men ikke på langt nær like mye som reduksjonen i denne posten skulle tilsi. Samtidig kan det tenkes at det gjerne ble avsatt for mye i 2005, året etter Hjellegjerdes beste år i analyseperioden med hensyn på omsetning. Muligens er avsetningen i 2006 dermed mest riktig, sett i forhold til salg. Et fornuftig nivå på avsetning i 2007 kan dermed være ca 3,3 MNOK, hvis en tar hensyn til den lavere omsetningen dette året. Ved å bruke samme forholdstall for 2005 blir her avsetningen relativt lik 2006 med 3,6 MNOK. Det bør dog nevnes at dette er en grov forenkling og at tallmaterialet på 3 år strengt tatt er i korteste laget.

Man bør også se på avsetning for årene 2003 og 2004 for seg siden disse er rapportert i henhold til norsk god regnskapsskikk. Avsetningene for disse årene er mer i henhold til omsetningen, selv om det også her blir svært tynt tallmateriale. Omsetningen økte med ca 18 % i 2004, mens avsetningen økte med over 54 %. Her kunne en selvsagt ha justert ned for år 2004. Velger likevel ikke å justere siden det kun er snakk om to år, samt at eventuell justering kun blir marginal.

Hjellegjerde har også hatt relativt høye andre inntekter i trailingåret 2008. Fra kvartalsrapporten for 3. kvartal står det at de dette året solgte produksjonsanlegg i Stordal og Litauen. Det er derfor stor sannsynlighet for at noe av dette salget er ført mot andre driftsinntekter. I tillegg solgte Hjellegjerde i 2006 et lager- og kontorbygg i USA. Dette kan være faktorer som tyder på at de er i ferd med å nedbemanne eller avvikle noe av virksomheten sin. Uansett kan det synes som at man bør justere for en unormalt høy salgsgevinst på over 11 MNOK ved salget av eiendommen i USA i 2006. Tilsvarende tall var i 2004 0,19 MNOK, 0,17 MNOK i 2005 og 1,3 MNOK i 2007. Det kan dermed virke som at normal gevinst ved salg av anleggsmidler gjerne er i størrelsesorden fra 0 til ca 1 MNOK. Et slikt salg vil representere realisering av eiendelen. Hvis Hjellegjerde derimot ønsker å leie ut sine bygninger, vil disse leieinntektene være en del av de fremtidige kontantstrømmene.

Man bør imidlertid ikke foreta slike justeringer ukritisk. Det kan være at det vil bli mer normalt med slike relativt store salg av eiendommer også fremover, jamfør den påfølgende nedgangskonjunkturen. Dermed blir slike poster relevante for fremskriving og bør følgelig ikke justeres. Likevel er det vanskelig å kunne si noe spesifikt om dette, om det i det hele tatt vil skje og hvor store beløpene eventuelt vil være. Konklusjonen blir derfor at det justeres mot et normalnivå på 1,0 MNOK når det gjelder salg av eiendommen i 2006. I tillegg justeres det for ekstraordinært høye driftsinntekter i 2008 mot et normalnivå de siste tre årene på ca 1,5 MNOK.

Andre driftskostnader er en annen post som bør sees nærmere på. Spesielt har man hatt tildels store svingninger i kostnader knyttet til revisjon og konsulentttjenester. Kostnaden beløp seg til 12,7 MNOK i 2005, vel 10,0 MNOK året etter og over 15,6 MNOK i 2007. I forhold til omsetning er tallene henholdsvis 3, 2 og 4 %. Spesifiseringen er generelt dårlig, men av årsrapporten kommer det frem at godtgjørelse til revisor utgjorde rundt 2 MNOK i den samme perioden. Med andre ord er det all grunn til å tro at mesteparten av kostnadene relaterer seg til konsulentttjenester. Det er også rimelig å anta at en del av disse kostnadene er knyttet til restrukturering og merkevarebygging. Fjords ble blant annet lansert i 2006, og det er klart at selskapet har brukt betydelige midler på å utvikle denne merkevaren. Merkevarer Dsigned ble lansert i 2008, året etter at det påløp relativt store kostnader til konsulentttjenester sett i forhold til omsetning. Samtidig hadde selskapet fokus på å rendyrke Fjords som en internasjonal merkevare. Med andre ord kan en muligens hevde at kostnadene i 2007 og 2005 var unormalt høye, siden utvikling av nye merkevarer ikke er noe Hjellegjerde gjør hvert år.

Man kunne selvsagt ha normalisert disse størrelsene, men velger i stedet å ta høyde for analysen i utarbeidelsen av prognosen. Spesifiseringen i noteregnskapet er mangelfull for årene 2003 og 2004, slik at det blir vanskelig å si noe om kostnadene knyttet til konsulentttjenester her.

Restposten under andre driftskostnader har også variert svært mye de siste årene. Størrelsesmessig ble det kostnadsført 14,5, 26,2 og 17,8 MNOK i henholdsvis 2005, 2006 og 2007. Det mangler imidlertid spesifisering i notene hva denne posten gjelder. Likevel kan det tenkes at noe av kostnaden er knyttet til restrukturering. Det ble blant annet gjort en del

omorganisering i bemanningen, deriblant ledergruppen. Samtidig ble det i 2006 gjort investeringer i nyansatte i utlandet. Dette kan muligens forklare noe av den svært høye kostnaden i 2006. Imidlertid er noteregnskapet mangelfullt på dette området, slik at eventuelle forklaringer på forskjellene kun blir spekulasjoner. Det foretas derfor ingen justeringer her. Samtidig mangler det spesifisering for andre driftskostnader i regnskapsårene 2003 og 2004, slik at det også her ikke er grunnlag for å foreta noen justeringer.

Under noteregnskapet er det gitt opplysninger om betingede krav. Her har Hjellegjerde i 2008 mottatt varsel fra tyske skattemyndigheter om at deres tyske datterselskap kan bli påført et krav fra 0,6 MEUR til 1,0 MEUR. Dette på grunn av endring i beskatning i perioden 2002- 2005, relatert til internprising og konsernbidrag. Det forventes imidlertid at kravet frafaller, og at det ikke får noen effekt på regnskapet. Velger derfor å ikke justere for det betingede kravet. Tabellen nedenfor oppsummerer normaliserings- postene for Hjellegjerde:

Tabell 2

Normalisering						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008T
Salgsinntekt	418 046	491 955	467 774	468 037	425 993	332 908
Annen driftsinntekt	2 252	-	1 538	1 545	1 348	17 309
Varekostnad	170 924	214 648	202 744	207 261	201 970	154 988
Lønnskostnad	101 058	112 557	117 374	111 360	114 305	92 018
Andre tap - netto			5 060	-7 612	2 273	3 869
Andre driftskostnader	116 256	125 933	131 912	132 296	121 696	117 283
EBITDA	32 060	38 817	12 222	26 277	-12 903	-17 941
Salg eiendom				10 104		15 809
Pensjon - finansposter	25	81	58	178	-118	
Avsetning tap kundefordring			-593		2 657	
Justert EBITDA	32 085	38 898	12 873	16 351	-15 678	-33 750
					<i>Tall i NOK 1000</i>	

For å få en mest mulig korrekt sammenligning mot Ekornes, bør også regnskapet her omgrupperes og justeres. På samme måte som for Hjellegjerde bør man justere for å komme frem til en mest mulig normal kontantstrøm fra driften. Et problem i forhold til Ekornes er at årsrapportene deres generelt sett er svært lite spesifiserte med hensyn på noteregnskapet. Dermed blir justering av regnskapet svært vanskelig. Det som imidlertid er spesifisert er

pensjonskostnadene, slik at det kan justeres for finanspostene knyttet til disse. Som for Hjellegjerde er effekten marginal, i størrelsesorden fra -271' til 637'.

Det er også all grunn til å tro at det er andre poster som burde vært justert for. Blant annet kan det tenkes at det har vært unormale inntekter fra eksempelvis salg av driftsmidler. I tillegg har Ekornes også vært gjennom restruktureringer i de siste årene, med blant annet utskifting og fornyelse i produktspekteret. Det er trolig at det har vært forholdsmessig høye kostnader tilknyttet dette, som muligens burde vært justert for. Andre poster som man burde sett nærmere på inkluderer nedskrivninger av varelager eller kundefordringer, gevinster eller tap ved salg, betingede krav etc. Siden noteregnskapet er såpass mangelfullt blir imidlertid slike justeringer vanskelige å tallfeste. Det gjøres derfor ingen justeringer av disse postene for Ekornes.

4.6 Trendanalyse og prognose

Etter at regnskapstallene er justert og normalisert er det tid for å analysere tallene for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet, samt komme frem til en prognose. Først foretas en nøkkeltallanalyse som går ut på å undersøke en rekke forholdstall og trendene til disse. Grunnen til at det benyttes forholdstall er at absolutte tall i seg selv er lite informative. Eksempelvis kan lønnskostnader ha vært økende over en periode. Absolutte tall på dette viser ikke de underliggende forholdene for hvorfor kostnadene har økt. Ved derimot å se på lønnskostnader i forhold til salg vil man kanskje oppdage at kostnaden har vært konstant, altså vært stigende med økt salg. På den måten gir forholdstall mer innsikt i de underliggende økonomiske forholdene.

For salg måles utviklingen i prosentvis vekst pr år. Siden det ikke har vært noen oppkjøp i perioden, vil denne veksten representere reell vekst. Dette er ønskelig siden det er denne som best måler underliggende vekst i salget. Enhver bedrift kan i realiteten vokse seg stor på å kjøpe opp andre, uten at det nødvendigvis fører til reell økonomisk vekst. Poster som lønn, varekjøp, gevinst og tap og andre driftskostnader ses i forhold til salg. I tillegg må man se på trender i forholdstallene. Er det eksempelvis en trend med økte råvarepriser bør grunnen til dette undersøkes nærmere. Det samme gjelder for normalinvesteringer og endring i arbeidskapital.

I tillegg blir analysen først interessant når man sammenligner med sammenlignbare bedrifter, i dette tilfellet Ekornes. På den måten kan man avgjøre om utviklingen i forholdstallene er god eller dårlig.

Tidshorizonten for prognosen er sammenfallende med de historiske tallene, altså 6 år. Prognosen er derfor fra 2009 til 2014, hvor 2014 representerer steady state. Steady state vil si at veksten i selskapet er tilnærmet konstant og sammenfallende med den generelle veksten i økonomien forøvrig. Som det også tidligere er nevnt, er møbelbransjen en bransje med stadige endringer. På den måten kan en vanskelig anta når Hjellegjerde vil være i steady state.

4.6.1 Salgsinntekt

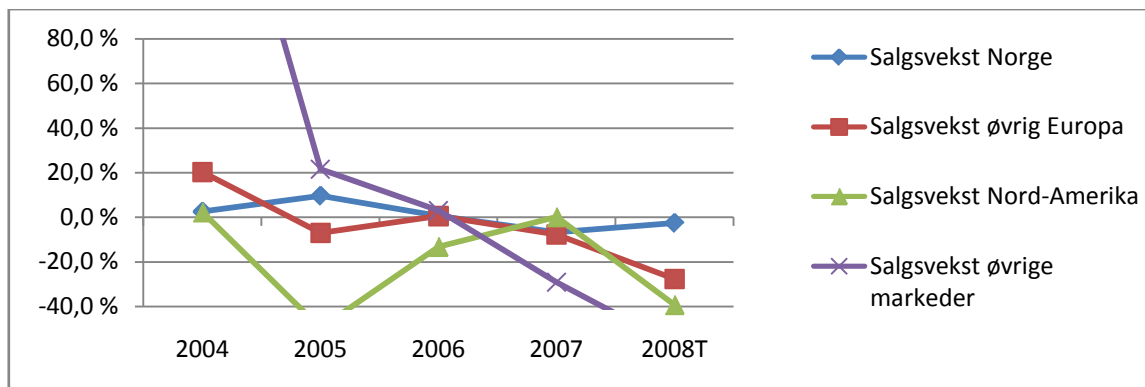
Som det tidligere er påpekt har salgsinntektene til Hjellegjerde stort sett hatt en negativ trend over analyseperioden. Salget gikk riktignok kraftig opp i 2004, før det har blitt redusert nokså kraftig. Størsteparten av salget skjer til Europa, hvor de viktigste landene er Norge, Tyskland og Frankrike. Totalt sett selges over 80 % til Norge og Europa forøvrig.

Generelt kan man si at den relativt markante veksten i salget i 2004 er mye på grunn av økt volum knyttet til merkevaren Northern Comfort som det ble brukt mye ressurser på å markedsføre. Konsernet var her nettopp ferdig med restrukturering, hvor det blant annet ble fokusert enda mer på Northern Comfort samt flyttet noe av produksjonen fra Norge til Litauen. Dette er nok hovedårsaken til at salget generelt tok seg kraftig opp i 2004. Det er også grunn til å tro at økt satsing i Asia fikk utslag i salget dette året. Hjellegjerde hadde blant annet tidligere på 2000- tallet flyttet noe av produksjonen til Asia.

Videre etter 2004 er utviklingen dårlig for så å si alle markedsområdene. Det er grunn til å tro at noe av dette skyldes nedgang i salget av møbler generelt for bransjen. I tillegg har Hjellegjerde stått overfor en rekke omstillinger, med blant annet endringer i produktsortiment. Fjords ble blant annet utviklet og produsert først i 2006, før Dsigned ble lansert i 2008. Slike omstillinger vil naturlig nok kreve noe tid før de genererer salg. Merkenavnene skal produseres, distribueres og vises frem for potensielle kunder. Her har nok Ekornes vært flinkere til å bygge videre på allerede godt etablerte merkevarer som eksempelvis Stressless som i dag består av både sofa- kolleksjoner og tilbehør i tillegg til den velkjente hvilestolen.

Likevel er det ikke til å komme unna at det siste året har vært spesielt vanskelig, og ikke bare for møbelprodusenter. En rekke bedrifter i konjunktur- avhengige bransjer som bil- og båtbransjen hadde også dårlig omsetning i 2008. De selger alle produkter som man strengt tatt ikke trenger, eller investeringer som man gjerne skjærer ned på i nedgangstider.

Som det fremgår av figuren nedenfor, har salgsveksten stort sett vært fallende for alle markeder:



Figur 3

Norge

Salget innenlands har vært relativt stabilt sammenlignet med de andre markedsområdene over analyseperioden. Både i 2004 og 2005 vokste salget med henholdsvis 2,6 og 9,7 %, før det stagnerte i 2006 og avtok i de to påfølgende årene. Andelen av totalsalget som skjer til Norge er også relativt stabilt, med en andelsprosent på rundt og i overkant av 30 %. I 2008 gikk andelen opp til over 42 %. Dette viser at salget innenlands er viktig for Hjellegjerde, og utviklingen har vært relativt bra, tross sviktende salg totalt sett. Grunnen til dette kan være at Hjellegjerde er såpass kjent i Norge og at merkeloyalitet er viktig for de norske kundene. Muligens har den stadig økende trenden med import av møbler fra Asia ikke klart å ta tilstrekkelig med markedsandeler her hjemme, nettopp på grunn av Hjellegjerdes sterke posisjon innenlands. Den norske mentaliteten er også muligens preget av at man velger det trygge og kjente. I tillegg er det gjerne oppfatninger om at norskprodusert er et kvalitetsmerke i seg selv – da vet man hva man får et kvalitetsmøbel som varer.

Utviklingen til Ekornes kan på mange måter sammenlignes med Hjellegjerde. Salget innenlands er for dem også relativt stabilt, med noen svingninger. Forskjellen ligger i andelen av salg som skjer i Norge, der Ekornes har hatt en andelsprosent fra 20 % i 2003 til 15 % i

2008. Med andre ord er Hjellegjerde mer avhengig av det norske markedet enn Ekornes, som på sin side er mer eksponert mot spesielt Europa forøvrig men også Nord- Amerika.

Salget innenlands har altså vært relativt bra for Hjellegjerde. Det er også grunn til å tro at dette markedet blir svært viktig i årene fremover. Spesielt er det usikkerhet knyttet til hvor store ringvirkninger dagens finanskriser vil føre med seg i detaljhandelen. Det pekes på at Norge i så måte er i en særstilling og vil komme godt ut av situasjonene. I tillegg spår noen at vedvarende lave renter fremover faktisk vil øke forbruket til folk flest. Det man imidlertid bør tenke på er at Norge er en liten aktør i en åpen økonomi og i aller høyeste grad avhengig av økonomiske forhold også i utlandet. Fallende etterspørsel i Europa og verden forøvrig vil også påvirke situasjonen til norske bedrifter. Det kan bety sviktende salg, økte råvarepriser, nedbemanning, strengere lånevilkår etc.

Man har allerede sett noen ringvirkninger finanskrisen har fått for norske bedrifter. Det er først og fremst knyttet til bygg- og anleggsbransjen. Etterhvert som omsetningen faller for norske bedrifter, vil man nok også kunne se nedskjæringer i andre bransjer i den kommende perioden. Allerede i desember 2008 ble 40 ansatte i Hjellegjerde oppsagt. Samtidig innførte Ekornes firedagersuke for samtlige ansatte. Den samme trenden er ellers gjeldende for de andre møbelprodusentene i Norge. Med andre ord er forventningene svake til fremtiden.

Selv om det ventes økt disponibel inntekt til norske husholdninger fremover på grunn av lavere rente, viser det seg at denne økte inntekten ikke nødvendigvis forbrukes men spares når man er i nedgangstider. Dette henger nok sammen med den psykologiske faktoren knyttet til usikre tider, hvor man blant annet frykter for sin egen arbeidsplass. Økt disponibel inntekt vil altså mest sannsynlig ikke gå til for eksempel kjøp av dyre møbler. På bakgrunn av dette ventes det nedgang i det norske markedet for Hjellegjerde. Dette vil nok også gjelde for møbelprodusentene i Norge generelt. Her har Hjellegjerde en fordel som velkjent aktør.

Hvor stor nedgang det blir i omsetningen er vanskelig å tallfeste, men historisk har salget innenlands vært relativt stabilt. Et fornuftig mål på utviklingen kan dermed være et fall på 5 % i 2009. Et sannsynlig scenario er at dette nivået holdes uforandret året etter. En rekke indikatorer tyder nemlig på at finanskrisen blir langvarig, og noe som ikke kan reverseres i løpet av kort tid. Hvor lenge er vanskelig å si, men at det vil gå noen år er ikke usannsynlig. Muligens vil arbeidsledigheten bli redusert og regjeringens krisepakker begynne å få virkning

rundt 2010- 2011. Det er tenkelig at en rundt disse tider gjerne begynner å bli optimistiske, samt at fortsatt lave renter vil gjøre utslag i forbruket til folk flest. I tillegg skrives det også om at Norge, tross økonomiske nedgangstider, vil være godt rustet i forhold til andre land. Det ventes derfor en vekst på 10 % i 2011 og 2012. Trolig vil veksten normaliseres årene etter, med henholdsvis 5 % i 2013 og 3 % i steady state- året 2014.

Europa

Salgsveksten i Europa var på akseptable 20 % i 2004. De neste årene ble som det innenlandske markedet, med negativ utvikling. Salget har dog falt noe mer de to siste årene enn i Norge, med over 27 % fall i 2008. Det reduserte andelen av totalt salg til Europa forøvrig fra rundt 52- 53 % til rett under 50 %. Det er bekymringsfullt at salget falt såpass mye i 2008, med tanke på at dette representerer Hjellegjerdes viktigste marked. Ekornes har på sin side hatt en relativt bra utvikling i Europa med positivt vekst hvert år i analyseperioden. De har en litt høyere andel av omsetningen i Europa med vel 58 % i 2008.

Som ellers har Hjellegjerde hatt en del omstrukturering i denne perioden, hvor man blant annet har utviklet og endret flere merkevarer. Dette har ført til redusert salg de siste årene. Spesielt gjelder dette for mellom- Europa, hvor størsteparten av salget i Europa skjer. Salget til Skandinavia, som også representerer en betydelig andel, har vært noe variabelt selv om tendensen er fallende etterspørsel. Her står Storbritannia i kontrast med sterk vekst i omsetningen de siste årene. Hjellegjerde investerte i et salgs- og distribusjonsanlegg for å bedre posisjonen sin i dette markedet. Det er derfor grunn til å tro at dette har gitt seg utslag i økt omsetning. Imidlertid er det usikkert hvor stor andel av salget som skjer til Storbritannia, selv om landet ikke er den viktigste eksport- nasjonen.

I tillegg står en nå overfor en generell nedgangskonjunktur, som gjorde seg utslag for de fleste møbelprodusenter i 2008. Nettopp i nedgangstider søker gjerne forbrukerne i dette markedet mer kjente merkevarer til fordel for Hjellegjerde som i utlandet er en relativt liten aktør. Dette taler for lavere omsetning i nærmeste framtid. Som den strategiske analysen viste, er det også ventet sterkere konkurranse fra importerte møbler fra Asia. Hjellegjerde har all grunn til å frykte en slik konkurranse, spesielt i eksport- markedet, siden de her har en mindre anerkjent posisjon. Muligens vil også et generelt lavere privat forbruk, grunnet finanskrisen, få flere til å velge nettopp rimeligere møbler fra Asia.

Samtidig er det også grunn til å tro at de store investeringene i nye merkenavn som Fjords og Dsigned etterhvert vil kunne gi avkastning. Det er kjent at mye av fallet i omsetningen, spesielt i de to siste årene, i dette markedet skyldes nettopp omstrukturering med tilhørende endringer i produktspekteret. Når merkenavnene etterhvert har fått befestet sin posisjon, er det ikke utenkelig at en kan vente markant økt omsetning. Dette vil dog muligens ikke skje før økonomien generelt har begynt å ta seg opp igjen etter finanskrisen. Igjen er det usikkert hvor lenge nedturen vil vare. Det som er faktum er at blant annet Tyskland opplever sin verste tilbakegang i økonomien siden andre verdenskrig. En rekke andre EU- land opplever også tilbakegang eller resesjon i realøkonomien. Dette, sammen med at Hjellegjerde er en relativt liten aktør i dette markedet, åpner for svake forventninger de neste par årene.

Et annet moment som har betydning for Hjellegjerde er utviklingen i valutakurser. I de siste årene har euro- en vært lav relativt til den norske kronen, sett i et historisk perspektiv, med kurser stort sett rundt og i underkant av 8,0. Dette har ført til at utenlandske forbrukere må betale en høyere pris for norske varer, og dermed en ugunstig situasjon for eksportindustrien i Norge generelt. Dette endret seg høsten 2008 i forbindelse med finanskrisen. Da søkte investorer seg til mer sikre valutaer som euro og US dollar, som dermed førte til høyere kurser for disse valutaene relativt til den norske kronen. Blant annet så man euro over 10,0 og dollar godt over 7,0. Dette var gledelige nyheter for mange eksportbedrifter i Norge, deriblant møbelprodusentene.

Situasjonen er imidlertid ikke ventet å vare, siden man etterhvert har sett tegn til mer normale valutakurser. Panikken blant investorene ser altså ut til å legge seg, i det også børsene er på full fart oppover igjen. Dermed vil man muligens i årene fremover nærme seg mer normale kurser på rundt og i overkant av 8- tallet for euro. I tillegg er det også vanlig for eksportbedrifter som er utsatt for valutarisiko å inngå terminkontrakter. Det har også Hjellegjerde gjort. På den måten er de mindre eksponert for store utslag i valutakurser. Dermed synes det ikke være nødvendig å korrigere for valutakurser i fremtidsprognosen.

Når det gjelder neste års omsetning i Europa, vil nok den i aller høyeste grad bli preget av den økonomiske situasjonen i regionen. Et betydelig fall på ca 10 % er ikke usannsynlig i 2009, altså noe mer enn i Norge. Da er omsetningen i Europa på historisk lave 149 MNOK.

Det samme nivået ventes året etter, på grunn av fortsatt dårlige tider samt sterk konkurranse fra rimelige importmøbler. I 2011 ventes det imidlertid som for det norske markedet en oppgang, muligens også større enn i Norge. Dette fordi man i Europa hadde tapt mye omsetning på grunn av mye omstrukturering og lansering av nye merkenavn. Det ventes derfor at Fjords og Dsigned vil gi økt salg dette året, med en økning på ca 15 % i forhold til året før. De påfølgende årene ventes det så en vekst på ca 5 %, som regnes som mer normal vekst.

Selv om prognosen viser vekst for store deler av perioden, er omsetningen i 2014 enda ikke tilbake på 2003- nivå. Dette kan synes noe pessimistisk. Man skal dog ikke glemme at vi er midt inne i en resesjon i verdensøkonomien som man muligens må tilbake til det store krakket på 1930- tallet for å sammenligne med. Dette sammen med økt konkurranse fra importmøbler fra Asia, er hovedargumentene for analysen.

Nord- Amerika

Utviklingen har vært særs dårlig for det Nord- Amerikanske markedet de siste årene. Regnskapet viste en svak oppgang i salget på ca 2 % i 2004, før det halverte seg året etter. En ytterligere nedgang ble det i 2006 på ca 13 %, før det igjen falt med hele 39 % i 2008. Over analyseperioden har salget falt med over 70 % i dette markedet. Andelen av salg til Nord- Amerika har også falt dramatisk med vel 66 %, fra 12 % til ca 4 %.

Igjen er det omstrukturering og endring i produktspekteret som delvis er skyld i nedgangen, spesielt for 2005. Her var Hjellegjerde i full gang med utfasing av eksisterende produktgrupper og utvikling av Fjords. I tillegg er det all grunn til å tro at den økonomiske situasjonen i USA var en viktig årsak til det relativt store omsetningsfallet i 2008. Krisen i boliglånsmarkedet, den såkalte subprime- krisen, var på denne tiden et problem for svært mange amerikanske husholdninger (Nasjonalbudsjettet 2009). Gjennom hele 2008 var det amerikanske konsumet svakt, noe som absolutt har påvirket salget av møbler.

Ekornes har også opplevd nedgang i omsetningen i Nord- Amerika, selv om den er betydelig mindre enn for Hjellegjerde. Faktisk har Ekornes stort sett hatt positiv vekst i salget i dette markedet, med unntak av de to siste årene som endte med negativ vekst på rundt 1 %. De har også en relativt høy andel av omsetningen sin i denne regionen med rett over 20 %. Dette er nok igjen en bekreftelse på at Ekornes har en sterkere posisjon i eksportmarkedet,

mye grunnet merkenavnet Stressless. Imponerende er det også at selskapet klarer å opprettholde omsetningen i et vanskelig marked som Nord- Amerika den siste tiden. Uansett representerer dette unntaket for møbelprodusenter verden over, som generelt sett sliter med svak inntjening og røde tall i regnskapene.

I 2008 var omsetningen i Nord- Amerika historisk lav for Hjellegjerde. Det kan vanskelig tenkes at dette vil ta seg opp med det aller første, med tanke på den økonomiske situasjonen i regionen. Samtidig er salget såpass lavt at det neppe vil bli ytterligere stort fall. Et rimelig scenario kan dermed være nullvekst for dette markedet de neste to årene. Deretter i 2011 og de neste to årene kan det tenkes at en får en forsiktig vekst på 5 %. I steady state- året ventes 3 % vekst som for Norge og Europa. Det forventes med andre ord noe svakere vekst i Nord- Amerika enn Europa fordi det var her finanskrisen hadde sitt utspring fra. Samtidig har omsetningen vært svært volatil over analyseperioden, med til dels store fall.

Øvrige markeder

I de øvrige markedene, som hovedsaklig dreier seg om Japan og Asia, var veksten på over 200 % i 2004, selv om salget i absoluttstørrelse er betydelig lavere her, kun vel 7 % av totalsalget. Veksten fortsatte i 2005 og 2006 med henholdsvis 22 og 3 %. Deretter falt salget kraftig tilbake og endte i 2008 nesten på 2003- nivå. Dette markedet står for den minste andelen av omsetningen til Hjellegjerde. Likevel er det et viktig satsingsområde, i det man venter at det private forbruket til eksempelvis Kina og India snart vil begynne å nærme seg vestlig standard. Det skrives også om at disse landene vil klare seg relativt bra i forhold til dagens økonomiske situasjon. Det kan åpne for mulig vekst i denne regionen.

Med tanke på de kraftige fallene som har vært i dette markedet, kan det likevel vanskelig tenkes at dette plutselig skal snu. På grunn av stadig skjerpene konkurranse er det derimot sannsynlig å tro at utviklingen for dette markedet vil følge i tilsvarende retning som de andre markedene. Det betyr nullvekst i 2009 og 2010. Deretter vil muligens økt satsing i dette markedet, samt tro på en relativt markant økonomisk vekst føre til bra omsetning. Et mulig scenario er 15 % vekst i 2011, 10 % i de neste to årene. Antar samme vekst som markedene forøvrig på 3 % i steady state.

Hvis en ser på omsetningen totalt sett over prognoseperioden ligger Hjellegjerde an til å få negativ vekst på i overkant av 7 % i 2009. Deretter følger et år med nullvekst, før omsetningen begynner å øke igjen med vel 12 % i 2011. Årene etter faller veksten jevnt til 5 % i 2013, før det i steady state faller til 3 %.

Andelen av omsetningen til de ulike markedene endrer seg kun marginalt. Andel av salget til Norge holder seg rundt 42- 43 %, Europa fra 48 til 49 %, samt Nord- Amerika og markedet forøvrig henholdsvis ca 4 % og 4- 5 %.

Det ventes noe høyere annen driftsinntekt i prognosen enn det som har vært normalen de siste årene. Fra 2005 til 2007 har nivået vært omkring 1,5 MNOK, det samme som det ble justert mot i trailingåret. I prognosen ventes det imidlertid noe høyere nivå med vel 2,0 MNOK. Dette er på grunn av forventninger om blant annet høyere leieinntekter fra eiendom.

Tabell 3

Prognose salg						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Salgsinntekt</i>	309 359	309 359	347 731	373 216	392 718	404 499
<i>Norge</i>	133 364	133 364	146 700	161 370	169 439	174 522
<i>Øvrig Europa</i>	149 062	149 062	171 421	179 992	188 991	194 661
<i>Nord- Amerika</i>	13 645	13 645	14 327	15 044	15 796	16 270
<i>Øvrige markeder</i>	13 289	13 289	15 282	16 811	18 492	19 046
					<i>Tall i NOK 1000</i>	

4.6.2 Varekostnad

Når det gjelder varekostnad er årsrapportene mangelfull i forhold til spesifisering av disse. Dette gjelder både Hjellegjerde og Ekornes. Dermed blir det vanskelig å vite eksakt hvilke og hvor mye av innsatsfaktorene som brukes samt hvordan fordelingen mellom de er. Likevel er det kjent at møbelproduksjon er avhengig av råvarer som blant annet skinn, tekstil og stoff. I tillegg benyttes treverk og stål til understell samt kjemikalier til skumplast. Det er grunn til å tro at skinn og andre tekstiler som brukes til å trekke møblene utgjør en betydelig andel av den totale varekostnaden. Skinnen som brukes til møbelproduksjon stammer fra kveg og kjøpes inn fra slakterhus og garveri. Dette markedet strekker seg over hele verden, men det er kjent at den høyeste kvaliteten på skinnen stammer fra Skandinaviske land samt Tyskland. Andre tekstiler finner man stort sett i land fra fjerne Østen.

De historiske tallene viser at varekostnaden stort sett er økende i forhold til omsetningen. I 2003 utgjorde varekostnad 41 % av omsetningen. De tre neste årene var forholdet 43- 44 %, mens det i 2007 og 2008 var på rundt 47 %. Dette gjør at varekostnaden klart utgjør den største utgiftsposten for Hjellegjerde. Sammenlignet med Ekornes er dette svært høye forholdstall. Størrelsesmessig har forholdet vært fra 23 til 26 % for Ekornes, hvor det de siste årene ser ut til å ha stabilisert seg rundt 25 %. Det er altså snakk om betydelige forskjeller.

En åpenbar grunn til denne forskjellen kan være at Ekornes er en mye større aktør enn Hjellegjerde, og at de dermed har større forhandlingsmakt overfor leverandører. På den måten kan de forhandle frem bedre priser i sine kontrakter. Det er også verdt å merke seg at Ekornes produserer alle sine produkter her hjemme, i motsetning til Hjellegjerde som har produksjonsanlegg i både Litauen og Thailand. Dette skulle i teorien muligens gitt lavere kostnader for Hjellegjerde. Siden produksjonen utenlands ikke har pågått spesielt lenge, er det muligens en del oppstartskostnader forbundet med disse anleggene. Likevel kan det alene vanskelig forklare den store forskjellen mellom de to produsentene.

Samtidig er det kjent at Ekornes har vært spesielt gode på selve produksjonsprosessen. De har blant annet tatt lærdom fra bilindustrien hva angår standardisering av komponenter i produksjonen. Dette kan dreie seg om alt fra understell, søm og skumplast- produksjon. I tillegg er de muligens også en av de bedre produsentene når det gjelder automatisering av produksjonen. I den siste perioden har de også jobbet med automatisering av sømproduksjon. Dette tyder på at Ekornes er svært bevisst på selve produksjonsprosessen, for på den måten å effektivisere og igjen redusere kostnadene.

Mens tendensen hos Ekornes har vært en relativt stabil varekostnad, er tendensen økende varekostnad i forhold til salg for Hjellegjerde. En mulig forklaring kan være at Hjellegjerde har måtte bære økte råvarepriser, mens Ekornes har kunne bruke sin høyere forhandlingsmakt til å forhandle frem bedre priser. Et annet moment går på produktsortimentet til Hjellegjerde. De har blant annet lansert en rekke nye produkter innenfor Fjords og Dsigned de siste årene. Det er dermed all grunn til å tro at utfasing av gamle produktserier samt produksjon av nye har ført med seg betydelig kostnader. En del møbler må gjerne kasseres i forbindelse med utfasing, samtidig som det må produseres møbler til utstilling av de nye merkevarer.

I tillegg kan det være interessant å se nærmere på varelageret. I forhold til omsetningen har denne økt jevnt fra laveste nivå på 13 % i 2004 til 25 % i 2008 for Hjellegjerde. Dette er isolert sett svært høye tall. Her har Ekornes lavere tall, med forholdstall på rundt 8- 10 %. Dette betyr følgelig en betydelig ekstra- kostnad for Hjellegjerde. Det å ha varer på lager er en kostnad i seg selv. I tillegg må man gjerne skrive av deler av varelageret på grunn av ukurans.

På bakgrunn av analysen er det grunn til å tro at Hjellegjerde vil få lavere varekostnad fremover. Dette fordi de nå har godt etablerte merkenavn i form av Scansit og ikke minst Fjords. I tillegg har de også lansert Dsigned, slik at de største kostnadene knyttet til lansering og oppstart av produksjon sannsynligvis allerede er tatt. Varelageret vil sannsynligvis også kunne reduseres med tiden, ettersom man nå har mer etablerte merkevarer i sortimentet. Det er også kjent at Hjellegjerde i den siste tiden har hatt økt fokus på å redusere kostnadene. Blant annet har de sagt opp en del av arbeidsstokken. Samtidig følger det av den strategiske analysen at det ventes noe større press fra internasjonale leverandører, som igjen kan føre til økte kostnader. Et mottiltak for Hjellegjerde kan være å benytte seg mer av lokale og mindre leverandører der det er mulig, for å sikre bedre betingelser.

Det ventes dermed noe lavere varekostnad for 2009 med et anslag på 44 %. Sannsynligvis vil det fortsatt være en del ekstrakostnader knyttet til Dsigned dette året. Året etter forventes en marginalt lavere varekostnad med 43 %, før det stabiliseres seg på 42 %. Dette betinger dog at Hjellegjerde fortsetter utviklingen av merkevarene de har i dag, og at disse blir suksessfulle. Skulle det bli behov for ytterligere omstrukturering i produktspekteret med lansering av nye merkenavn, vil dette føre med seg betydelige merkostnader. Det er i prognosen også tatt hensyn til at Hjellegjerde vil måtte betale en høyere pris for sine innsatsfaktorer. Sammenlignet med Ekornes er forholdstallene høye. Likevel er det slik at Ekornes er en betydelig større og mer suksessfull aktør, som kanskje kan sies å være en urealistisk produsent å sammenligne Hjellegjerde mot.

4.6.3 Lønnskostnad

Med lønnskostnad menes stort sett lønn som utbetales til den enkelte ansatt, da lønn utgjør vel 85 % de totale lønnskostnadene. Arbeidsgiveravgift utgjør en andel på ca 12- 13 %, mens pensjonskostnader og aksjeopsjoner står for resten. I perioden svinger lønnskostnadene noe,

med andeler i forhold til omsetning fra 23 til 28 %. Trenden de siste tre årene er økende, med blant annet den høyeste andelen på 28 % i 2008. Det er ganske likt med Ekornes som har hatt en relativt konstant andel på 27- 28 % i perioden.

De siste årene har Hjellegjerde gjort en rekke endringer med hensyn på arbeidsstokken. Blant annet har noe av produksjonen blitt flyttet til Litauen og Thailand. Dette burde i teorien gi lavere lønnskostnader i det lønnsnivået der er betydelig lavere enn det norske. Likevel er det ofte slik at det er knyttet en del ekstra kostnader i forbindelse med oppstart av nye produksjonsanlegg. Nytt personell skal læres opp. Det blir gjerne gjort en del produksjonsfeil både maskinelt og av personell. I tillegg er det muligens høyere transport- og distribusjonskostnader med utenlandske produksjonsanlegg. Oppfatningen generelt er sannsynligvis i overkant optimistisk i forhold til de reelle besparelsene ved å flytte produksjonen utenlands. Potensialet for kostnadsreduksjoner er tilstede, mens det i realiteten gjerne ikke alltid blir som man har forespeilet seg.

Slik har det også muligens vært for Hjellegjerde, siden de har hatt forholdsmessig like høye lønnskostnader som Ekornes i de to siste årene. Ekornes har som kjent en policy om å holde all produksjon innenlands. Deres oppfatning er at den høyere norske timelønnen oppveier potensielle kostnadsulempes ved å flytte produksjonen utenlands. I tillegg er mesteparten av produksjonen til Ekornes automatisert, slik at behovet for manuelt arbeid holdes på et minimum.

Det skal også sies at Hjellegjerde har hatt en del omorganisering i ledelsen. Dette sammen med relativt nystartet produksjon utenlands åpner gjerne for lavere lønnskostnader i tiden fremover. I tillegg er Hjellegjerde midt i en fase med ytterligere nedbemanning grunnet svakere fremtidsutsikter. Det er også ventet et beskjedent lønnsoppgjør i 2009 for Norge, slik at de siste års kraftige lønnsøkninger nå vil avta. Sannsynligvis vil denne trenden fortsette noen år til før økonomien ventes å ta seg opp igjen. Når det gjelder lønnsnivået i Litauen og Thailand er det ventet at dette vil ta seg opp, etterhvert som økonomien vokser. Disse landene vil nok også merke finanskrisen, slik at det i nærmeste framtid nok ikke er fare for betydelige vekst i lønningene her. Imidlertid vil en gjerne få en sterkere vekst i lønningene i disse landene kontra Norge, når økonomien begynner å ta seg opp igjen.

På bakgrunn av dette ventes derfor noe lavere lønnskostnader de neste to årene. Det antas derfor at forholdet vil falle til 25 % i 2009 og 24 % i 2010, for så å øke igjen til 25 % for resten av perioden. Selv om dette er lavere enn nivået for de siste to årene, er det langt fra historisk lavt. Prognosen er også noe lavere enn de historiske lønnskostnadene til Ekornes, da det ventes at utenlands produksjon vil gi noe lavere kostnader fremover.

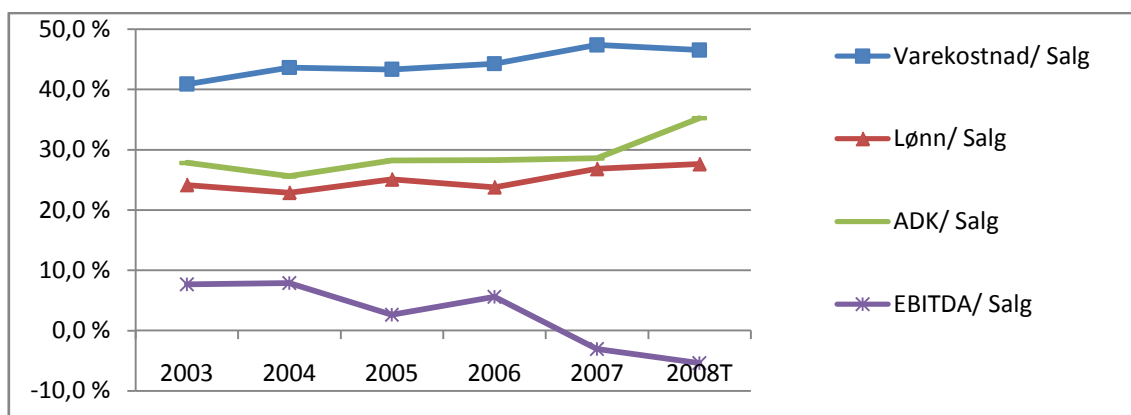
4.6.4 Gevinster og tap

Historisk sett har gevinster og tap variert mye. I 2005 var det totale tapet på i overkant av 5 MNOK. Dette skyldtes avsetning for forventede tap på kundefordringer på vel 4,2 MNOK i tillegg til virkelig verdi tap på 1,0 MNOK. Året etter hadde man imidlertid solgt en eiendom i USA som totalt sett ga en gevinst dette året på 7,6 MNOK. De to siste årene har man hatt netto tap på 2,3 og 3,9 MNOK i henholdsvis 2007 og 2008. Det er dermed klart at denne posteringen svinger mye. Det vil dermed være vanskelig å predikere et fornuftig nivå på denne i prognoseperioden.

Som det ble nevnt under justering og normalisering kan det hende det vil bli aktuelt med flere salg av anleggsmidler fremover, jamfør finanskrisen. Imidlertid kan det av samme grunn også være behov for å sette av ytterligere midler til forventede tap på kundefordringer. På den måten vil muligens disse størrelsene utjevne hverandre noe. Uansett er det knyttet usikkerhet i forhold til dette, slik at fremtidige gevinster og tap settes til null.

4.6.5 Andre driftskostnader

Totalt sett har andre driftskostnader vært nokså stabilt i perioden, med unntak av 2008. I forhold til salg var kostnaden 28 % i 2003, med et lite fall til 26 % i 2004 før det stabiliserte seg rundt 28 %. I 2008 økte imidlertid forholdet til hele 35 %. Dette er betydelig høyere enn Ekornes som over perioden har hatt et stabilt forholdstall på 25- 26 %. Det bør her nevnes at kostnadene ikke er spesifisert for Ekornes, slik at man ikke kan være sikker på om tallene er 100 % sammenlignbare. Figuren nedenfor illustrerer blant annet utviklingen i andre driftskostnader (ADK) i forhold til salg for Hjellegjerde:



Figur 4

For Hjellegjerde er de største postene under andre driftskostnader relatert til frakt, markedsføring, salgsprovisjon samt revisjon og konsulenttenester. Det kan derfor være greit å se litt nærmere på utviklingen her, for å danne seg et best mulig bilde om fremtidsprognosen.

Fraktkostnadene har vært fra 4,8 til 6,0 % i forhold til omsetning. Trenden har vært stigende fra 4,8 % i 2004 til 5,8 % i 2007. Grunnen til stigende fraktkostnader kan ha sammenheng med den relativt sterke økonomiske veksten en hadde i den samme perioden. Fraktratene økte til historisk høye nivåer, i takt med en generell økning i privat forbruk. Situasjonen er imidlertid en ganske annen i dagens marked, hvor fraktratene har sunket drastisk på grunn av overkapasitet. Det forventes derfor en del lavere fraktkostnader de neste årene, før de muligens vil begynne å ta seg opp igjen i 2011 når optimismen i økonomien muligens er tilbake.

Trenden i markedsføringskostnadene de siste årene har vært marginalt synkende med forholdstall fra 6,5 % i 2005 til 6,1 % i 2007. Altså er kostnaden relativt konstant. Det er også grunn til å tro at disse kostnadene vil holde seg nokså konstante i forhold til omsetning. Muligens vil Hjellegjerde sette av noe mindre til markedsføring, jamfør deres program for kostnadsreduksjoner. Generell nedgangskonjunktur kan også føre til lavere kostnader, selv om det uansett vil måtte brukes noe midler til markedsføring. Antar derfor marginalt lavere kostnader de neste to årene, før det vil stabilisere seg på samme nivå som det historisk har vært.

Kostnader til salgsprovisjon har hatt en synkende trend. Dette kan ha sammenheng med strammere marginer og dårligere inntjening, og at det dermed har blitt satt av mindre til provisjon. Muligens har også økt fokus på kostnadsbesparelser ført til lavere kostnader. Med bakgrunn i de økonomiske nedgangstidene vi nå er inne i, kan det vanskelig argumenteres for at disse kostnadene vil øke med det første. Det kan derfor være fornuftig å anta at kostnadene fremover vil ligge omkring eller lavere enn trenden på 4- 5 % av omsetning de siste årene.

Revisjon og konsulentttjenester har hatt en variabel utvikling fra 2005 til 2007, med en økning i 2007 i forhold til omsetning. Som analysen fra normaliseringen viste, er mesteparten av disse kostnadene relatert til konsulentttjenester. Det er også kjent at Hjellegjerde har brukt mye ressurser på nye merkenavn. Blant annet ble Fjords lansert i 2006 og Dsigned i 2008. Det vil nok uansett være behov for en viss restrukturering og utskifting av produkter, med tilhørende kostnader til konsulenter. Likevel er det rimelig å anta at kostnadene vil være noe lavere de nærmeste årene, siden lansering av nye merkenavn tross alt ikke er noe man foretar seg hvert år.

Totalt sett forventes det lavere andre driftskostnader i årene fremover, grunnet mindre restrukturering og økt fokus på kostnadsbesparelser. Et mulig nivå kan være 28 % i 2009, før det deretter stabiliserer seg på 27 % som er noe lavere enn det historisk har vært de siste årene. Sammenlignet med Ekornes er det likevel 1- 2 %- poeng høyere.

4.6.6 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen til Hjellegjerde har vært relativt stabil fra 2003 til 2006 – fra ca 21 til 24 % i forhold til omsetning. I 2007 falt imidlertid forholdet til 14 % for så å øke til hele 34 % i trailingåret. Det store fallet i 2007 skyldes en kraftig reduksjon i kundefordringer på over 36 %. Året etter økte kundefordringer tilbake til 2006- nivå. Det samme gjorde varelageret. I tillegg til en kraftig reduksjon i omsetning førte dette til en svært høy arbeidskapital på 34 % av omsetning.

Før en går videre å prognostisere arbeidskapitalen kan det være greit å analysere de ulike postene som denne består av. Varelageret er hovedsaklig råvarer og ferdig tilvirkede varer. Spesielt er det ferdig tilvirkede varer som har økt de siste årene. I forhold til omsetning har varelageret vært fra 13 til 25 % med en markant økning fra 18 til 25 % i 2008. Som analysen

under varekostnad viste var dette svært høye tall, og betydelig høyere enn for Ekornes. Årsaken må nok tilskrives Hjellegjerdes stadig endring i sortiment med lansering av nye merkenavn. Dette fører naturlig nok til økt varelager av både utgående møbler og nye møbler som skal lanseres. Sannsynligvis må selskapet skrive ned en betydelig andel av dette varelageret på grunn av ukurans. Det forventes derfor en gradvis reduksjon i varelageret fremover, hvor det etterhvert muligens vil normalisere seg ned mot 15 %.

Kundefordringer har fulgt omtrent samme trenden som varelageret over analyseperioden, med en variabel utvikling fra 16 til 31 % i forhold til omsetning. I 2008 ble kundefordringene omtrent doblet fra 16 til 31 %. Det er svært høyt og bekymringsfullt, spesielt med tanke på eventuelle tap som måtte følge av at en viss andel av kundene ikke betaler for seg. I verste fall kan det bety at Hjellegjerde vil måtte kostnadsføre betydelige tap. Trenden er også økende for Ekornes, selv om tallene er betydelig lavere. Forholdet har økt jevnt fra 11 % i 2003 til 17 % i 2008. Det er også knyttet usikkerhet til betalingsevnen til kundene fremover. Med økonomiske nedgangstider følger også flere konkurser med påfølgende tap. Det er ikke urimelig å anta at Hjellegjerdes kundefordringer vil holde seg på et høyt nivå relativt til omsetning også fremover. Sannsynligvis noe under 2008- nivå, men trolig over 20 %.

Selv om Hjellegjerde har relativt høyt varelager og mye kundefordringer, har de også en del leverandørgjeld. I forhold til omsetning har den økt jevnt fra 11 % i 2003 til over 25 % i 2008. Dette er svært mye høyere enn Ekornes som har hatt en leverandørgjeld fra 4 til 6 %. Sannsynligvis vil kostnadene være forholdsmessig høye for Hjellegjerde også i tiden fremover, analogt til kundefordringer.

Totalt sett betyr dette at arbeidskapitalen i forhold til salget i 2008 er for høyt for årene fremover. På bakgrunn av analysen over vil trolig 2006- nivået på arbeidskapitalen på 24 % være mer riktig. Her var varelageret 17 %, kundefordringer 23 % og leverandørgjeld 18 % - altså mer i henhold til analysen. Det benyttes derfor et fremtidig behov for arbeidskapital på 24 % i forhold til omsetning. Dette betyr at arbeidskapitalen blir kraftig redusert i 2009, altså blir EBITDA redusert tilsvarende endringen i arbeidskapitalen. Etter 2010 øker arbeidskapitalen noe, og EBITDA øker tilsvarende endringene.

4.6.7 Driftsinvesteringer

Som basis for driftsinvesteringer brukes i denne oppgaven først og fremst kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter. I tillegg trekkes også avskrivninger inn i analysen. Når det gjelder kjøp av varige driftsmidler har disse variert relativt mye i analyseperioden fra vel 7,6 MNOK i 2003 til hele 50,9 MNOK i 2007. Sistnevnte skyldtes en betydelig investering i nytt produksjonsanlegg i Litauen på 32 MNOK. Hjellegjerde har også solgt driftsmidler i perioden. Dette har også variert noe fra i underkant av 1,0 MNOK til 18,5 MNOK i 2006. I tre av årene er salget omtrent 3,0 MNOK. Det høye nivået på salg av driftsmidler i 2006 skyldes hovedsaklig salg av et lager- og kontorbygg i USA.

Mer interessant er det å se på netto driftsinvesteringer i forhold til salget. På grunn av unormalt høye kjøp og salg i henholdsvis 2007 og 2006, blir forholdstallene her lite representative for en prognose. Velger derfor å justere for disse to postene, som størrelsesmessig beløper seg til 11,1 MNOK og 32 MNOK. Forholdstallene blir da 1 % i 2003 før den stiger til 2 % de neste tre årene. I 2007 er forholdet nesten 4 %. Dette er relativt lavt, og med unntak av 2007 lavere enn de årlige avskrivningene som har vært i overkant av 3 % av salget. Sammenlignet med Ekornes er avskrivningene relativt like, mens Ekornes investerer noe mer i forhold til omsetning. Investeringene er jevnt over større enn avskrivningene i alle årene for Ekornes.

I teorien er det slik at man i steady state forventer at investeringene skal tilsvare avskrivningene. Dette betinger 0 i inflasjon, slik at driftsmidler som man kjøpte for flere år tilbake koster like mye når man skal reinvestere. I praksis er ikke dette veldig sannsynlig da inflasjon som oftest er positiv. I tillegg vil det gjerne være driftsmidler som allerede er fullstendig nedskrevet. Dette taler for at de nødvendige framtidige normalinvesteringene er høyere enn de historiske avskrivningene. Det må imidlertid sees i forhold til de historiske investeringene og økonomien til selskapet forøvrig.

For Hjellegjerde sin del har de nylig foretatt en betydelig investering i nytt produksjonsanlegg i Litauen. Det vil dermed sannsynligvis ikke foretas slike store investeringer i nærmeste framtid. Samtidig er likviditeten til Hjellegjerde nokså dårlig. Kontantene utgjorde vel kun 3,4 % av de totale omløpsmidlene i 2008. Lav egenkapitalprosent på 21 % og relativt mye gjeld er heller ikke gode forutsetninger for å

kunne investere. Dette var også en av grunnene til at selskapet var nødt til å få til kriseemisjonen på 30 MNOK som ble forhandlet fram desember 2008.

Imidlertid skal det sies at møbelbransjen generelt er en bransje som står overfor en rekke omstruktureringer. Produktsortimentet må til en viss grad fornyes med tiden, samtidig som det alltid vil være behov for å investere i eksempelvis nytt produksjonsutstyr. De siste årene har blant annet Ekornes foretatt flere investeringer for å automatisere produksjonen i enda større grad. Slike investeringer vil også være nødvendige for Hjellegjerde for å være med i den stadig skjerpene konkurransen. I steady state er det derfor rimelig å anta at investeringene i alle fall vil utgjøre de historiske avskrivningene. Disse har i gjennomsnitt vært 3,4 % av omsetning over perioden. Frem til steady state er det mer usikkert, men trolig vil nivået på investeringene være relativt lavt. Dette på grunn av svak økonomi og en generell nedgangskonjunktur, jamfør analysen over. Antar derfor nettoinvesteringer på 2 % av omsetning, slik de også var i 2004- 2006.

4.6.8 Skatt

Som det ble nevnt tidligere blir det i denne oppgaven ikke fokusert på å estimere skattekostnad i prognosen. Grunnen til dette er kompleksiteten det innebærer, da det i praksis er nærmest umulig å beregne den faktiske skatten. Eksempelvis vil de fleste selskaper ha en rekke ulike investeringer på ulike tidspunkt. Disse avskrives i resultatregnskapet i henhold til en fornuftig avskrivningsplan – det være seg saldoavskrivning, lineær avskrivning eller lignende. Man vil dermed måtte beregne skattefradrag tilknyttet hver av disse investeringene for å kunne beregne den faktiske skatten. Med flere investeringer til ulike tidspunkt blir det en tilnærmet umulig oppgave.

I tillegg er det en rekke andre faktorer som kompliserer beregning av skattekostnaden. Eksempelvis kan man ha ulike tidspunkt for fradrag også knyttet til urealiserte tap og gevinster samt avsetninger. Noen poster er i tillegg ikke skattemessig inntekt eller tap. Dette gjelder gevinst ved salg av aksjer samt mottatt utbytte. Siden Hjellegjerde opererer i flere land kompliserer dette skattekostnaden ytterligere, ved at ulike land har forskjellige skattesatser.

Et annet moment er utsatt skatt og skattefordel. Disse er klassifisert som gjeldsposter i balansen, men er på ingen måte gjeld som gir kontantstrøm- utbetalinger. Utsatt skatt må en

først betale om eiendelene selges til bokført verdi i dag. Det er nettopp denne forutsetningen som brytes, siden de aller fleste i realiteten ønsker å fortsette driften til evig tid. Dermed blir den utsatte skatten aldri betalt, slik at den er verdiløs og får følgelig ikke noe fratrukk av totalkapitalen. Følgelig blir det ikke lagt til noe på grunn av eventuelle skattefordeler.

Det som kan være greit å se nærmere på er fremførbare underskudd. Slike underskudd kan benyttes mot fremtidige overskudd, for på den måten å redusere fremtidig beskatning. Disse står oppført i notene med 127,8 MNOK i 2007. I 2006 var samme post 82,0 MNOK, mens den året før var 73,3 MNOK. Altså har posten økt. Økningen er spesielt stor i 2007 da man fikk et resultat før skatt på -46,9 MNOK. Altså tilsvarer økningen omtrentlig det negative resultatet i 2007. Imidlertid balanseføres kun en liten del av de fremførbare underskuddene som utsatt skattefordel, på grunn av at det stilles krav til sannsynligheten for at konsernet kan benytte seg av disse mot fremtidige overskudd. Det blir dermed ikke riktig å føre de fremførbare underskuddene direkte mot fremtidige overskudd, for på den måten å redusere skattekostnaden. I tillegg kan det synes som at Hjellegjerde heller ikke fører underskuddene mot overskuddene. Eksempelvis hadde man i 2006 et relativt lavt overskudd på 3,5 MNOK før skatt. Av dette ble det betalt nesten 1,1 MNOK i skatt, hvilket betyr en effektiv skattesats på vel 30,7 %. Dette er høyere enn blant annet i 2007 og 2005.

I årsrapportene fra Hjellegjerde er det oppgitt en effektiv skattesats i årene 2005- 2007 på henholdsvis 25,1 %, 30,7 % og 26,1 %. Dette er blant annet inklusive fremførbare underskudd. Ideelt sett burde man sett på den nominelle skattesatsen for deretter å justere. Noteregnskapet inneholder imidlertid ingen opplysninger om denne. Den effektive skattesatsen kan dermed settes på bakgrunn av type selskap og hvor mye de investerer. Eksempelvis vil et høyvekst- selskap ha lavere skattesats på grunn av mye investeringer som skattemessig avskrives, slik at skattesatsen her vil være ned mot kanskje 20 %. Tilsvarende vil et selskap med lite investeringer eller nullvekst- selskaper ha en skattesats opp mot 30 %. Siden det forventes relativt lite investeringer fremover for Hjellegjerde benyttes her en skattesats på 28 % i prognosen.

4.6.9 EBITDA og normal kontantstrøm fra drift

Når prognosen nå er nesten komplett er det tid for å se nærmere på EBITDA samt normal kontantstrøm fra drift. Sistnevnte er altså etter at en har justert for endring i arbeidskapital samt normale driftsinvesteringer. Hvis man først ser på EBITDA- marginen, som måles i prosent av omsetning, har denne hatt en svak utvikling for Hjellegjerde. Størrelsesmessig har den falt fra nesten 8 % i 2003 til -10 % i 2008. Dette er bekymringsfullt og betydelig dårligere enn markedsleder i Norge Ekornes. De har i perioden hatt en margin på mellom 21 og 25 %. Trenden de siste tre årene har dog vært svakt fallende. Uansett er tallene svært bra og blant de beste for hele møbelmarkedet totalt sett. Ekornes må i så måte kunne sies å være i en annen klasse hva gjelder økonomiske resultater, ikke bare sammenlignet med Hjellegjerde men også andre store aktører som La-Z-Boyz og Natuzzi som alle har slitt de siste årene. Mye av årsaken kan nok tilskrives svært kjent merkenavn i form av Stressless, samt langsiktige og suksessfulle strategier.

Videre i prognosen blir utviklingen litt annerledes for Hjellegjerde. Riktignok faller omsetningen i 2009, men lavere kostnader fører til en positiv EBITDA- margin på relativt beskjedne 4 %. Det tar seg imidlertid noe opp året etter da det stabiliserer seg på i underkant av 7 %. Dette er i og for seg ikke spesielt solide tall, men heller ikke langt unna toppåret i 2004 med en EBITDA- margin på 8 %.

På grunn av en svært høy arbeidskapital i 2008, får man en reduksjon i arbeidskapitalen året etter slik at justeringen på EBITDA blir relativt stor og negativ. Det fører til en normal kontantstrøm fra drift på -32,3 MNOK. Siden arbeidskapitalen er konstant i forhold til omsetning i prognoseperioden, blir endringene i arbeidskapitalen mindre i årene etter. Resultatet blir positive kontantstrømmer fra driften fra vel 14 MNOK til 25 MNOK. Siden normalinvesteringene i steady state settes til gjennomsnittet av de historiske avskrivningene, får man en noe lavere kontantstrøm i steady state på 15,5 MNOK.

Tabellen nedenfor oppsummerer alle tallene i prognoseregnskapet, inkludert normal kontantstrøm fra drift etter skatt.

Tabell 4

Prognoseregnskap						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekt	309 359	309 359	347 731	373 216	392 718	404 499
<i>Norge</i>	<i>133 364</i>	<i>133 364</i>	<i>146 700</i>	<i>161 370</i>	<i>169 439</i>	<i>174 522</i>
<i>Øvrig Europa</i>	<i>149 062</i>	<i>149 062</i>	<i>171 421</i>	<i>179 992</i>	<i>188 991</i>	<i>194 661</i>
<i>Nord- Amerika</i>	<i>13 645</i>	<i>13 645</i>	<i>14 327</i>	<i>15 044</i>	<i>15 796</i>	<i>16 270</i>
<i>Øvrige markeder</i>	<i>13 289</i>	<i>13 289</i>	<i>15 282</i>	<i>16 811</i>	<i>18 492</i>	<i>19 046</i>
Annen driftsinntekt	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Varekostnad	136 118	133 025	146 047	156 751	164 941	169 890
Lønnskostnad	77 340	74 246	86 933	93 304	98 179	101 125
Andre driftskostnader	86 621	83 527	93 887	100 768	106 034	109 215
EBITDA	11 281	20 562	22 864	24 393	25 563	26 270
Endring arbeidskapital	-37 433	-	9 209	6 117	4 680	2 828
Normale driftsinvesteringer	6 187	6 187	6 955	7 464	7 854	13 570
Normal kontantstrøm fra drift	-32 340	14 374	25 118	23 045	22 389	15 527
Skatt	-9 055	4 025	7 033	6 453	6 269	4 348
Normal kontantstrøm fra drift e.sk.	-23 285	10 350	18 085	16 593	16 120	11 180
					<i>Tall i NOK 1000</i>	

5 Verdsettelse

Denne utredningen tar som kjent utgangspunkt i fundamental verdsettelse. Når de normale kontantstrømmene fra driften nå er prognostisert gjenstår det å beregne avkastningskravet til Hjellegjerde. Fordi estimatene i prognosen representerer usikre størrelser, må denne risikofaktoren tas hensyn til i verdsettelsen. Det gjøres nettopp gjennom et avkastningskrav hvor en søker å prise usikkerheten. Det veide avkastningskravet, WACC, priser kravet som en sum av kravet til egenkapitalen og gjelden vektet med markedsverdiene henholdsvis.

5.1 Egenkapitalkravet

For å beregne kravet til egenkapitalen benyttes kapitalverdimodellen, som er mye anvendt i praksis. Kapitalverdimodellen forutsetter blant annet at investorene er risikoaverse og at de derfor har spredt sine investeringer over flere plasseringer. Med andre har de en veldiversifisert portefølje av investeringer. På den måten er det kun den ikke-diversifiserbare risikoen som legges til grunn i kapitalverdimodellen. Dette er den såkalte beta- risikoen som måler investeringens markedsrisiko relativt til markedsporteføljens risiko. Denne risikopremien sees altså i forhold til markedets risikopremie, og kommer i tillegg til den risikofrie renten i markedet.

5.1.1 Risikofri rente

Som mål på den risikofrie renten kan man bruke 3 måneders NIBOR- rente. Dette er den renten som bankene er villig til å låne ut til hverandre, slik at den kan sies å ikke være vesentlig høyere enn den risikofrie renten. Denne har historisk vært nokså variabel. I 2003 var den i gjennomsnitt 4,1 %, før den året etter falt til 2,0 % (Norges Bank). Deretter har den steget jevnt til 6,2 % i 2008. Fremover ventes imidlertid en mye lavere NIBOR- rente på grunn av de økonomiske nedgangstidene. Eksempelvis var renten rett under 4,0 % ved utgangen av 2008, med forventninger ned mot to- tallet i nærmeste framtid. En slik rente kan sies å være unormalt lavt, og det er lite sannsynlig at den vil holde seg lav i lang tid fremover. Samtidig er 6,2 % risikofri rente relativt høyt, slik det var i gjennomsnitt i 2008. Trolig vil et normalnivå i fremtiden ligge rundt 4 %. Med en slik antakelse vil den risikofrie renten etter skatt på 28 % være 2,9 %.

5.1.2 Markedets risikopremie

Historisk sett har markedets risikopremie fulgt svingningene i økonomien forøvrig. Beregninger av historiske risikopremier viser at den gjennomsnittlig har vært 5,5 % på Oslo Børs i perioden fra 1958 til 2004. Mer omfattende beregninger fra 1900 til 2006 viste et snitt på markedspremien på 5,1 %. Det kan dermed være fornuftig å anta en fremtidig normal risikopremie på ca 5- 6 %. Sett i lys av finanskrisen ventes det muligens høyere risikopremie i det investorer i dagens marked er lite risikovillige. Uansett antas det at risikopremien etterhvert vil komme tilbake til mer normale nivåer på 5 % i prognosen.

5.1.3 Beta

Beta er som det ble nevnt tidligere et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til et selskap. Verdien måler samvariasjonen mellom avkastningen til selskapet og avkastningen til markedsporteføljen.

Siden markedet er 100 % samvariert med seg selv, blir beta til markedsporteføljen 1. En risikofri posisjon vil ikke samvariere med markedsporteføljen i det hele tatt, slik at beta til denne blir 0.

I praksis finnes beta- verdien ved å se på børskursen til Hjellegjerde i forhold til indeksen på Oslo Børs, OSEBX. Et fornuftig datamateriale er månedlige data de siste fem årene, altså fra 2004 til og med 2008 (Kinserdal 2008). Beta til Hjellegjerde blir da påfallende likt markedsbetaen, med 0,97. Dette betyr at børskursen til Hjellegjerde historisk sett har svinget nokså i takt med indeksen på Oslo Børs. Verdt å merke seg er det at standardavviket til Hjellegjerde er betydelig høyere enn indeksen, med 16,3 % kontra 7,5 %. Med andre ord er Hjellegjerde betydelig mer risikabel enn indeksen. Ekornes har i samme periode hatt en betydelig lavere beta- verdi på 0,37. Justert mot markedsbetaen med vektning 1/3 blir betaverdien 0,58. Dette er fremdeles lavt og viser at Ekornes svinger betydelig mindre enn indeksen, og således er en mer stabil aksje. Standardavviket til Ekornes er også lavt med 6,6 %, noe som også er lavere enn indeksen.

Totalt sett gir dette et egenkapitalkrav på 7,8 % for Hjellegjerde. Beregningen i henhold til formel 1.4 blir som følger:

$$r_E = E(r_i) = 0,029 + [0,05]0,97 = 0,078$$

Tilsvarende krav for Ekornes er 5,9 %.

5.2 Gjeldskravet

For å beregne kravet til gjelden kan man velge å se på rentekostnaden i forhold til rentebærende gjeld i form av banklån. For Hjellegjerde har denne variert fra i underkant av 5 % til nesten 7 %. Snittet over analyseperioden er 5,5 %. Det blir selvsagt en forenkling å anta at denne representerer den reelle gjeldsrenten til Hjellegjerde, siden spesifisering av rentekostnadene samt gjelden er noe mangelfull. Likevel er det grunn til å tro at estimatet er i nærheten av den faktiske gjeldsrenten. Estimater tilsvarer et kredittrisikopåslag på 1,5 % utover den risikofrie renten på 4 %, noe som kan synes å være rimelig. Muligens ville påslaget vært marginalt høyere hvis man legger egenkapitalprosenten fra 2008 til grunn på 21 %. Det ventes imidlertid at økonomien til Hjellegjerde etterhvert vil ta seg opp, slik at et fremtidig påslag på 1,5 % trolig vil være fornuftig.

5.3 WACC

Når egenkapitalkravet samt gjeldskravet er beregnet, er det tid for å regne på det veide avkastningskravet. De respektive kravene vektet mot markedsverdier av henholdsvis egenkapitalen og den rentebærende gjelden. Hjellegjerde hadde pr 1.1.2009 utestående 5 405 100 aksjer til en kurs lik 2,30. Følgelig blir markedsverdien av egenkapitalen som den var priset til på Oslo Børs vel 12,4 MNOK. Dette blir imidlertid ikke helt riktig, siden markedet allerede på dette tidspunktet hadde priset aksjen betydelig lavere på grunn av den kommende kriseemisjonen. Markedet la derfor til grunn at aksjene ville få en utvanningseffekt. Totalt skulle selskapet få inn 30 MNOK til en pris pr tegningsrett på kr 1 pr aksje. Det betyr at markedet i realiteten har priset aksjen i henhold til 30 millioner aksjer, i tillegg til de opprinnelige vel 5,4 millioner aksjene, totalt ca 35,4. Det blir en riktigere tilnærming, siden markedet kjente til dette før 1.1.2009. Følgelig blir ny markedsverdi av egenkapitalen 81,4 MNOK.

Markedsverdien av gjelden finnes ved å summere den rentebærende gjelden. Denne er i den omgrupperte balansen lik finansiell gjeld og i størrelsesorden ca 157,5 MNOK. Dette betyr at egenkapitalen kun utgjør 34,1 % av totalkapitalen, mens gjelden utgjør resterende 65,9 %. WACC blir dermed sumproduktet av disse vektene og de respektive kravene. Gjeldskravet

regnes etter skatt på 28 %. Resultatet blir at det veide avkastningskravet blir 5,3 %, ved bruk av formel 1.3:

$$WACC = 0,078 \frac{81,4}{81,4+157,5} + 0,055(1 - 0,28) \frac{157,5}{81,4+157,5} = 0,053$$

Dette er relativt lavt. Sannsynligvis vil det reelle kravet fra investorer som ønsker å investere i Hjellegjerde være betydelig høyere. Ved å benytte samme fremgangsmåte for Ekornes blir deres WACC nemlig 5,7 %. Det er her antatt en noe lavere gjeldsrente på 5,0 % enn for Hjellegjerde, siden spesifiseringen av balansepostene i årsrapportene fra Ekornes er for mangelfull til å kunne skille ut den rentebærende gjelden. Forøvrig er egenkapitalen til Ekornes hele 90,2 % av totalkapitalen, slik at soliditeten er betydelig høyere enn for Hjellegjerde.

5.4 Langsiktig vekst

På kort sikt kan et selskap vokse relativt mye. Store investeringer eller oppkjøp sørger også for høy vekst. Det som er interessant i en verdsettelse er å estimere den langsiktige veksten. Dette er den veksten som Hjellegjerde vil vokse med i steady state, altså i 2014. På lang sikt kan ingen selskaper vokse mer enn økonomien forøvrig. Med forventning om inflasjon på 2-3 % og en reell vekst på rundt det samme nivået, gir det en mulig langsiktig vekst fra ca 3 til 6 %.

For Hjellegjerde forventes det relativt lav langsiktig vekst. Dette er mye på grunn av økt press fra importmøbler fra Asia og generelt høyere konkurranse. Bransjen har heller ikke historisk vært preget av spesielt høy vekst. Eksempelvis har Hjellegjerde hatt en gjennomsnittlig salgsvekst på -3,5 % fra 2003 til 2008. Tilsvarende tall for Ekornes er 5,6 %. Det antas derfor en langsiktig vekst på 3 % for Hjellegjerde, som er rett over inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %.

Dermed er alle komponentene for verdsettelsen tilstede. Det benyttes en fremtidig evigvarende kontantstrøm på tilnærmet lik 11,18 MNOK, jamfør siste års kontantstrøm fra prognoseregnskapet. Resultatet blir en terminalverdi på 507,6 MNOK ved bruk av formel 1.7. På grunn av avrunding i eksempelet nedenfor stemmer ikke resultatet 100 % overens med tallene:

$$TV_t = \frac{11180(1+0,03)}{(0,053-0,03)} = 507,6$$

Terminalverdien neddiskonteres så sammen med de normale kontantstrømmene fra drift til 2008- nivå, ved hjelp av WACC. Man får da 409,9 MNOK, som tilsvarer verdien av totalkapitalen til Hjellegjerde eller enterprise value. Fratrullet verdien av rentebærende gjeld på 125,5 MNOK, blir markedsverdien av egenkapitalen 284,4 MNOK:

Tabell 5

Markedsverdi egenkapital	
Enterprise value	409 907
Rentebærende gjeld	125 529
Markedsverdi egenkapital	284 378
<i>Tall i NOK 1000</i>	

5.5 Konkursrisiko

I tillegg er det to risikofaktorer som ikke er medregnet – likviditetsrisiko samt konkursrisiko. Førstnevnte er risikoen for at en ikke får omsatt aksjen til full verdi på grunn av dårlig likviditet i markedet. I og med at Hjellegjerde er børsnotert er denne risikoen relativt lav. Likevel vil det være noe risiko siden Hjellegjerde har hatt relativt lav inntjening i den siste perioden, samtidig som de nettopp har gjennomført en kriseemisjon.

Ved analyse av konkursrisiko ser man i denne oppgaven på følgende forholdstall: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent samt netto driftsrentabilitet.

Likviditetsgrad 1 har vært nokså stabilt for Hjellegjerde fra 1,1 til 2,0. Dette tilsvarer en rating fra BB til BBB, hvor den de to siste årene har vært BB. Ekornes har hatt en tilsvarende nokså stabil likviditetsgrad 1, med marginalt bedre rating på stort sett BBB.

Rentedekningsgrad har hatt en variabel utvikling først og fremst på grunn av negative resultater i år 2005 og 2007. Ratingen her blir dermed alt fra svært god i form av A til D. Med de senere års svake resultater betyr det at Hjellegjerde har relativt lav evne til å betale rente. Relativt mye lån sørger også for svakere dekningsgrad. Ekornes på sin side har svært lite gjeld, og med gode økonomiske resultater har de hatt en meget solid rating på AAA i hele perioden.

Egenkapitalprosenten har hatt en negativ utvikling hvor den har gått fra ca 50 % i 2004 til 21 % i 2008. Det fører til en rating på B i 2008. Ekornes har som kjent hatt lite gjeld over hele perioden, noe som ga en rating på A.

Hjellegjerde har hatt en negativ utvikling i netto driftsrentabilitet. De to siste årene har den vært negativ med ca 11- 12 %. Det fører til den dårligste ratingen, D. Ekornes har hatt en relativt stabil utvikling med høyest mulig rating AAA.

Totalt sett har utviklingen vært negativ for Hjellegjerde. Såkalt syntetisk rating som tar utgangspunkt i de fire forholdstallene har gått fra relativt bra BBB til CCC. En rating på CCC gir en konkurssansynlighet på rett over 30 %, noe som er betydelig. Tabellen nedenfor oppsummerer ratingen for Hjellegjerde:

Tabell 6

Rating						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008T
Likviditetsgrad 1	1,82	2,03	1,67	1,59	1,14	1,21
Rating	BBB	BBB+	BBB	BBB-	BB	BB
Rentedekningsgrad	2,00	4,71	-2,74	1,87	-4,01	
Rating	BBB-	A+	D	BBB-	D	
Netto driftsrentabilitet	6,6 %	9,5 %	-5,0 %	4,5 %	-11,3 %	-12,2 %
Rating	BB	BBB	C	B+	D	D
Egenkapitalprosent	43,4 %	49,2 %	44,2 %	44,8 %	34,6 %	20,6 %
Rating	BBB	BBB+	BBB	BBB	BB+	B-
Syntetisk rating	BBB	BBB	B	BB	CCC-	CCC

Ekornes på sin side har vært mer stabil med en rating på AA over hele perioden. Dette er svært bra og sannsynligheten for konkurs er lav, kun 0,1 %. Til sammenligning er snittet på Oslo Børs BBB/ BB, noe som gir en sannsynlighet for konkurs på rundt og i underkant av 1 %.

5.6 Konklusjon

Det er klart at det foreligger en betydelig risiko for at Hjellegjerde kan gå konkurs, også i årene fremover. Denne utredningen vil behandle konkurssrisikoen som fratrukk i den beregnede verdien av totalkapitalen på 409,9 MNOK. Risikopremien settes skjønnsmessig til

20 %, slik at totalkapitalen fratrukket risikopremien blir 327,9 MNOK. Ny beregnet verdi av egenkapitalen blir dermed 202,4 MNOK.

Tabell 7

Verdsettelse	
Enterprise value	409 907
Risikopremie 20 %	81 981
Enterprise value justert	327 926
Rentebærende gjeld	125 529
Markedsverdi egenkapital	202 397
Antall aksjer utestående	35405,1
Verdi pr aksje	5,72

Med ca 35,4 millioner aksjer utestående blir aksjekursen 5,7, slik tabellen ovenfor viser. Dette er betydelig høyere enn aksjekursen pr 1.1.2009 som var 2,3. Noen av grunnene til dette analyseres i neste avsnitt.

6 Sensitivitetsanalyse

Som teorien sier er den beregnede verdien av terminalverdien svært følsom overfor WACC og spesielt den langsiktige vekstraten. Siden 93 % av den estimerte totalkapitalen skyldes terminalverdien, er det mest hensiktsmessig å se nærmere på de størrelsene som har mest betydning for denne, nemlig WACC og langsiktig vekst. Tabellen nedenfor oppsummerer virkningen ulike verdier av disse størrelsene får for aksjekursen:

Tabell 8

		Sensitivitetsanalyse									
		Langsiktig vekst, g									
		5,7	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	6,0 %
WACC	4,0 %	7,5	11,0	17,9	38,7	#DIV/0!	-44,4	-23,6	-16,7	-13,2	
	4,5 %	5,2	7,3	10,6	17,4	37,7	#DIV/0!	-43,4	-23,1	-16,4	
	5,0 %	3,7	5,0	7,0	10,3	16,9	36,7	#DIV/0!	-42,5	-22,7	
	5,5 %	2,6	3,5	4,8	6,8	10,0	16,4	35,8	#DIV/0!	-41,6	
	6,0 %	1,8	2,5	3,4	4,6	6,5	9,7	16,0	34,8	#DIV/0!	
	6,5 %	1,2	1,7	2,3	3,2	4,4	6,3	9,4	15,5	33,9	
	7,0 %	0,6	1,0	1,5	2,2	3,0	4,3	6,1	9,1	15,1	
	7,5 %	0,2	0,5	0,9	1,4	2,1	2,9	4,1	5,8	8,8	
	8,0 %	-0,1	0,1	0,5	0,8	1,3	1,9	2,7	3,9	5,6	
	8,5 %	-0,4	-0,2	0,1	0,4	0,7	1,2	1,8	2,6	3,7	
	9,0 %	-0,7	-0,5	-0,3	0,0	0,3	0,6	1,1	1,7	2,5	
	9,5 %	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4	-0,1	0,2	0,5	1,0	1,6	
	10,0 %	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	0,1	0,4	0,9	
	10,5 %	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-0,7	-0,5	-0,3	0,0	0,4	
11,0 %	-1,4	-1,3	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6	-0,3	-0,1		

Som tabellen viser skal det relativt små endringer i veksten til for at endringen blir relativt stor på aksjekursen. Med et avkastningskrav på 5 % og vekst på 3 %, mer enn doubles aksjekursen hvis veksten kun øker med 1 %- poeng. Det er også verdt å merke seg at det ikke skal spesielt høyt avkastningskrav med tilhørende realistisk vekst til før aksjekursen nærmer seg verdiløs. Som analysen tidligere viste var kravet lavere enn for Ekornes, og således lite realistisk. Det er ikke utenkelig at avkastningskravet i realiteten kan være opp mot 7- 8 % og kanskje enda høyere. Med en WACC på 8 % og langsiktig vekst på 3 % betyr det en aksjekurs på 0,5.

Det kan også være interessant å se på hvilke størrelser markedet har lagt til grunn i sin prising av Hjellegjerde pr 1.1.2009. Antar for enkelhetsskyld at de også har hensyntatt konkurrisikoen med et fratrekk i enterprise value på 20 %, likt denne utredningen. Med en langsiktig vekst på 3 % gir aksjekurs på 2,3 en WACC på 6,5 %. Dette er da 0,8 %- poeng høyere enn Ekornes, og trolig mer realistisk enn beregningen tidligere på 5,7 %. En ser også at hvis veksten antas å være 4 %, gir det en WACC på litt mindre enn 7,5 %. Hvis man antar at den beregnete WACC på 5,7 % er riktig må markedet ha forventninger om en langsiktig vekst på i underkant av 2,5 %, altså under inflasjonsmålet.

Hvis man ser bort fra WACC og vekst, kan man ved hjelp av en hva-hvis- analyse finne ut hvilken risikopremie markedet har gitt Hjellegjerde. Som kjent ble det i denne utredningen valgt en risikopremie på 20 % grunnet betydelig fare for konkurs. Hvis man så velger at aksjekursen skal endre seg til 2,3 ved å endre risikopremien får man en rabatt på hele 49,5 %. Det betyr at verdien av selskapet halveres på grunn av faren for konkurs.

Det er dette som er svakheten til denne type verdsettelse – kun marginale endringer i langsiktig vekst og WACC har stor betydning for den endelige prisingen av aksjen. To faktorer som begge estimeres på bakgrunn av skjønn. I tillegg er det også naturlig nok betydelig usikkerhet i estimatene knyttet til prognosen. Som ekstern analytiker med kun tilgang på offentlig tilgjengelig informasjon, har man begrenset med innsikt i selskapet og møbelmarkedet forøvrig.

Som et supplement til sensitivitetsanalysen kan det være greit å se litt nærmere på komparativ verdsettelse i form av multiplikatorer. På grunn av negativt nettoresultat etter skatt, samt negativ EBITDA i 2008 for Hjellegjerde blir følgelig P/E og P/ EBITDA- forholdene negative med henholdsvis -1,6 og -2,4. Ekornes har tilsvarende tall på henholdsvis 7,5 og 4,4. Pris/ bok- forholdet er imidlertid positivt for Hjellegjerde med 1,2. Ikke overraskende er dette noe svakere enn Ekornes som har et forhold på 2,2. Dette bekrefter at forventningene markedet har til Hjellegjerde er svakere enn for Ekornes.

Vedlegg

Vedlegg 1

Resultatregnskap						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008T
Inntekter						
Salgsinntekt	418 046	491 955	467 774	468 037	425 993	299 892
<i>Norge</i>	<i>136 328</i>	<i>139 850</i>	<i>153 402</i>	<i>154 402</i>	<i>144 037</i>	<i>102 600</i>
<i>Øvrig Europa</i>	<i>220 325</i>	<i>264 848</i>	<i>246 321</i>	<i>247 703</i>	<i>228 634</i>	<i>148 500</i>
<i>Nord- Amerika</i>	<i>50 007</i>	<i>51 148</i>	<i>25 807</i>	<i>22 408</i>	<i>22 432</i>	<i>17 000</i>
<i>Øvrige markeder</i>	<i>11 386</i>	<i>34 740</i>	<i>42 244</i>	<i>43 524</i>	<i>30 890</i>	<i>31 800</i>
Annen driftsinntekt	2 252		1 538	1 545	1 348	4 080
Sum inntekter	420 298	491 955	469 312	469 582	427 341	303 972
Kostnader						
Endring beholdning av varer		-468	-7 192	-602	7 506	-991
Varekostnad	170 924	215 116	209 936	207 863	194 464	138 520
Lønnskostnad	101 058	112 557	117 374	111 360	114 305	88 209
Avskrivning	15 658	15 473	24 106	15 125	14 734	10 608
Andre tap/gevinster netto		-991	5 060	-7 614	2 273	-828
Annen driftskostnad	116 256	126 924	131 912	132 296	121 696	89 396
Sum kostnader	403 896	468 611	481 196	458 428	454 978	324 914
Driftsresultat	16 402	23 344	-11 884	11 154	-27 637	-20 942
Finansposter						
Netto valutagevinst/tap	4 042	-4 250	1 079	-1 115	-10 155	
Rentekostnad banklån	8 199	4 955	4 333	5 954	6 896	
Andre finanskostnader	946	-	600	577	2 598	
Netto finansinntekt	-5 103	-9 205	-3 854	-7 646	-19 649	-15 306
Ordinært resultat før skattekotnad	11 299	14 139	-15 738	3 508	-47 286	-36 248
Skattekostnad på ordinært resultat	1 380	2 267	-3 948	-1 079	-12 226	-9 062
Årsresultat	9 919	11 872	-11 790	4 587	-35 060	-27 186
					<i>Tall i NOK 1000</i>	

Vedlegg 2

Balanse						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008T
EIENDELER						
Anleggsmidler						
Varige driftsmidler	130 417	125 088	110 604	105 112	134 941	86 451
Immatrielle eiendeler		2 139	1 641	1 231	6 160	5 829
Utsatt skattefordel	12 209	11 507	24 536	27 568	36 531	36 687
Finansielle eiendeler for salg			1 018	928	596	566
Andre fordringer	2 088	1 008	1 542	1 581	2 446	4 470
Sum anleggsmidler	144 714	139 742	139 341	136 420	180 674	134 003
Omløpsmidler						
Varer	64 784	65 406	80 556	81 572	74 770	82 087
Kundefordringer og andre fordringer	73 566	98 673	92 537	107 867	68 137	104 407
Kontanter	23 233	19 897	21 662	21 767	33 103	6 627
Sum omløpsmidler	161 583	183 976	194 755	211 206	176 010	193 121
SUM EIENDELER	306 297	323 718	334 096	347 626	356 684	327 124
EGENKAPITAL OG GJELD						
Egenkapital						
Aksjekapital	46 551	54 051	54 051	54 051	27 025	27 025
Overkurs	76 758	90 057	71 280	71 303	71 280	42 176
Annen innskutt egenkapital					373	373
Annen egenkapital			-1 953	1 493	3 804	-2 270
Annen egenkapital	9 554	15 205	24 248	28 813	20 813	-
Sum egenkapital	132 863	159 313	147 626	155 660	123 295	67 304
Langsiktig gjeld						
Lån (banklån)	82 584	71 745	59 080	49 300	73 438	84 584
Utsatt skatt			5 164	4 225		
Pensjonsforpliktelser	1 539	2 150	5 378	5 302	5 869	5 869
Øvrige avsetninger	480					10 146
Sum langsiktig gjeld	84 603	73 895	69 622	58 827	79 307	100 599
Kortsiktig gjeld						
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	45 885	65 974	77 648	84 756	85 454	84 262
Betalbar skatt	-	3 481	936	-	-507	-297
Lån (kassekreditt og banklån)	42 945	18 352	36 008	46 166	66 769	72 890
Andre avsetninger for forpliktelser		2 703	2 256	2 217	2 366	2 366
Sum kortsiktig gjeld	88 830	90 510	116 848	133 139	154 082	159 221
Sum gjeld	173 433	164 405	186 470	191 966	233 389	259 820
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	306 296	323 718	334 096	347 626	356 684	327 124

Tall i NOK 1000

Vedlegg 3

Omgruppert balanse						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008T
Driftsrelaterte anleggsmidler	144 714	139 742	138 323	135 492	180 078	133 437
Driftsrelaterte omløpsmidler	152 185	180 487	190 402	208 383	157 198	193 121
Driftsrelaterte eiendeler	296 899	320 229	328 725	343 875	337 276	326 558
Finansielle anleggsmidler	-	-	1 018	928	596	566
Finansielle omløpsmidler	9 398	3 489	4 353	2 823	18 812	-
Finansielle eiendeler	9 398	3 489	5 371	3 751	19 408	566
TOTALE EIENDELER	306 297	323 718	334 096	347 626	356 684	327 124
Egenkapital	132 863	159 313	147 626	155 660	123 295	67 304
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 019	2 150	10 542	9 527	5 869	16 015
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	45 885	72 158	80 840	86 973	87 313	86 331
Driftsrelatert gjeld	47 904	74 308	91 382	96 500	93 182	102 346
Langsiktig finansiell gjeld	82 584	71 745	59 080	49 300	73 438	84 584
Kortsiktig finansiell gjeld	42 945	18 352	36 008	46 166	66 769	72 890
Finansiell gjeld	125 529	90 097	95 088	95 466	140 207	157 474
TOTALKAPITAL	306 296	323 718	334 096	347 626	356 684	327 124
					<i>Tall i NOK 1000</i>	

Vedlegg 4

Syntetisk rating				
Rating	Likviditets- grad 1	Rentedeknings- grad	Egenkapital- prosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35
	8,9	11,6	0,895	0,308
AA	6,2	6,3	0,85	0,266
	4,6	4,825	0,755	0,216
A	3	3,35	0,66	0,166
	2,35	2,755	0,55	0,131
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096
	1,45	1,69	0,38	0,082
BB	1,2	1,22	0,32	0,068
	1,05	1,06	0,27	0,054
B	0,9	0,9	0,22	0,04
	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012
	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016
	0,45	-1,17	0,03	-0,03
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044
	0,35	-1,995	-0,1	-0,058
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072

Vedlegg 5

Sannsynlighet for konkurs	
Rating	Årlig sannsynlighet for konkurs
AAA	0,0001
AA	0,0012
A	0,0024
BBB	0,0037
BB	0,0136
B	0,0608
CCC	0,3085
CC	0,5418
C	0,7752
D	0,9999

Referanseliste

- Bodie, Zvi et al. (2005): *Investments*. 6th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.
- Brealey, Richard A. og Stewart C. Myers (2003): *Principles of Corporate Finance*. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.
- Hill, Charles W. L. og Jones, Gareth R. (2004): *Strategic management theory: an integrated approach*. Boston, Houghton Mifflin Company.
- Johnson, Gerry et al. (2006): *Exploring Corporate Strategy*. 7th ed. Prentice Hall.
- Koller, Tim et al. (2005): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 4th ed. Wiley, New Jersey

- Kinserdahl, Finn (2008): *BUS425 – Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse*. NHH, Bergen
- Knivsflå, Kjell H. (2007): *BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse*. NHH, Bergen
- Meyer, Christine B. (2007): *SOL040 – Strategisk ledelse*. NHH, Bergen

- Eierne blir opp for kriserammet møbelprodusent. *E24*. 11.12.08. <e24.no> (26.01.09)
- Ekornessjefen jubler over svak krone. *E24*. 25.10.08. <e24.no> (26.01.09)
- Eksporterer go'stoler. *Aftenposten bolig*. 24.02.05. <forbruker.no/bolig> (26.01.09)
- Møbelindustri i motbakke. *Storfjordnytt* 08.01.09. <www.storfjordnytt.no> (26.01.09)
- Oppsigelser i kjø for møbelbransjen. *TV2.no*. 07.12.08. <tv2.no> (12.02.09)
- Slåss mot Kina-kopier. *E24*. 22.01.07. <e24.no> (05.02.09)
- Veivalg i møbelbransjen. *Raabe*. 19.03.05. <raabe.no> (22.01.09)

- Ekornes: <www.ekornes.no>
- Global Market Information Database: <www.portal.euromonitor.com>
- Hjellegjerde: <www.hjellegjerde.no>
- La-Z-Boy: <www.la-z-boy.com>
- Nasjonalbudsjettet 2009: <www.regjeringen.no/nb/dep/fin>
- Natuzzi: <www.natuzzi.com>
- Norges Bank: <www.norges-bank.no>
- Oslo Børs: <www.oslobors.no>

- RavnInfo: <www.ravninfo.no>
- Yahoo! Finance: <finance.yahoo.com>

- Ekornes årsrapport 2004- 2007, samt delårsrapport 3. kvartal 2008
- Hjellegjerde årsrapport 2003- 2007, samt delårsrapport 3. kvartal 2008
- La-Z-Boy årsrapport 2007
- Natuzzi årsrapport 2007