

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, Høst 2007

Utredning i fordypnings-/spesialfagområdet Regnskap og Økonomisk styring
Veileder: Førsteamanuensis Mattias Hamberg

*Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av
Yara International ASA*



av

Linda Sanden

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

Sammendrag

I denne utredningen har jeg foretatt en strategisk regnskapsanalyse og en verdsetting av Yara International ASA, som er det ledende globale gjødselselskap i verden og et av de største selskap notert på Oslo Børs.

I den strategiske analysen fant jeg at gjødselindustrien står overfor et potensialet med markedsvekst i utviklingsland og et behov for mer effektivisering av dyrket areal i de industrialiserte land. Videre kom jeg fram til at Yara International ASA (heretter: Yara) har den organisatoriske og den finansielle styrken som trengs for å møte disse fremtidige muligheter og utfordringer. Regnskapsanalysen viste at det er knyttet liten finansiell risiko til selskapet og at det har oppnådd en merrentabilitet utover et normalt avkastningskrav i de forutgående år. Gjennom en snuoperasjon har de klart å bli kostnadsleder i sin bransje noe som er en viktig konkurransefordel i gjødselindustrien. Med strategisk regnskapsanalyse som utgangspunkt har jeg foretatt en fundamental verdsettelse av Yara ved bruk av tre metoder – Egenkapitalmetoden, Selskapskapitalmetoden og FKED- metoden. Det gjennomsnittelige verdiestimatet viste ved utgangen av 2006 kr. 151,58 pr. aksje, og sammenlignet mot en børskurs pr. 29/12-06 på kr. 141,75 konkluderer denne utredningen med en kjøpsanbefaling. Yara aksjen viste en kursoppgang på Oslo Børs fra kr. 132,50 den 19/12-06 til kr. 141,75 den 29/12-06.

Avslutningsvis er det foretatt en sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerheten knyttet til verdiestimatet, noe som har viktig relevans i forhold til valg av handlestrategi.

Forord

Denne utredningen er en del av siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole (NHH). Alle siviløkonomstudenter skal skrive en større utredning innen sitt valgte fordypningsområde hvor de skal anvende de kunnskaper som er tilegnet i studietiden.

Jeg har valgt fordypnings område regnskap og økonomisk styring fordi jeg syntes det er et interessant og spennende fagområde. Gjennom forståelse for hvordan et finansregnskap er satt opp, og hvilke kriterier som er lagt til grunn, er det mulig å skaffe seg et bilde av underliggende økonomiske verdier i et selskap.

I denne utredningen har jeg prøvd å skape et økonomisk bilde av et selskap gjennom teoretisk kunnskap og praktisk anvendelse. Denne form for oppgaveskriving har gjort utredningsarbeidet til en spennende utfordring. Den er forankret i reelle verdier og resultatet kan direkte sammenlignes mot aksjeverdier på Oslo Børs.

Utredningen bygger på ekstern tilgjengelig informasjon. Jeg har ikke vært i kontakt med Yara International ASA eller med aksjeanalytikere. Tallmaterialet som ligger til grunn for verdifastsettelsen er hentet fra fisjonsprospektet, årsregnskapet og informasjon tilgjengelig på Yaras Internettssider.

Det teoretiske grunnlaget og verdsettelsesmodellene er hentet fra fagene – Strategisk regnskapsanalyse og Regnskapsanalyse og verdsettelse – med foreleser og kursansvarlig Førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå på NHH. En stor takk til ham for god undervisning og strukturerte plansjer som har vært til særdeles god hjelp i utredningsarbeidet.

Jeg vil også rett en stor takk til min veileder Førsteamanuensis Mattias Hamberg for god veiledning, nyttige innspill og tålmodighet.

Arbeidet har vært lærerikt, interessant og utfordrende. Yara opererer i et spennende marked som utvilsomt er viktig for hele verdens befolkning. Jeg håper utredningens lesere vil finne denne utredningen nyttig og interessant, og da spesielt med tanke på de fremtidige utfordringer gjødselmarkedet og Yara står overfor.

Bergen, 15.03.07

Linda Sanden

Innholdsfortegnelse

Sammendrag

Forord

Figuroversikt 6

Tabelloversikt 6

Kapittel 1: Innledning..... 9

1.1 Formål og aktualitet..... 9

1.2 Avgrensning..... 9

1.3 Utredningens oppbygging..... 10

1.4 Verdsettelsesteknikk..... 10

1.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse..... 11

Kapittel 2: Presentasjon av Yara International ASA..... 11

2.1 Bakgrunn og virksomhetsområde..... 11

2.2 Forretningsidè, strategi og utvikling..... 13

2.3 Organisasjonsstruktur..... 15

Kapittel 3: Presentasjon av Mineralgjødselindustrien..... 17

3.1 Bakgrunn og utvikling..... 17

3.2 Verdidrivere og dynamikk..... 20

3.2.1 Etterspørselsdrivere..... 20

3.2.2 Tilbudsdrivere og pris på gjødsel..... 20

Kapittel 4: Strategisk analyse basert på ekstern informasjon..... 21

4.1 Rammeverk for strategisk analyse basert på ekstern informasjon 21

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse..... 22

4.2.1 Rammeverk for strategisk analyse..... 22

4.2.2 Bransjeanalyse..... 23

4.2.2.1 Konkurrenter – Rivalisering..... 23

4.2.2.2 Potensielle nyetableringer..... 25

4.2.2.3 Trussel fra substitutter..... 26

4.2.2.4 Leverandørens forhandlingsstyrke..... 26

4.2.2.5 Kundens forhandlingsstyrke..... 27

4.2.2.6 Viktige sensitivitets- og makrofaktorer... 28

4.2.2.7 Oppsummering..... 30

4.3 Intern ressursbasert analyse..... 30

4.3.1 Kostnadsstruktur/Effektivitet..... 31

4.3.2 Innovasjonsevne..... 32

Innholdsfortegnelse

| | |
|---|-----------|
| 4.3.3 Kvalitet..... | 33 |
| 4.3.4 Kundeforståelse..... | 34 |
| 4.3.5 Oppsummering og ressursvurdering..... | 34 |
| Kapittel 5: Regnskapsanalyse..... | 36 |
| 5.1 Presentasjon og rammeverk for regnskapsanalysen..... | 36 |
| 5.2 Klargjøring til regnskapsanalyse..... | 37 |
| 5.2.1 Analysenivå..... | 38 |
| 5.2.2 Analyseperiode..... | 38 |
| 5.2.3 Komparative virksomheter eller målestokk..... | 38 |
| 5.3 Omgruppering for investororientert analyse..... | 39 |
| 5.3.1 Omgruppering av foreslått utbytte..... | 39 |
| 5.3.2 Førings direkte mot egenkapitalen – ”Dirty surplus” | 39 |
| 5.3.3 Normale og transitoriske poster..... | 40 |
| 5.3.4 Drift og finansiering..... | 40 |
| 5.3.5 Omgruppert resultatregnskap..... | 40 |
| 5.3.6 Omgruppert balanse..... | 41 |
| 5.4 Analyse og justering av målefeil..... | 42 |
| 5.4.1 Forskning og utvikling..... | 43 |
| 5.4.2 Virkning av justering av pensjonskrav..... | 44 |
| 5.4.3 Justert finansregnskap..... | 44 |
| 5.5 Analyse av forholdstall..... | 46 |
| 5.5.1 Risikoanalyse..... | 46 |
| 5.5.1.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko | 47 |
| 5.5.1.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko | 49 |
| 5.5.1.3 Selskapsspesifikk risiko og syntetisk rating | 51 |
| 5.5.2 Lønnsomhetsanalyse..... | 52 |
| 5.5.2.1 Avkastningskrav..... | 52 |
| 5.5.2.2 Rentabilitetsanalyse..... | 54 |
| 5.5.2.3 Vekst..... | 58 |
| 5.6 Kort oppsummering – Regnskapsanalyse..... | 60 |
| Kapittel 6: Fremtidsregnskap..... | 60 |
| 6.1 Valg av budsjetthorisont..... | 61 |
| 6.2 Budsjettering frem til budsjett horisonten..... | 62 |
| 6.3 Presentasjon av fremtidsregnskapet..... | 67 |
| 6.4 Fremskrivning og avkastningskrav..... | 69 |
| 6.5 Kort oppsummering..... | 72 |

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------|
| Kapittel 7: Fundamental verdsetting | 72 |
| 7.1 Fundamental verdsettelse..... | 72 |
| 7.1.1 Egenkapitalmetoden..... | 72 |
| 7.1.2 Selskapskapitalmetoden..... | 73 |
| 7.1.3 FKED – Metoden..... | 75 |
| 7.2 Verdiestimat..... | 76 |
| 7.3 Sensitivitetsanalyse..... | 76 |
| 7.4 Oppsummering..... | 81 |
| Kapittel 8: Komparativ verdsetting | 82 |
| Kapittel 9: Konklusjon og handling | 84 |
| Referanseliste | 86 |
| Definisjonsliste | 88 |
| Formelliste | 89 |
| Appendiks | 91 |

Figuroversikt

| | | |
|------------------|--|--------------|
| <i>Figur 1.1</i> | <i>Rammeverk for strategisk regnskapsanalyse og verdseting</i> | <i>s. 11</i> |
| <i>Figur 2.1</i> | <i>Produksjonskapasitet – Ammoniakk, nitrater og NPK</i> | <i>s. 14</i> |
| <i>Figur 2.2</i> | <i>Yara – the European low cost leader</i> | <i>s. 15</i> |
| <i>Figur 2.3</i> | <i>Organisasjonskart – Yara International ASA</i> | <i>s. 15</i> |
| <i>Figur 3.1</i> | <i>Gjødselproduksjon</i> | <i>s. 17</i> |
| <i>Figur 4.1</i> | <i>M. Porter: De fem grunnleggende konkurransekrefter</i> | <i>s. 22</i> |
| <i>Figur 6.1</i> | <i>Rammeverk for budsjettering</i> | <i>s. 62</i> |
| <i>Figur 7.1</i> | <i>Aksjekurs vs Betaverdier</i> | <i>s. 78</i> |
| <i>Figur 7.2</i> | <i>Historisk utvikling av viktige verdidrivere</i> | <i>s. 80</i> |
| <i>Figur 7.3</i> | <i>Kursutvikling fra fisjonsdato til utgangen av 2006</i> | <i>s. 82</i> |

Tabelloversikt

| | | |
|--------------------|--|--------------|
| <i>Tabell 5.1</i> | <i>Hovedtallene fra omgruppert resultatregnskap</i> | <i>s. 41</i> |
| <i>Tabell 5.2</i> | <i>Hovedtallene fra omgruppert balanse</i> | <i>s. 42</i> |
| <i>Tabell 5.3</i> | <i>Avskrivningsprosent, gj.snitt. levetid, bruttofortjenestemargin</i> | <i>s. 43</i> |
| <i>Tabell 5.4</i> | <i>Virkning av balanseføring av FOU</i> | <i>s. 44</i> |
| <i>Tabell 5.5</i> | <i>Virkning av justering for pensjonskrav</i> | <i>s. 44</i> |
| <i>Tabell 5.6</i> | <i>Hovedtall fra omgruppert og justert finansregnskap</i> | <i>s. 45</i> |
| <i>Tabell 5.7</i> | <i>Egenkapital rentabiliteten før og etter justering</i> | <i>s. 45</i> |
| <i>Tabell 5.8</i> | <i>Likviditetsgrad 1 og 2</i> | <i>s. 47</i> |
| <i>Tabell 5.9</i> | <i>Rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad</i> | <i>s. 48</i> |
| <i>Tabell 5.10</i> | <i>Kontantstrømanalyse med fokus på endring i likviditet og på opptak av gjeld</i> | <i>s. 48</i> |
| <i>Tabell 5.11</i> | <i>Egenkapitalprosenten i forhold til total kapital</i> | <i>s. 50</i> |
| <i>Tabell 5.12</i> | <i>Statisk finansieringsmatrise for årene 2005 og 2006</i> | <i>s. 50</i> |
| <i>Tabell 5.13</i> | <i>Syntetisk rating</i> | <i>s. 51</i> |
| <i>Tabell 5.14</i> | <i>Avkastningskrav til de ulike kapitalene i 2000 – 2006</i> | <i>s. 54</i> |
| <i>Tabell 5.15</i> | <i>Egenkapitalrentabilitet, netto driftsrentabilitet og netto minoritetsrentabilitet</i> | <i>s. 54</i> |
| <i>Tabell 5.16</i> | <i>Dekomponering av netto driftsrentabilitet</i> | <i>s. 55</i> |
| <i>Tabell 5.17</i> | <i>Finansiell gearing</i> | <i>s. 56</i> |

| | | |
|--------------------|---|--------------|
| <i>Tabell 5.18</i> | <i>Minoritetsgearing</i> | <i>s. 57</i> |
| <i>Tabell 5.19</i> | <i>Oppsummering av egenkapitalrentabiliteten splittet i drift, finansiering og minoritet</i> | <i>s. 58</i> |
| <i>Tabell 5.20</i> | <i>Vekst i analyseperioden</i> | <i>s. 59</i> |
| <i>Tabell 6.1</i> | <i>Historisk og budsjettert driftsinntektsvekst</i> | <i>s. 64</i> |
| <i>Tabell 6.2</i> | <i>Budsjettering av netto finanskostnad</i> | <i>s. 66</i> |
| <i>Tabell 6.3</i> | <i>Oppsummering - kostnadsdriverne</i> | <i>s. 67</i> |
| <i>Tabell 6.4</i> | <i>Fremtidsresultat</i> | <i>s. 67</i> |
| <i>Tabell 6.5</i> | <i>Fremtidsbalanse</i> | <i>s. 68</i> |
| <i>Tabell 6.6</i> | <i>Fremtidig fri kontantstrøm</i> | <i>s. 68</i> |
| <i>Tabell 6.7</i> | <i>Avkastningskrav til egenkapital, minoritetsinteresser, sysselsatt kapital og nettodriftskrav</i> | <i>s. 70</i> |
| <i>Tabell 6.8</i> | <i>Egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkravet</i> | <i>s. 71</i> |
| <i>Tabell 7.1</i> | <i>Verdiestimat – Egenkapitalmetoden</i> | <i>s. 73</i> |
| <i>Tabell 7.2</i> | <i>Verdiestimat – Selskapskapitalmetoden : NDK – metoden</i> | <i>s. 74</i> |
| <i>Tabell 7.3</i> | <i>Verdiestimat – Selskapskapitalmetoden : SSK – metoden</i> | <i>s. 75</i> |
| <i>Tabell 7.4</i> | <i>Verdiestimat – FKED – metoden</i> | <i>s. 75</i> |
| <i>Tabell 7.5</i> | <i>Verdiestimat – Gjennomsnitt fra alle metodene</i> | <i>s. 76</i> |
| <i>Tabell 7.6</i> | <i>Endring i driftsinntektene</i> | <i>s. 77</i> |
| <i>Tabell 7.7</i> | <i>Endring i omløpet til netto driftseiendeler</i> | <i>s. 77</i> |
| <i>Tabell 7.8</i> | <i>Endring i netto driftsmargin</i> | <i>s. 77</i> |
| <i>Tabell 7.9</i> | <i>Endringer i budsjettert Beta-verdi</i> | <i>s. 78</i> |
| <i>Tabell 7.10</i> | <i>Endring i egenkapitalrentabiliteten på horisonten</i> | <i>s. 79</i> |
| <i>Tabell: 8.1</i> | <i>Komparativ verdiestimat</i> | <i>s. 83</i> |

Kapittel 1: Innledning

1.1 Formål og aktualitet

Den 25. mars 2004 ble Norsk Hydros tidligere landbruksdivisjon, Hydro Agri, formelt skilt ut som et eget selskap og børsnotert under navnet Yara International ASA.

Formålet med denne utredningen er å gi en avbildning av strategiske og økonomiske forhold til Yara International ASA og se om det foreligger underliggende verdier i selskapet som ikke er reflektert i aksjeprisen. Denne nye innsikten vil brukes for å komme frem til et verdiesimat, gjennom en strategisk regnskapsanalyse og en fundamental verdsetting.

Det er flere grunner til at dette er et selskap som er spennende å se nærmere på. For det første er de i dag verdens ledende leverandør av plantenæring og har gjennom en snuoperasjon klart å bli den mest kostnadseffektive gjødselprodusenten i Europa. For det andre står de overfor en av fremtidens største utfordringer. I en verden med en stadig voksende befolkning og med begrenset tilgang på jordbruksland, må de skape merverdier for sine investorer samtidig som å sikre en bærekraftig utvikling for fremtidens generasjoner.

For det tredje vil det være spennende å se hvordan dette selskapet er blitt mottatt i aksjemarkedet siden børsnoteringen, og måle dette mot de resultat som fremkommer i denne utredningen. Da Yara ble notert på Oslo Børs den 25.03.04 var kursen på kr 51,- pr. aksje.

1.2 Avgrensning

Denne utredningen tar utgangspunkt i Fisjonsprospektet, Hydro Agris carve-out regnskap og kvartalsrapporter fra Yara International ASA. I tillegg hentes det informasjon om selskapet fra deres nettside www.yara.com og fra offentlig informasjon av betydning.

Den strategiske regnskapsanalysen og verdsettelsen utarbeides med basis i det historiske tallmateriale som kan fremskaffes i fra de overnevnte kilder.

Hydro Agri carve-out regnskap er utarbeidet på grunnlag av historisk kost- prinsippet i samsvar med god regnskapskikk i USA (US GAAP) og i samsvar med god regnskapskikk i Norge (N GAAP). Utgangspunktet er Hydros reviderte konsernregnskap og den historiske virksomheten som blir overført til Yara etter fisjonen. Overføringen er gjort etter kontinuitetsprinsippet, dvs en videreføring av Hydros regnskapsførte verdier. Carve-out konsolidert regnskap er ikke revidert, men gir et historisk bilde av virksomheten f.o.m 2000 t.o.m 2003 etter Hydros kapitalstruktur. Årsregnskapene presentert av Yara benyttes for å få

et økonomisk bilde av virksomheten i 2004 og 2005. For 2006 hentes tallmaterialet fra de offisielle kvartalsrapportene. Til tross for at det ligger visse begrensninger for å få frem et nøyaktig bilde av den historiske utviklingen, gir likevel tilgjengelig informasjonen et representativt grunnlag til analysen. Alle nødvendige forutsetninger vil bli begrunnet underveis i utredningen.

1.3 Utredningens oppbygging

Utredningen vil ta for seg valg av analysemodell og verdsettelsesteknikk under kapittel 2. I kapittel 3 og 4 gis det en presentasjon av selskapet og markedsforhold. Presentasjonen ender ut i en strategisk analyse av selskapets tilpasningsdyktighet til de utfordringene som er gjeldende i markedet og til fremtidige muligheter. I kapittel 5 foretas det en regnskapsanalyse med basis i tallmaterialet som er fremskaffet. Tallmaterialet for 2006 er hentet fra kvartalsrapportene. Regnskapstallene omgrupperes, justeres, analyseres og vurderes sammen med Yaras kapabilitet og muligheter. Den strategiske regnskapsanalysen gir den nødvendige innsikten i de underliggende økonomiske forhold og danner grunnlaget for utarbeidelse av budsjett og fremtidsregnskapet som gjøres under kapittel 6. I kapittel 7 presenteres fremkommet verdierestimater sammen med ulike sensitiviteter for dette verdierestimater. I kapittel 8 gis det en kort presentasjon av noen supplerende verdsettelsesteknikker, mens det i kapittel 9 gis en konklusjon og forslag til valg av handlestrategi.

1.4 Verdsettelsesteknikk

Denne utredningen bygger på en fundamental verdsettingsteknikk. En fundamentanalyse er verdifastsettelse av et selskap basert på strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap. Gjennom en slik analyse vil det være mulig å estimere en fremtidsverdi og en anbefalt handlingsplan for dagens og nye investorer.

Selv om Yara er et nytt selskap bygger de videre på lange og rike tradisjoner som har eksistert i hundre år under Hydro Agri. Regnskapstallene som er overført fra Hydro til Yara er basert på kontinuitetsprinsippet dvs. eiendeler og forpliktelser som er overført er basert på regnskapsførte verdier i Hydro. Med en relativt lang driftshistorie og mange år med regnskapstall, kan disse inneholde målefeil og dermed også mulighet for overvurdering av

reell lønnsomhet. Gjennom den strategiske regnskapsanalysen vil underliggende økonomiske forhold avdekkes og danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen.

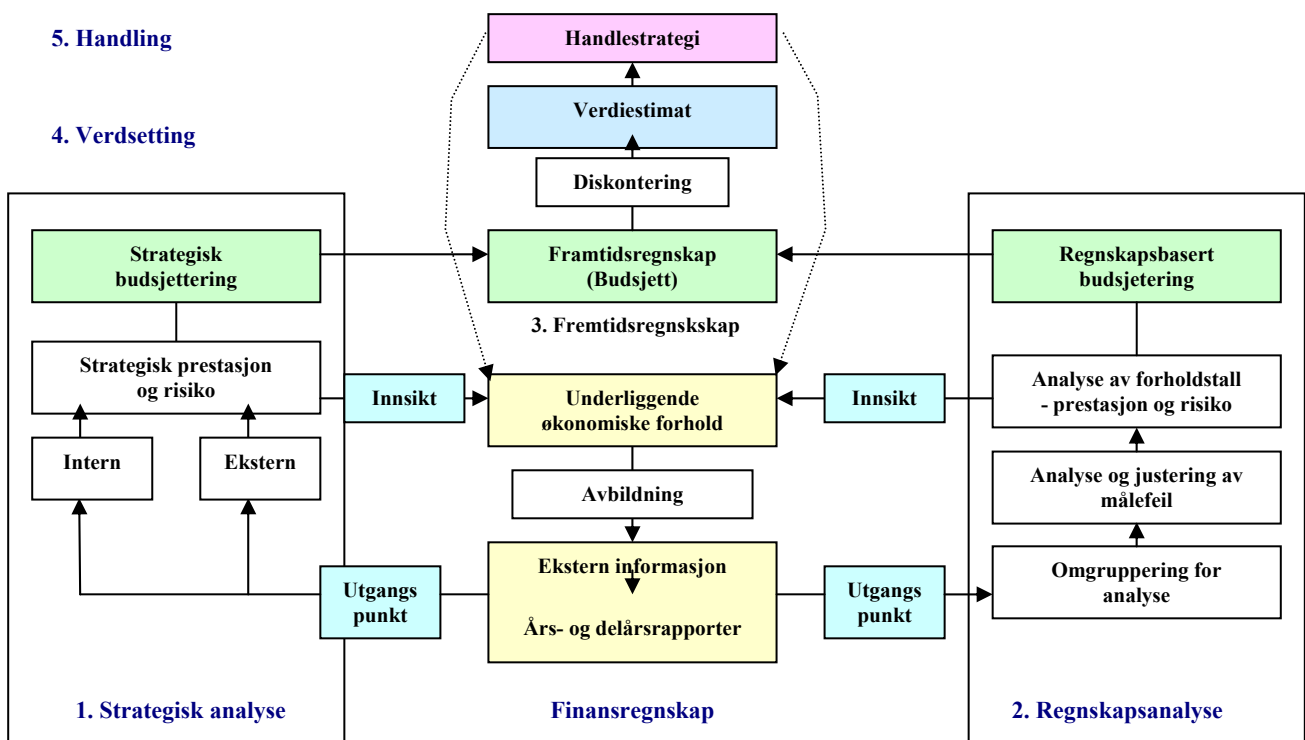
1.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsesmodellen gjennomføres med basis i fem steg:

1. Strategisk analyse, 2. Regnskapsanalyse, 3. Utarbeiding av fremtidsregnskap – budsjettering og fremskrivning, 4. Verdsetting - og analyse av usikkerhet i estimatet, 5. Handling på basis av verdiestimat.

Som tidligere nevnt gjøres denne analysen med grunnlag i tilgjengelige regnskapsrapporter, fisjonsrapporten, carve-out regnskapet og annen offentlig informasjon.

Selve rammeverket er vist i figuren under, og illustrerer disse fem stegene. (Dette rammeverket er presentert av foreleser Kjell Henry Knivsfå i kursene på NHH.)



Kapittel 2: Presentasjon av Yara International ASA

2.1 Bakgrunn og virksomhetsområde

Yara er et kjemisk selskap som i hovedsak fokuserer sin kjernevirksomhet rundt produksjon, omsetning og distribusjon av nitrogenkjemikalier. Produktenes viktigste anvendelse er

gjødsel. De er verdens ledende leverandør av plantenæring i form av mineralgjødsel, har virksomhet i nærmere 50 land og distribusjon til over 120 land. Et annet viktig kjerneområde er også gass og kjemikalier. De har en sterk posisjon i de industrielle markeder i Europa som leverandør av nitrogenbaserte kjemikalier, og er en ledende leverandør av flytende CO₂. Ved utgangen av 2005 hadde de 6 586 fast ansatte, en omsetning på NOK 46 milliarder kroner og en global markedsandel på 6 %. Yara er det ledende gjødselselskap på det europeiske markedet med en markedsandel på rundt 22 %. (Kilde: EFMA 2004/2005) Hovedkontoret ligger i Oslo.

Yara ble skilt ut fra Norsk Hydros landbruksdivisjon den 25. mars 2004. Beslutningen om utskillelse var et resultat av en omfattende strategi og porteføljegjennomgang av Norsk Hydro ASA som ble slutført i juni 2003. Konklusjonen var at Yara og dets aksjonærer best ville være tjent med å bli et uavhengig børsnotert selskap for dermed å få direkte tilgang til kapitalmarkedene, få bedre muligheter til organisk vekst og bli bedre posisjonert for strukturendringer innenfor den globale gjødselsindustrien. Selskapet blir bedre synliggjort og det blir enklere å sammenligne dem med andre selskaper i samme bransje. Etter utskillelsen ble Yara et av de største selskapene notert på Oslo Børs, og representerer en investeringsmulighet for investorer som ønsker en eksponering mot kjemisk industri og/eller gjødselindustrien.

Yara har fått rettighetene til å overta Hydros ”vikingskipet” til bruk i sin logo og markedsføring (ref. logo på forside). Vikingskipet har i ulike utgaver vært det bærende elementet i Hydros logo helt siden selskapets opprinnelse i 1905, og dagens utgave har vært i bruk i de siste 20 årene. Dette symbolet er et vel anerkjent varemerke for Hydros gjødselsprodukter verden over.

Navnet Yara har sitt utgangspunkt i både norrøn språkarv og i det gamle germanske runealfabetet. Jar danner i det norrøne språket forstavelsen jardar og er ofte knyttet til jord. Jara er også det tolvte tegnet i runealfabetet og betyr ”året”, ofte i betydningen med et godt år med god avling. Ordet jara er også opprinnelsen til ”year” på engelsk og ”jahr” på tysk. For å gjøre uttalen av ordet jara enklere og mer konsistent på flere språk, er forstavelsen Y valgt. Denne spiller også på det engelske ordet ”yield” (yte, bære, kaste av seg), hvilket er selve kjernebudskapet i Yaras virksomhet.

2.2 Forretningsidé, strategi og utvikling

Yaras forretningsidé er konsentrert rundt begrepet – ”Bedre avkastning”.

Gjennom produksjon og utvikling ønsker de å skape produkter som gir bedre avkastning på avlinger og god økonomisk avkastning. De har fokuset sitt rundt tre P'er: People – Planet – Profit, og den grunnleggende ideen er at de tre elementene henger nøye sammen for å sikre et bærekraftig økonomisk system og konkurransedyktig avkastning i dag og i fremtiden.

Yara er den ledende leverandør innen nitrogenbaserte produkter som ammoniakk og mineralgjødsel, i tillegg markedsfører de fosfat- og kaliumgjødsel fra andre produsenter.

Gjennom et verdensomfattende markeds- og distribusjonsverk, tilbyr de kundene et balansert tilbud av næringsstoffer gjenspeilt av ulikt forbruk og behov.

Yara markedsfører også høyverdig spesialgjødsel, en del industrigasser, nitrogenkjemikalier og tekniske nitrater som stort sett stammer fra produksjonsapparatet for gjødsel.

Industrigasser og nitrogenkjemikalier til prosessindustrien, og tekniske nitrater til gruveindustrien for sivilt sprengstoff.

Gjødselindustrien er kort sagt preget av kortsiktige sykliske markedsforhold og langsiktige endringer med stadig større behov for mer avanserte typer gjødsel. (Ref. neste kapittel)

Avgjørende for måloppnåelse er å produsere så effektivt som mulig. Yara har som mål å være i front på begge disse områder. Deres strategiske svar på rådende og fremtidige

markedsutfordringer er konsentrert om tre hovedområder: Kunnskap om bondens behov, global optimering og kostnadslederskap. De arbeider kontinuerlig med å bli en verdifull

kunnskapsleverandør, utvikle produkter og logistikk for å øke produktiviteten, kvaliteten og stabiliteten på avlingene gjennom hele verdikjeden. Foruten å være en global produsent av

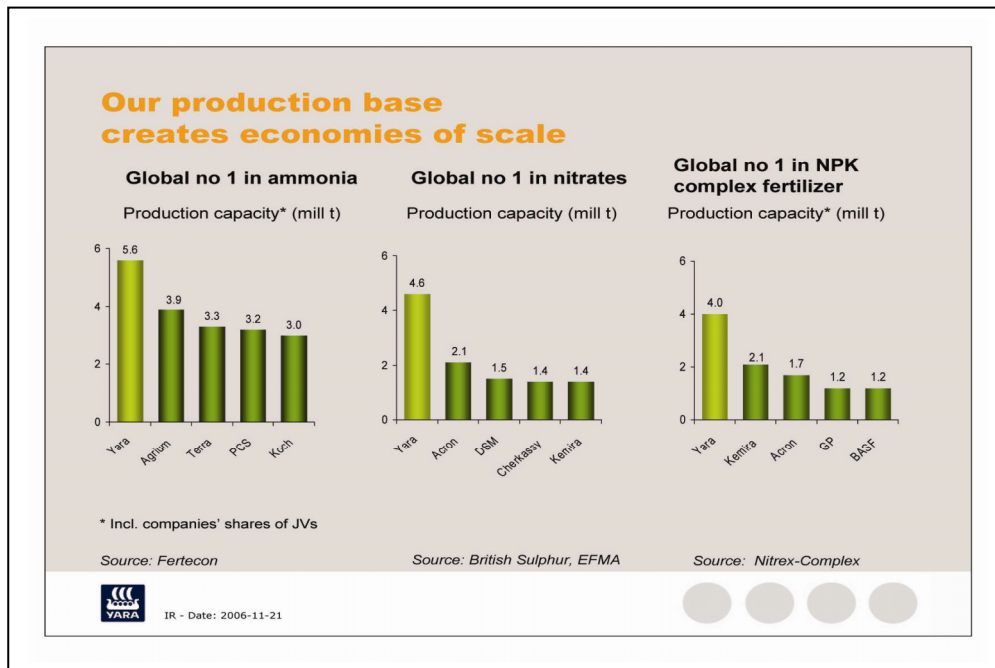
gjødsel er de også en betydelig leverandør av produkter hentet fra tredjeparter. Global optimering handler om å optimere sourcing av produkter, overvåke og organisere

logistikktjenester og avgjøre optimale volumposisjoner. For slik å utnytte muligheter på tvers av produktlinjer, regioner og segmenter, og for å sikre god risikostyring og stabile

kontantstrømmer. Målt etter produksjonskapasitet inntar Yara førsteplassen i verden på

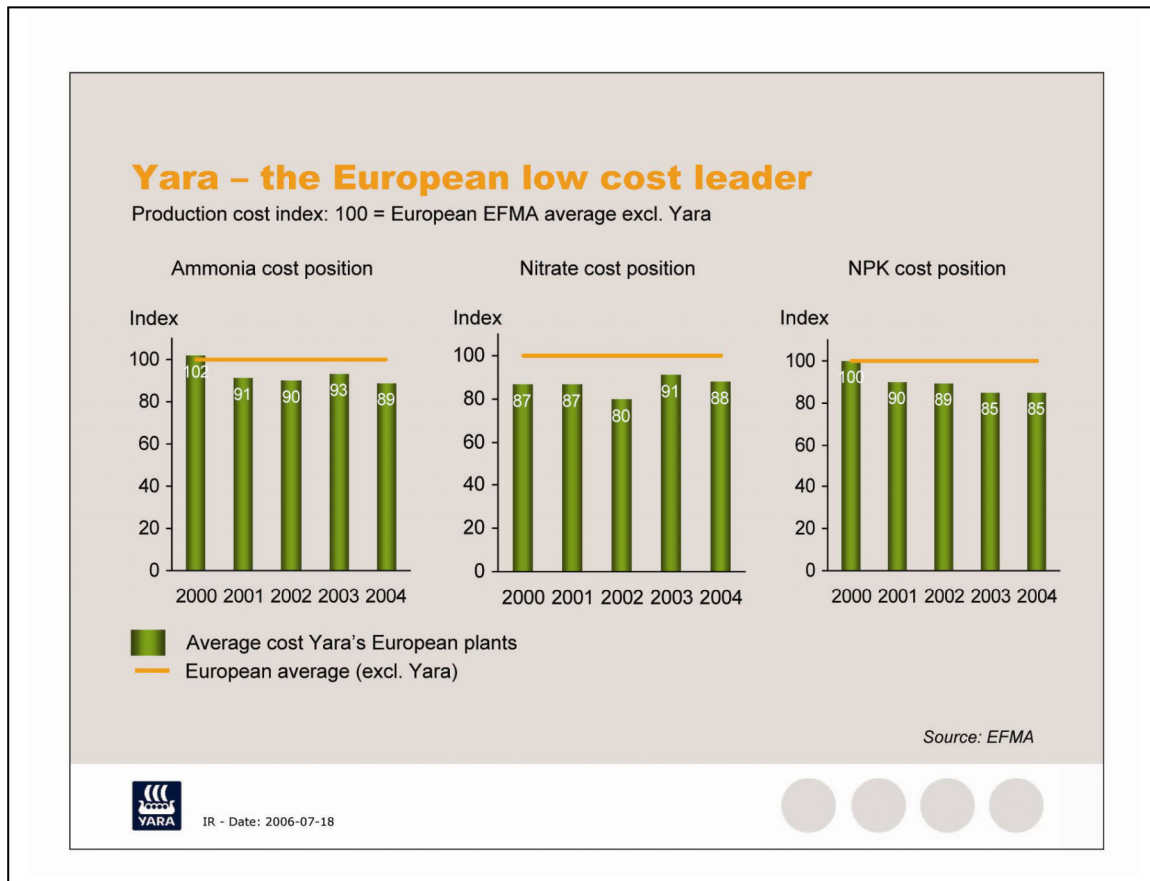
ammoniakk, nitrat og NKP gjødsel. Dette gir dem muligheter til å oppnå stordriftsfordeler og å holde et høyt kostnadsfokus gjennom hele verdikjeden. (Kilde: Fertecon, British Sulphur,

EFMA, Nitrex-Complex – hentet fra Capital Markets Day Presentation på Yaras hjemmeside.)



Figur 2.1: Produksjonskapasitet – Ammoniakk, nitrater og NPK

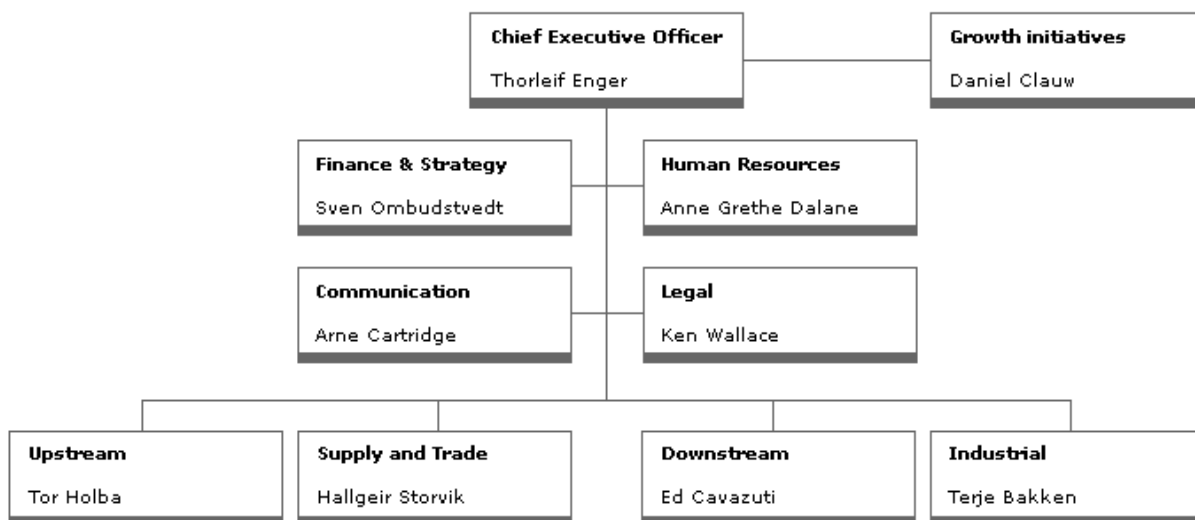
Tilgang på det viktigste råstoffet, naturgass, sikrer de til konkurransedyktige priser gjennom oppbygging av ny produksjonskapasitet i regioner hvor tilgangen på dette er rimeligst. I perioden 1999 til 2001 startet de et treårig omstillingsprogram "Agri Turnaround" som innbefattet en rekke tiltak for å bedre "Hydro Agris" konkurranseposisjon og resultater. Utfallet av dette programmet ble en reduksjon i faste kostnader på rundt 30 %. I tillegg til produktivitetsforbedringer knyttet til innkjøpsbesparelser av råstoff, til salgsforbedringer og til reduksjon i energikostnadene. Omstillingsprogrammet omfattet også kapasitetsreduksjoner i produksjonen, nedleggelse av 12 markedsføringsorganisasjoner og salg av mer en 25 virksomheter som ble ansett å ligge utenfor kjerneområdene. Snuoperasjonen førte Yara i en posisjon som kostnadsleder i bransjen – ref. statistiske opplysninger fra EFMA (European Fertilizer Manufacturers Association). (Kilde: Fertilizer Industry Handbook – www.yara.com) (Ref. figur neste side).



Figur 2.2: Yara – the European low cost leader

2.3 Organisasjonsstruktur

Yaras organisasjon er kundefokusert, og organisert med tre segmenter som ivaretar operasjonell drift. I tillegg har de en sentral konsernenhet og ulike profesjonelle støttefunksjoner. Deres organisasjonskart er illustrert slik:



Under Hydro ble Oppstrøm- og Nedstrømssegmentet rapportert som "Gjødsel Europa", "Gjødsel utenfor Europa" og "Ammoniakk", mens Industrisegmentet ble rapportert som "Industriegass og Kjemikalier". (De siste årene som Hydro Gas and Chemicals AS).

Oppstrømsegmentet;

Oppstrømsegmentet omfatter hovedproduksjonsanleggene for ammoniakk og urea, samt storskalaanlegg for produksjon av nitrat- og NKP-gjødsel. I tillegg omfatter segmentet også global handel og transport av ammoniakk. Alle produkter, med unntak av ammoniakk, distribueres gjennom Nedstrøms- og Industrisegmentet. Anleggene befinner seg i Europa, Trinidad, Qatar, Russland og Australia.

Oppstrømssegmentets viktigste risikoelement er eksponering overfor konjunkturer i gjødselindustrien og de finansielle resultatene er i hovedsak drevet av gjødselpriser og råvarekostnader, med fyringsolje- og naturgasspriser som de viktigste driverne.

Samlet produksjon i 2005 var på ca. 13 mill. tonn, som da var nær kapasitetsutnyttelse og 6 % høyere enn i 2004. (Fra årsberetningen 05). Driftsinntektene i 2005 var på NOK 20.445 mill og EBITDA på NOK 3.922 mill.

Nedstrømsegmentet;

Nedstrømsegmentet består av globale salgs- og markedsføringsenheter, samt regionale produksjonsanlegg som primært dekker hjemmemarkedene i Europa og Brasil. Anleggene viderefører halvfabrikata som ammoniakk, fosfat og kalium til gjødselprodukter.

Nedstrømssegmentet omfatter også Yaras globale distribusjonssystem og optimalisering av transport og produkt allokeringer i henhold til rådende markedsforhold. Nedstrømsegmentet kunder består hovedsakelig av distributører, kooperativer, detaljister og i noe mindre omfang, også bønder. Omtrent 60 % av salgsvolumet selges til nøkkelt kunder og ingen av disse står for mer enn 3 % av inntektene. (tall fra 2003 - ref. Offering Memorandum - Fisjonsprospektet)

Nedstrømvirksomheten er i det vesentlige margin- eller provisjonsbasert. Inntektssvingninger påvirket av markedspriser for gjødsel og energiforbruk er derfor relativt liten siden disse i stor grad kan overføres til sluttbruker. De mer stabile kontantstrømmer utgjør en skjerming mot Oppstrømssegmentets konjunkturrisikoen.

Driftsinntektene var i 2005 på NOK 32.930 mill og EBITDA på NOK 1.984 mill.

Industrisegmentet:

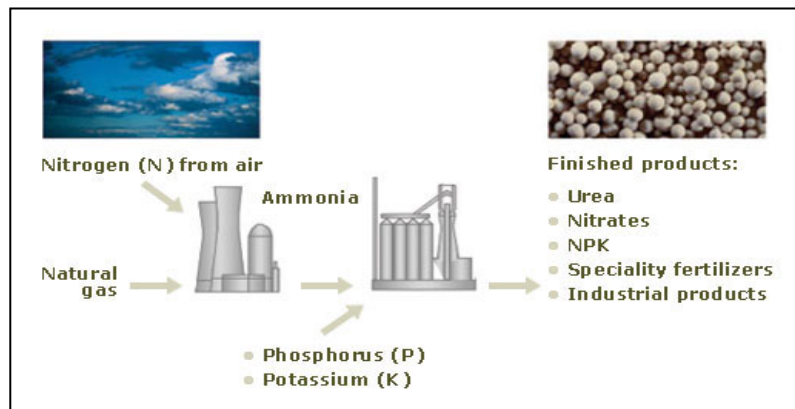
Industrisegmentet står for produksjon, salg og markedsføring av industriprodukter levert hovedsakelig fra Yaras gjødselvirksomhet. Segmentet består av fire forretningsenheter: CO₂, Industriegasser, N-kjemikalier og Nitrater. Produktene består av et bredt spekter av ulike industriegasser, miljøkjemikalier og industrikjemikalier. Hovedanleggene ligger i Europa og på Sri Lanka. Kundene spenner seg fra multinasjonale selskaper til små virksomheter, med sterkest posisjon i Europa. En stor del av inntektene er marginbaserte med relativt stabile kontantstrømmer. Driftsinntektene var i 2005 på NOK 5.616 mill og EBITDA på NOK 720 mill.

Kapittel 3: Presentasjon av Mineralgjødselindustrien

3.1 Bakgrunn og utvikling

Gjødselmarkedet består av tre hovedtyper gjødsel – Nitrogen, Fosfor og Kalium.

Nitrogen (N) er det essensielle element for all organisk vekst. Nitrogen fra luften kombinert med hydrogen fra naturgasser blir til ammoniakk. Ammoniakk er nøkkelråvaren for tilvirkning av all gjødsel. Energi, ammoniakk og naturlige mineraler, som (Fosfor(P) og Kalium(K)), er råvarer for tilvirkning av mineralgjødsel. Fosfor og Kalium er tilført for å øke kvaliteten. Plantene absorberer næring tilført gjennom mineralgjødsel eller organisk gjødsel.



Tilførsel av mineralgjødsel i jorden muliggjør større avling på samme dyrkbare jord, som igjen gir reduserte produksjonskostnader og muligheter for større profitt. Ved for eksempel å tilføre 192 kg nitrogen pr. hektar, som er nær det agronomiske optimum for vinter hvete i Europa, kan man produsere 9,3 tonn hvete til en kostnad på mindre enn EUR. 100 pr. tonn. Sammenlignet med ingen gjødselførsel blir produksjonen bare rundt 2,1 tonn og det til en produksjonskostnad på EUR. 300 pr. tonn. Korrekt bruk av gjødsel kan gi opptil 700 % i

avkastning i forhold til ingen tilførsel. Lavere produksjonskostnader gir igjen lavere matvare priser for sluttbrukere. (Eksempelet er hentet fra Yara Fertilizer Industri Handbook 06). I industriland utgjør gjødselskostnadene bare en liten del av de totale produksjonskostnadene for korn (ca. 10 %). Sammen med høy avkastning ved gjødseltilførsel er denne relativt pris uelastisk, og dermed mindre avhengig av bøndenes økonomi enn andre innsatsfaktorer.

Råstoffene til fosfor og kalium er bare tilgjengelig i enkelte områder i verden og derfor er det færre større produsenter av slike typer gjødsel. Årlig tilførsel av slike typer gjødsel er heller ikke nødvendig. Kalium industrien er mer konsolidert enn Fosfor industrien.

Nitrogengjødsel utgjør 60 % av det totale forbruket av gjødsel og vokser med ca. 1,5 - 2 % i året. (Kilde: Yaras årsrapport 2005 og Overview of PotashCorp and Its Industry) Det produseres i mange land og er reflektert av den brede tilgangen på innsatsfaktorene, naturgass og luft. Det globale nitrogengjødselmarkedet er stort og fragmentert. I Europa er markedet mer modent og konsolidert. I USA foregår en del omstruktureringer påvirket av svingninger i markedet. Markedet for gjødselindustrien er globalt og preget av balanse mellom tilbud og etterspørsel. Med globalt marked menes at prisen på standardisert gjødsel, som for eksempel urea, er omtrent den samme overalt korrigert for transportkostnader. Det er derfor viktig med fokus på de globale markedsforhold, tilbud/etterspørselsbalanse og transport/logistikk.

Behovet for mat er felles for alle land over hele verden. Verdensbefolkning har tredoblet seg de siste 70 årene til mer enn 6 billioner og er forventet å nå 8 billioner innen 2025. I tillegg har et skift i den globale økonomiske strukturen muliggjort en utvikling av nasjonal velferd i mange land, og med dette, en større etterspørsel etter nærings- og proteinrik mat. Ved å tilføre kalium, fosfor og nitrogen i jorden utbringes det en mer næringsrik avling på samme dyrkbare areal. Fra et nivå på 13,6 mill. tonn næringsstoffer i 1970, har gjødselforbruket i industriland hatt en jevn økning opp til 102 mill. tonn i dag. (Kilde: Yaras årsrapport 2005)

Kornproduksjonen (ris, mais og hvete) har en global produksjon på nær to billioner tonn og er den største landbruksaktiviteten i verden.

For de neste fire/fem årene er verdens korn forbruk forventet å være større enn produksjonen. Dette vil gi en forventet økning i etterspørselen etter kornavling og dermed også etter gjødsel. Ifølge industrispecialistene forventes verdens gjødselsforbruk av kalium, fosfor og nitrogenstoffer å vokse med 2 % årlig med et utgangspunkt på 145 millioner tonn i 2004. (Overview of PotashCorp and Its Industry) Nitrogengjødsel utgjør rundt 60 % av det totale

næringsforbruket og IFA (International Fertilizer Association) anslår dette å vokse med 1,9 % i året frem til 2010.(Fertilizer Yearbook 06)

I industrilandene forventes det lav vekst og i enkelte tilfeller også negativ vekst, mens veksten i utviklingsland vil mer enn oppveie dette.

Asia og Latin Amerika er de to største mulige vekstmarkeder for etterspørsel etter gjødsel, siden de fleste land i disse regionene ikke bruker nok gjødsel i dag. Asias andel av det globale gjødselsforbruket er i dag på 52 %.

Fallet av kommunismen i Øst Europa og tidligere Sovjetunionen har medført et fall i gjødselsforbruket i disse regionene. Siden tilførselsraten i dag kun er en fraksjon av tidligere nivåer forventer industrispesialistene en vekst på 35 % i det tidligere Sovjet og på 16% i Øst-Europa i de neste fire/fem årene. (Overview of PotashCorp and Its Industry - IFA, Fertecon)

I Vest-Europa brukes gjødsel mer effektivt og tilførselsratene er dermed redusert.

I USA er gjødselsmarkedet i en modningsfase så gjødselsforbruket vil endres i samme takt som bøndernes økonomi.

Kina, India og Brasil er de tre landene som er forventet sterkest vekst i gjødselsforbruket i årene fremover. Kina er verdens største gjødselsforbruker og trenger fremdeles mer av alle de tre næringsstoffene. Deres kornlagre er i dag veldig lave og det forventes at dette vil gi en halvering i eksporten de neste årene. I tillegg klarer de ikke å møte den økte etterspørselen etter soyabønner. I Brasil er det store uutnyttede jordbruksområder ideelle for dyrking av soyabønner, men også for dyrking av kornprodukter. De har en stor arbeidsstyrke, lave lønninger, relativt tilstrekkelig med vann og et fordelaktig klima. I midlertidig hadde tørke i Brasil, Sørøst-Asia og Sør-Europa en negativ effekt på gjødselforbruket i disse regionene i 2005. India har et enormt behov for mer næringsstoffer i avlingene og dermed også økt behov for mer gjødsel.

Veksten i markedet har sammen med begrenset kapasitetsvekst i gjødselsproduksjonen har i de siste årene ført til forbedrende marginer for gjødselsprodusentene. Gjødselprisene har imidlertid også steget på grunn av høye energipriser, spesielt i 2004/2005, dette siden en stor del av produksjonskostnadene for nitrogengjødsel er knyttet til energi.

Klima og værforhold har også en viktig påvirkning på gjødselsforbruket og dermed også på etterspørselen etter gjødsel.

3.2 Verdidrivere og dynamikk

3.2.1 Etterspørselsdrivere

I 2004 vokste verdensmarkedet for gjødsel, primært drevet frem av voksende etterspørsel i nye markeder. Verdensbefolkning er en av nøkkel faktorene for den underliggende etterspørselen etter gjødsel. Etterspørsel etter avlingsvarer er også påvirket av opp- og nedturer i markedet. Det er en logisk korrelasjon mellom kornlagrene og kornprisene. Når prisen på korn går opp når kornlagrene går ned. (Fertilizer Yearbook 2005 –USDA)

Kornavling krever et av de største forbruk av gjødsel, og ved utgangen av 2004 var verdens samlede kornbeholdning den laveste på 45 år. Forventet pris på avlingene er den viktigste variabelen som påvirker det globale gjødselsforbruket, men også vær og landbrukspolitikk har innvirkning. Bøndene ser på forventet avlingspris og vær utsikter når de bestemmer seg for avlingstype og arealstørrelse. Økonomisk vekst påvirker også gjødselsforbruket. Større matforbruk i utviklingslandene gir mer fokus på næringsrik mat. Større forbruk av frukt og grønnsaker i industrilandene fremmer økt bruk av gjødsel, og påvirker dermed etterspørselen. Gjødselsprisene kan også ha en betydning i bøndenes beslutningsprosess, men i forholdsvis liten grad.

3.2.2 Tilbudsdrivere og pris på gjødsel

Naturgass er det viktigste råmaterialet i produksjonen av ammoniakk, nitrogengjødsel og nitrogenprodukter. Naturgass utgjør normalt 70-90% av de samlede produksjonskostnadene for ammoniakkproduksjonen, og er også den viktigste pådriveren for prisen på gjødsel. Prisene på nitrogenbaserte gjødseltyper er mer volatile fordi de påvirkes i større grad av prisene på råmaterialene, mens salgsvolumet av nitrogenbaserte gjødseltyper har mindre variasjon fra en sesong til den neste, fordi nitrogen må tilføres hvert år for å oppnå utbytte på avkastningen. I tillegg til industriens sykliske natur er prisen på avlingsproduktene også påvirket av ulike faktorer som – korn priser – råmaterialkostnader – transportkostnader og nasjonal og regional landbrukspolitikk og industriell utviklingspolitikk.

Urea og andre nitrogenbaserte gjødselsprodukter har historisk sett vært nært korrelert med prisene på ammoniakk. Prisene på naturgass ligger høyere i regioner hvor denne har en høyere alternativverdi, som i Europa og i USA. Midt-Østen og andre såkalte ”stranded gas” områder vil typisk være i stand til å levere naturgass til en lavere pris. Som følge av ressursbegrensninger i USA har prisen ligget høyere der enn i Europa de seks siste årene. De amerikanske gassprisene er den viktigste faktoren for fastsettelsen av minsteprisene på

ammoniakk, og USA er svingprodusenten for nitrogen når prisen på naturgass er på et høyt nivå. Det har i de senere årene vært en del strukturendringer i bransjen som også har påvirket tilbudssiden i markedet.

Høy pris på naturgass i USA førte til midlertidige stegninger og varige nedleggelse av en rekke ammoniakkanlegg i USA og i Europa i perioden 1999-2002. Dette resulterte i nedgang i tilbudet og dermed en forbedring av gjødselprisene. I 2005 resulterte igjen økende priser på naturgass i USA til massive stigninger av produksjonskapasitet for nitrogen. Mot slutten av året var produksjonskostnadene i Gulf-området høyere enn prisen på Urea. Resultatet ble rekord år for nitrogenimport i USA. (Yaras årsrapport 2005).

Til tross for at det i noen år i enkelte markeder vil være avvik på grunn av tørke, høye naturgasspriser og andre utenforliggende variabler, indikerer faktorene om markedsvekst i de nærmeste årene. Dette vil gi grunnlag for å oppnå merrentabilitet på bransjenivå innenfor gjødselindustrien. Bransjens konkurranseintensitet vil være av betydning, dvs. reduserte marginer dersom intensiteten blir høy og inngangsbarrierene til markedet lave.

Kapittel 4: Strategisk analyse basert på ekstern informasjon

4.1 Rammeverk for strategisk analyse basert på ekstern informasjon

Vi kan kort definere strategi som en plan for å komme i en unik posisjon. Yara har som hovedmål å gi sine aksjonærer en konkurransedyktig avkastning på investert kapital sammenlignet med andre investeringsalternativer med lignende risiko. For å lykkes med dette ønsker de være konkurransedyktige i tillegg til å sikre en bærekraftig utvikling.

Den strategiske analysen av Yara består i kartlegge deres strategiske posisjon i forhold til deres konkurranseforhold, interne ressurser, og omgivelser. En slik analyse gjøres med basis i en kvalitativ analyseteknikk for å bedre oppnå innsikt i de underliggende økonomiske forhold, og da spesielt med tanke på om deres strategiske posisjon gir grunnlag for en strategisk fordel, og om denne er varig og lite risikabel.

Strategisk posisjon kan defineres som allokering av ressurser som gir en viss evne til å generere en strategisk fordel, og en rentabilitet utover avkastningskravet til egenkapitalen. Som mål på strategisk fordel er merrentabilitet – såkalt superprofitt, dvs. $e_{kr} > e_{kk}$. (som innebærer at egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet.)

I sin aksjonærpolitikk har Yara uttrykt at de søker å oppnå en lønnsomhet som er bedre enn kapitalkostnaden både for eksisterende virksomhet og ved nye investeringer. Som måltall benytter de CROGI (Cash Return On Gross Investment) og deres mål er 10 % i snitt over forretningszyklusen for eksisterende virksomhet. En positiv strategisk posisjon kan avleses av regnskapstallene, etter korrigerings for eventuelle målefeil, og bli avbildet i aksjekursen gjennom Pris/Bok forholdet. Desto større strategisk fordel, desto høyere aksjekurs og Pris/Bok forhold.

Pr. 31/12-06 var P/B forholdet for Yara 2,71. Det kan derfor virke som Yara har en positiv strategisk fordel, men for å vite hva denne fordelen inneholder må det først foretas en strategisk analyse. Denne gjøres med basis i offentlig tilgjengelig informasjon.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

4.2.1 Rammeverk for strategisk analyse

I en bransje vil det eksistere en eller flere aktører som tilbyr like eller ulike produkter med formål å dekke de samme kundebehov. Den strategiske posisjonen til Yara analyseres gjennom en modell for å kartlegge de muligheter og trusler som er rådende og fremheve de strukturelementer som kan styre konkurranseforholdene i gjødselsindustrien. Som rammeverk for analysen av konkurransekraftene benyttes M. Porters modell – ”The Five Forces Model” (se figur 4.1). Han mente at det er disse fem konkurransekraftene som er bestemmende på en bransjes lønnsomhet. Modellen kan virke litt statisk da den lite tar hensyn til at et selskap ikke alltid er fullstendig diktert av strukturen i sin bransje. Men en slik analyse vil likevel gi viktig informasjon i bransjekartlegging. Den vil også gi innsikt som kan utnyttes gjennom ulike strategivalg som forsvar mot konkurransekraftene og mulig innsikt til å tilrettelegge strukturen i bransjen. Desto sterkere og mer aggressive hver enkelt av disse kreftene er, desto vanskeligere er mulighetene for å skape superprofitt tilstede.

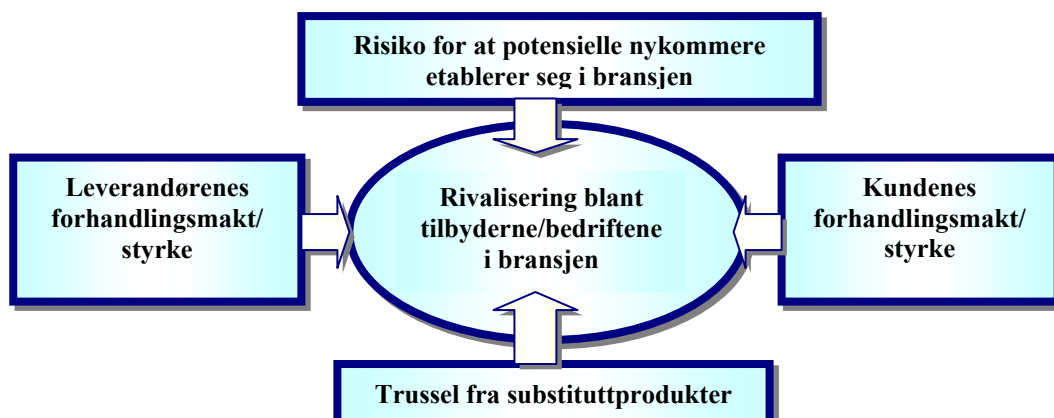


Fig 4.1 Michael Porters modell: De fem grunnleggende konkurransekrefter.

Viktige utenforliggende forhold til denne modellen som også kan påvirke en bransjes konkurranseintensitet er ulike makrofaktorer som konjunkturedringer, teknologiredringer, endringer i offentlige reguleringer (globale og lokale) og demografiske endringer. Yaras viktigste makrofaktorer og sensitiviteter vil bli omtalt i et eget avsnitt.

4.2.2 Bransjeanalyse

4.2.2.1 Konkurrenter – Rivalisering

Graden av rivalisering i en bransje demper mulighetene til å oppnå superprofitt.

Viktige forhold som er med på å påvirke rivaliseringen er hovedsakelig en funksjon av tre faktorer; konkurransestruktur, etterspørselsforhold og exitbarrierer. (Hill/Jones)

Konkurransestructur:

Den globale industrien for mineralgjødsel er ganske fragmentert, og mange av dagens tilbydere er segmenter av store selskaper som ikke har gjødselindustrien som hovedaktivitet. Ingen av selskapene innehar en dominerende posisjon på verdensmarkedet, og rivaliseringen er relativt høy blant de eksisterende aktørene. I Europa er gjødselmarkedet kommet i en moden fase og er dermed mer konsolidert. Dette innebærer at økte markedsandeler må vinnes gjennom å ta fra konkurrentene og dermed forsterkes rivaliseringen i bransjen.

I USA er markedet preget av reorganisering hvor de til tider sliter med høye priser på naturgass og dermed også svingninger i produksjonen. Ved årsskiftet 04/05 førte økte priser på naturgass til massive stigninger av produksjonskapasitet for nitrogen og påvirket balansen mellom tilbud og etterspørsel. I USA ble resultatet et rekordår for nitrogenimport. Sykliske produksjonssvingninger gjør at dette markedet er lite forutsigbart, og åpner for salgsvekst i perioder hvor naturgassprisene er relativt høye. Det forventes fortsatt en forskjell i gassprisene mellom USA og Europa på grunn av mangel på rør kapasitet og dermed ny tilførsel av naturgass fra Golfen til USA. Siden det kommer mer gass og flere rørledninger inn i Europa forventes dette gapet å eksistere på lengre sikt. Denne utviklingen vil dempe på intensiteten i bransjen.

Yara identifiserer følgende selskaper som den øverste fjerdedelen av en gruppe likeverdige kjemiske selskaper er: Agrium, Air products, Basf, Dow, DuPoint, K+S, Kemira GrowHow, Mosaic, PCS og Syngenta.

Karakteristisk for fragmenterte industrier er ofte lave inngangsbarrierer, og lite differensierte produkter. Lave inngangsbarrierer sammen med høy etterspørsel og profitt, impliserer

tilstrømming av nye aktører i bransjen for å ta sin del av kaken. De fleste høykonjunkturer er kortlivet siden lave inngangsbarrierer gir økt konkurranseaggressivitet med etterfølgende priskriger, og etter hvert som markedet mettes forsvinner de ”svakeste”. Når det er vanskelig å differensiere produktene vil beste strategi være å søke kostnadsminimalisering som igjen tillater selskapene å oppnå høy avkastning i en boom og overleve enhver etterfølgende nedtur. Yara har gjennom sitt kostnadsreduksjons program klart å bli kostnadsleder i bransjen samtidig som de har økt effektiviteten i produksjonen. Yara er ledende i verden på produksjonskapasitet noe som gir dem muligheter til å kunne opptre aggressivt om nødvendig. Dette er også kjent i bransjen og kan bidra til å dempe konkurranseintensiteten. Selv om gjødselindustrien er en fragmentert bransje, er mange av selskapene deler av store nasjonale og multinasjonale selskaper med mye kapital. For disse vil en markedsvekst kunne bety økte inntjeningsmuligheter og intensjoner om ekspansjon. Markedsforholdene i gjødselindustrien skal vi se nærmere på under neste punkt om etterspørselsforholdene. En del av Yaras konkurrenter er eller har vært deler av statlige selskaper. Gjødselindustrien har vært sterkt påvirket av statlige tilskudd motivert for å sikre matforsyninger fremfor økonomisk bærbarehet, noe som har gitt fortrinn for noen aktører i bransjen. I dag er statlig involvering er på vei ned, samtidig renser konglomeratene opp i sine porteføljer og bransjen heller mer mot konsolidering og profittorientering. Denne utviklingen styrkes også gjennom engasjement i fra WTO og EU som vil sikre konkurranse på like vilkår og redusere konkurransefortrinn skapt av statlige tilskudd.

Etterspørselsforhold:

I 2004 vokste verdensmarkedet for gjødsel til ca. USD 100 mrd. Denne økningen ble primært drevet frem av voksende etterspørsel i nye markeder. Denne markedsveksten vil være med på å dempe rivaliseringen i bransjen fordi alle kan øke sine andeler uten å kapre fra hverandre. Men et voksende marked vil også tiltrekke seg flere aktører eller øke interessen for eksisterende til å ekspandere. Som tidligere nevnt tilhører en del av konkurrentene i gjødselindustrien store selskaper med mye kapital og vil utgjøre en trussel ved markedsvekst. En av hovedgrunnene til utskillelse av Yara som et frittstående selskap var at det nå raskere kunne tilpasse seg svinginger i markedet. Det er viktig med en enkel og effektiv organisasjon for å raskt tilpasse seg tilbud og etterspørsels endringer i markedet. Yara har også etablert en fordel overfor mange av sine konkurrenter ved å være en global aktør, tilstede i de viktigste vekstmarkedene med muligheter til fortsatt vekst gjennom nyetableringer og oppkjøp av lokale produsenter. De ulike verdensdelene høster ulikt og har

dermed ulike gjødselsperioder. Denne tilstedeværelsen gir derfor viktig nærhet til de enkelte markeder og muligheter for ett skreddersydd tilbud gjennom hele året.

Exitbarrierer:

Exitbarrierer er økonomiske, strategiske og emosjonelle faktorer som ”låser inne” selskaper i en industri til tross for dårlig eller ingen inntjening. I gjødselindustrien vil slike barrierer typisk være betydelige investeringer i produksjonsutstyr og distribusjonstilgang, i tillegg til investeringer i humankapital. Exitbarrierene tilspisser seg når markedet er modnet, konkurransen er intens og pris er eneste virkemiddel for å holde sin posisjon, og produksjons- eller distribusjonsutstyret ikke har alternative bruksanvendelser. Salg av produksjonsutstyr til konkurrenter antas å være enklere ved markedsvekst og i de markedene hvor det er potensialer for økte andeler. På grunn av vekstutsikter i det globale gjødselmarkedet vil det ikke vil eksistere exitbarrierer som forverrer konkurransesituasjonen de nærmeste årene. Når det gjelder markedet for Europa vil produksjonsanlegg som ligger der muligens ikke ha like høy salgsverdi som anlegg liggende i vekstmarkedene.

4.2.2.2 Potensielle nyetableringer

Den grunnleggende teknologien for nitrogengjødselsproduksjon er tilgjengelig over hele verden. Produktene er forholdsvis identiske og det er lite som skiller dem fra hverandre for kunden. Siden naturgass er den viktigste innsatsfaktoren for fremstilling av gjødsel vil også den viktigste barrieren for nyetableringer først og fremst være tilgang på billig naturgass på lang sikt. Andre viktige etableringshindringer er at det er en kapitalintensiv bransje og det kreves en god del kapital for å bygge opp produksjon og distribusjonsanlegg over hele verden. Yara har valgt å legge de største produksjonsanleggene i land som Trinidad og Qatar for dermed å sikre seg tilgang på billig naturgass. Landene i Midt-Østen har verdens største naturgassreserver. Trinidad er verdens største Ammoniakk eksportør og har i tillegg utmerkede maritime fasiliteter for transport ut av landet.

Gjennom lang fartstid i bransjen har Yara opparbeidet seg stordriftsfordeler, viktig markedskunnskap og etablert et globalt og effektivt distribusjonsnettverk som vil gi dem fortrinn overfor nyetablerere. De har i dag de laveste produksjonskostnadene i Europa. Selv om Yara er et nytt navn har de fått beholde vikingskip-logoen som har eksistert lenge i det globale markedet. Tiltross for lave byttekostnader mellom tilbyderne i bransjen vil Yara ha en fordel gjennom identitet og lavkostnadsposisjon.

4.2.2.3 Trussel fra substitutter

Substituttvarer er produkter som kan erstatte hverandre i forbruket, og vil her gjelde hovedsaklig produkter som har en positiv vekstpåvirkning på avlingene. Yara konsentrerer sin produksjon på nitrogenbasert mineralgjødelse, men markedsfører også fosfat- og kaliumgjødelse fra andre produsenter. I tillegg markedsfører de høyverdig spesialgjødelse. Gjennom et verdensomfattende markeds- og distribusjonsverk, tilbyr Yara kundene forholdsvis substituerbare varer med næringsstoffer gjenspeilt av ulikt forbruk og behov. Et viktig aspekt ved trusselen fra substitutter er kjøpernes tilbøyelighet til å substituere og varenes ytelse i forhold til prisen. Det er dyrere å produsere mer komplekse gjødselstyper, men de er tilgjengelig mer direkte tilpasset spesifikke avlingstyper.

Ved å være en global aktør med nærhet til de ulike i markedet utvikler Yara flere differensierte produkter og er dermed med på å dempe trusselen fra substituttene. I noen markeder er Yara også inne og tilbyr veiledning til "best bruk" av gjødelse.

Organisk gjødelse kan ikke produseres i like rasjonelt og i så stor skala som industrifremstilt gjødelse og vil bare være et relevant substitutt i velstandsland.

4.2.2.4 Leverandørenes forhandlingsstyrke

De faktorer som bestemmer/påvirker leverandørenes makt er blant annet byttekostnader, antall aktører, integreringsmuligheter fremover/bakover i næringskjeden, volumets betydning/størrelse i forhold til totalomsetning og eventuelle substitutter.

Den viktigste råvaren i fremstillingen av mineralgjødelse er naturgass. Yara har sikret seg, gjennom et fåtall leverandører, tilgang på rimelig naturgass gjennom langsiktige kontrakter og oppkjøp. Pris som nyttes i disse kontraktene er linket til markedsprisene på fyringsolje med en forsinkelse på 4-5 mnd. Yara får produsere ammoniakk til en lavere råvarekostnad enn mange av konkurrentene, noe som er det viktigste kriteriet for å være kostnadsledere.

Yara har nylig inngått en intensjonsavtale om en femte gjødselabrikk i Qatar kombinert med en gassavtale på 25 år.

Viktigheten for Yara for å sikre seg tilgang til naturgass gir leverandørene en viss makt, men begrenset oppad til prisnivået i de vestlige land. Byttekostnadene vil for Yara være større desto mer kapital de satser i et område/land og kan være med på å øke avhengigheten og dermed gi leverandørene økt makt.

De fleste avtalene er langvarige og inngått med nasjonale gass leverandører. Ofte vil det også være i deres interesse at Yara etablerer seg i deres region, noe som sikrer arbeidsplasser og

vekst. Gjensidige interesser som er med på dempe maktaspektet. Det vil alltid eksistere en viss fare for at leverandørene kan integrere fremover, men som nevnt tidligere eksisterer det en del hindringer som må overvinnnes.

Yara kjøper fosfat og kalium av et fåtall leverandører gjennom inngåelse av kontrakter med faste priser på et år av gangen. Pottaske/kaliumkarbonat kjøpes også gjennom avtalte priskontrakter. Deres hovedleverandør er et selskap med hovedbase i Russland. Det er relativt færre tilbydere av disse innsatsfaktorene så disse vil ha betydelig mer makt. Yara er et stort og globalt selskap så ved valg av mindre leverandører vil makten reduseres.

4.2.2.5 Kundenes forhandlingsstyrke

Faktorer som er bestemmende for kundenes makt er deres byttekostnader, evne til å integrere bakover, substituttmuligheter, produktets viktighet og innkjøpsvolum. Gjødseindustrien er kjennetegnet med mange produsenter og lite differensierte produkter. Optimal utnyttelse av gjødsel er viktig for sluttbrukeren fordi det påvirker avlingene i stor grad. Prisen bestemmes hovedsakelig ut ifra prisene på naturgass, men er også påvirket av transportkostnader.

Kundenes innkjøpskvantum er hovedsaklig påvirket av forventede priser på avlingen og værforhold. Prisen på gjødsel er også av betydning, men ikke en avgjørende faktor.

Yara selger hovedsakelig sine produkter til uavhengige nasjonale og regionale distributører, og kooperativer, og noe også til detaljister og bønder. Ingen av Yaras kunder er så store at de står for en betydelig andel av salget. Alle produkter, med unntak av ammoniakk distribueres gjennom Nedstrømssegmentet. Oppstrømssegmentet omfatter Yaras egne ammoniakk- og ureaanlegg og storskala-anlegg for produksjon av gjødsel, samt global handel og transport av ammoniakk. Nedstrømssegmentet består av globale salgs- og markedsføringsenheter samt regionale produksjonsanlegg i Europa og Brasil med salg av halvfabrikata til hjemmemarkedene. Yara er fysisk tilstede i mer en 50 land og selger sine produkter til 120 land. Selskapets tilstedeværelse i Europa er bygd på deltakelse i konsolideringsprosessen i gjødseindustrien som startet tidlig på 80-tallet. De søker bevisst gjennom sin strategi å utnytte denne konsolideringen og knytte til seg nøkkelt kunder over en større del av verdikjeden. Dette kan være med på å redusere kundenes forhandlingsmakt.

Produkter kjøpt fra tredjeparter og del eide selskaper er en viktig del av Yaras fleksibilitet og markedsposisjon og gjør dem i stand til å tilby et komplett utvalg av gjødseprodukter. Dette skaper økt vekst og gir muligheter for å utnytte prisdifferanser på tvers av regioner og produktgrupper uten store investeringer. Yara er kjennetegnet med vikingskiplogoen og assosiert med pålitelighet, kvalitet og kompetanse om agronomi.

Industrisegmentet har en bred og variert kundebase som spenner seg fra multinasjonale selskaper til små sveisevirksomheter. De søker her et tettere samarbeid med kundene om produktanvendelse og utvikling av nye produkter. En del av varene blir distribuert gjennom et stort nettverk av forhandlere og en del selges gjennom faste leveranser via inngåtte avtaler/kontrakter. De forsøker også å redusere marginrisiko for visse produkter ved å binde avtalte priser til de viktigste råvarekostnadene.

Yaras produkter er i svært liten grad differensierte og lett substituerbare, noe som har en positiv effekt på kundemakt. Tilgjengjeld har de gjennom nærhet i markedet sammen med lagvarig kunnskap og merkeloyalitet klart å dempe potensiell kundemakt og å øke kundeloyalitet. Det er heller ingen stor fare for at kundene vil integrere bakover da barrierene er store kostnadmessig og kompetansemessig.

Oppsummert kan kundenes makt overfor Yara karakteriseres som moderat og i dag forholdsvis lite truende.

4.2.2.6 Viktige sensitivitets- og makrofaktorer

Nasjonal og regional landbrukspolitikk og industriell politikk, inklusiv handelspolitikk som subsidier, kvotereguleringer, importbegrensninger og antidumping reguleringer kan påvirke etterspørselen etter gjødsel, og igjen påvirke prisnivået og fortjenestemulighetene i industrien. Yara opererer i et marked som er underlagt ulike lover og regler som styrer blant annet utslipp i luft, avløpsvann og håndtering av farlig avfall. Miljøpåvirkninger underlegges stadig strengere reguleringer noe som igjen fører til økte kostnader for å møte fremtidige krav. Utslippskvoter reguleres av myndigheter og omsettes i et voksende marked. Produksjon av mineralgjødsel medfører utslipp av gasser og andre avfallstoffer i flere trinn i verdikjeden. Yara søker til enhver tid å redusere disse utslippene, spesielt stoffer som nitrogendioksid (N₂O) og karbondioksyd. (CO₂). Gjennom mer en ti års forsknings- og utviklingsarbeid har de funnet ny teknologi som reduserer utslipp av drivhusgasser med 25 %. Yara klarer gjennom effektiv energiutnyttelse i produksjonen, og ved å utnytte utslippsgasser som et biprodukt til en rekke anvendelser, å redusere CO₂ utslippene. Aktuelle kunder for disse produktene er mineralvannsprodusenter, bryggerier og næringsmiddelindustrien. En del CO₂ går også til produksjon av Urea. Yaras anlegg i Nederland har nå gått inn på markedet for utslippskvoter og kan handle deler av sine tillate utslipp pga effektiv utnyttelse. Yara har sluttet seg til gjødselsindustriens ”Product Stewardship” program som ble etablert av European Fertilizer Manufactures Association (EFMA) i 2003. Programmet fastsetter

prinsipper for hvordan produkter skal håndteres på en forsvarlig måte gjennom hele verdikjeden fra produktutvikling og innkjøp av råmaterialer, i produksjon og lagring, og i distribusjonsnettverket opp til sluttlevering og anvendelse.

EU og andre land betaler subsidier til jordbruksnæringen. En reduksjon eller et frafall av subsidiene vil føre til redusert inntjening og favorisere lavere virksomhet, som igjen vil påvirke forbruk og etterspørsel etter gjødsel negativt. I EU er ennå usikkert hvordan jordbrukspolitikken skal tilpasses etter inntog av nye medlemsland fra Øst-Europa.

Eksport fra Sovjetiske og andre Sentral- og Østeuropeiske produsenter kan skape en ubalanse i tilbud/etterspørselsforholdene i de Vesteuropiske gjødselmarkeder dersom de igjen får sving på den innenlandske produksjonen. De russiske myndigheter har tidligere satt en atskillelig lavere pris på naturgass for lokale produsenter, noe som har gitt dem betydelig konkurransefortrinn. USA og EU har reist bekymring over slik energipolitikk og vil gjennom WTO (World Trade Org. - Verdens handelsorganisasjon) presse igjennom en mer rettferdig politikk og konkurransesituasjon. Dersom Kina begynner å eksportere Urea i stor skala vil dette også skape ustabilitet i markedet. Med Kinas og Indias tilhørighet til WTO vil det søkes å åpne opp for komplementær import.

WTO vil spille en sentral rolle i utviklingen i den globale gjødselsindustrien og det forventes store strukturelle endringer som fremmer like konkurransevilkår på globalt nivå i årene som kommer. Yara har skjønt betydningen av å ha en dynamisk og fleksibel organisasjon for å tilpasse seg slike nye strukturelle endringer, og har bygget opp sin organisasjonsstruktur og kultur etter dette.

Utsikter fremover:

Den økonomiske veksten i Kina og India har til nå vært formidabel, og mye av oppgangen i oljeprisene i 2006 kan forklares nettopp av denne veksten. Opec har satt sitt mål på "fair" oljepris til \$60 og det kan derfor antas at oljeprisen vil holde seg forholdsvis høy i 2007. Høy oljepris gir imidlertid høy pris på naturgass og høye produksjonskostnader.

Politikkinnstramning i Kina på grunn av for høy vekst vil dempe en del på veksten, men ikke så mye. Kornlagrene forventes å fortsatt holde et lavt nivå noe som gir økte kornpriser og god etterspørsel etter gjødsel. I tillegg antas det en begrenset økning i ny produksjonskapasitet.

(Kilde: Handelspartner Securities – Sektorrapport 2007 - 21. desember 2006 og DnBNOR – økonomiske utsikter 01/07).

4.2.2.7 Oppsummering

Yara har tilpasset seg sin konkurransearena gjennom å være en global produsent med fokus på kostnadslederskap. Optimal effektivitet i produksjon og distribusjon, sammen med tilpassningsdyktighet til de hurtige sykliske endringene i markedet har bidratt til å dempe trusselen fra rivaliserende aktører i bransjen. De har funnet seg en arena hvor de foreløpig er alene, men som vi også har sett er dette en tilpasning som konkurrentene kan kopiere på sikt. De russiske produsenten kan satse mer globalt og bli en farlig konkurrent for Yara. USA kan outsource produksjonen til land med lavere produksjonskostnader, importere sitt behov, eksportere overskudd og påvirke tilbud/etterspørselssiden tross for høye naturgasspriser.

4.3 Intern ressursbasert analyse

Vi kan si at et selskap har konkurransefortrinn dersom deres margin er høyere enn gjennomsnittet i bransjen, og at det har et vedvarende konkurransefortrinn dersom de klarer å beholde denne marginen over flere år. (Hill /Jones)

Med basis i ekstern tilgjengelig informasjon vil dette avsnittet kartlegge Yaras tilpasning til markedsforholdene for å se om de har klart gjennom sine interne ressurser å skape foreløpige eller varige konkurransefordeler. Intern analysen vil ta utgangspunkt i fire grunnleggende dimensjoner – eller prestasjonsområder, for å se om Yara klarer å skille seg positivt ut i forhold til konkurrentene dvs. om de klarer å oppnå en strategisk fordel. De fire elementene er Kostnadsstruktur/Effektivitet – Innovasjonsevne – Kvalitet – Kundeforståelse. (KIKK-modellen).

Ressurser kan kort defineres som beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedrifters relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier. Yaras viktigste identifiserte interne ressurser vil vurderes gjennom en SVIMA-analyse (S står for sjelden, V for viktig, I for imiterbar, M for mobilisert og A for appropriert.) (Barney) for å finne om disse gir opphav til varige konkurransefortrinn eller nødvendige fordeler som kreves for å inneha strategiske fortrinn i gjødselsindustrien.

Yaras strategiske svar på konkurransestrukturen er konsentrert om tre hovedområder – kunnskap om bondens behov, global optimering og kostnadslederskap. Gjennom disse strategiene ønsker de å skille seg positivt ut, gi kundene ”full valuta for pengene” og nå sine økonomiske målsetninger.

4.3.1 Kostnadsstruktur/Effektivitet

Effektivitet er lik ”outputs/inputs” eller sagt på en annen måte – “The more efficient a company; the fewer the inputs required to produce a given output.” (Hill/Jones s. 127)

Som vi har sett gjennom eksternanalysen er gjødselindustrien preget av sykliske svinginger og en konkurransearena som krever å være kostnadseffektiv.

Siden naturgass er den viktigste innsatsfaktoren i all gjødselproduksjon og gir energi til produksjonsanleggene vil det være essensielt å sikre seg billig tilgang til dette for å holde en lavkostnadsprofil over tid.

Det er også viktig å inneha et effektivt distribusjonsnettverk for minimering av transportkostnader, som også er med på å forebygge sykliske nedturer og økt konkurranseintensitet. I tillegg er det også viktig overfor kundene å være en leverandør som leverer kvalitetsvarer i tide.

Som svar på konkurranseintensiteten i bransjen og gjennom vedvarende satsing på effektiv drift har Yara gjennom snuoperasjonen ”Agri Turnaround” klart å bli kostnadsleder i bransjen. For å opprettholde og å styrke denne posisjonen er det to utfordringer: holde kostnadene nede og å øke energieffektiviteten. Deres mål er å bli ”best i klassen” på alle nivåer. Yara møter kostnadsutfordringen på tre ulike strategiske nivåer; Gjennom effektiv drift – Nærhet til markeder med rimelig gass – Balansert portefølje av energikontrakter.

Den grunnleggende prosessen for å produsere nitrogengjødsel har holdt seg uendret i mange år, og det antas at den vil fortsatt være uendret i årene fremover. (Det er vanskelig å forestille seg at det vil komme andre produksjonsmetoder med andre innsatsfaktorer siden produktens suverenitet er nettopp økt næringstilførsel til plantene i form av ammoniakk, som igjen er en blanding av nitrogen fra luft og naturgass.)

Men det er i følge Yara fremdeles muligheter å gjøre positive forbedringer på anleggene for å effektivisere produksjonskapital. Produksjonsforbedringer testes kontinuerlig med formål å øke gjennomstrømmingene og eliminere flaskehalser.

Ny kapasitet skjer i områder med tilgang til rimelig gass og i de siste årene er produksjonsandelen i slike områder økt fra ca. 25 % til 30 %. I 2005 underskrev de en intensjonsavtale om bygging av en femte gjødselabrikk i Qatar (Qafco-5) i Midt-Østen. Dette anlegget vil være ferdigstilt i 2010 og vil styrke kapasitet og tilgang til rimelig naturgass på det som allerede er verdens største produksjonsanlegg for gjødsel. Økt satsing i Russland og Kina, vil være viktig for utviklingen av markedsposisjoner i viktige asiatiske markeder som Kina, Thailand og Indonesia. I Australia inngikk Yara en kontrakt med eierne av den nye ammoniakkanlegget på Burrup-halvøya, hvor de kjøpte en 30 % andel i Burrup

Holdings Pty Ltd. Yara inngikk i september 06 et strategisk samarbeid med China BlueChemical LTD. Dette er et datterselskap av China National Offshore Oil Corporation (CNOOC), og er et av de største produsenter av nitrogen gjødsel i Kina. Selskapet har et etablert salgsnettverk over hele Kina, god produksjonskapasitet og nærhet til energikilder. Energiutfordringen møtes ved å se på eksisterende kontraktportefølje for energisourcing og produktsalg. På energisourcing-siden styres kostnadene ved å sette sammen ulike leverandører i en balansert innkjøpsportefølje med forskjellige varigheter. Langsiktige avtaler bidrar til reduksjon av risikoen knyttet til prisene på råvarer og innsatsfaktorer. Fra 2003 til 2005 steg energiprisene til Yara med mindre enn 38 % sammenlignet med en økning i oljeprisene på 93 % i samme periode. På produktsiden inngås det salgskontrakter for ammoniakk og urea som graderes mot uforutsigbare svingninger i energiprisene. Yara har klart å oppnå en solid produksjonsøkning samtidig som de har hatt et vedvarende fokus på reduksjon i de faste kostnadene. Gjennom sitt globale distribusjonsnettverk i tillegg til nærhet i de viktigste markeder klarer Yara også å sikre effektiv distribusjon av sine produkter. Dette har resultert i synkende faste kostnader pr. tonn produsert. Gjennom fortsatt fokus på kostnadseffektiviserings strategier har de som mål å ytterligere å styrke sin ledende kostnadsposisjon. Det er viktig for en global aktør å være kostnadsleder og samtidig la konkurrentene være fullstendig klar over det for forebygging av eventuelle aggressive priskrigsstrategier.

4.3.2 Innovasjonsevne

Yara har gjennom lang produksjonshistorie (siden 1905) opparbeidet erfaring og kunnskap om det markedet de opererer i. De har hele tiden hatt høyt fokus på produktutvikling og effektivitetsforbedringer. De har utviklet standardiserte produkter med høy kvalitet og ulike differensierte produkter, som datasystemer for optimal gjødsling og verktøy for riktig spredning tilpasset den enkelte forbruker. Over hele verden er varemerket Yara med vikingskiplogoen assosiert med pålitelighet, kvalitet og kompetanse om agronomi. En høy merkevareverdi hjelper dem til å oppnå høyere priser i enkelte markeder, noe som må kontinuerlig vedlikeholdes. Strategimessig ønsker de å styrke sine posisjoner innen spesialgjødsel og i industrisektoren. Dette kan gi dem vekstmuligheter og gjøre dem mindre sårbare overfor sykliske svingninger i råvaremarkedet og i kornprisene. Satsing innenfor produktutvikling og på kunnskap for å møte økte og mer å differensiere kundebehov vil være essensielt for å møte disse utfordringene.

Yara har som mål å være med på å forme egen bransje. De ønsker å vokse organisatorisk og gjennom oppkjøp. Dette setter krav til dem som organisasjon og til deres lederegneskaper. De ønsker å sikre en bærekraftig utvikling for å møte fremtidens miljøutfordringer og å videreutvikle mer miljøvennlige produkter. For å møte disse strategiske utfordringer sammen med å ha et høyt kostnadsfokus kreves det betydelig satsing på teknologiutvikling, investering i humankapital og utvikling av den lærende organisasjon.

4.3.3 Kvalitet

Kvalitet kjennetegnes med at produkter holder hva som loves og helst med god margin.

Kvalitet og pålitelighet avler betalingsvilje og gjenkjøp, reduserer bruks- og vedlikeholdskostnader og øker byttekostnadene.

I markedet for nitrogengjødsel er produktene forholdsvis identiske noe som gjør det lettere for kundene å bytte leverandør uten store kostnader. Prisene på gjødsel er samtidig påvirket og styrt av prisen på innsatsfaktorene som igjen er avhengig av prisen på tung fyringsolje og råolje. Dette gjør at prisen på produktene er gitt av utenforliggende variabler, og dermed blir produktopplevelse og kvalitet essensielt i verdiopplevelsen for kunden og for å overleve i bransjen. Lave produksjonskostnader er viktig for å oppnå størst mulig profitt og for bedre å stå rustet dersom en priskrig oppstår eller noen prøver å ”overta” markedet eller markedsandeler. Vi har tidligere nevnt at Yara har gjennom lang fartstid i bransjen klart å opparbeide seg en høy merkevareverdi i bransjen og gjennom å være en pålitelig aktør har de klart å bevise overfor sine kunder at gjødsel skaper effektivitet og økt utbytte for dem.

Yaras har en diversifisert kundeportefølje. En del av produktene er mer komplekse og skreddersydde mot ulike spesifikke kundebehov. Slike produkter er dyrere å produsere og krever en høyere betalingsvilje blant kundene. For slike produkter er kvalitet og positiv produktopplevelse viktig. Yara har vist at de kan være en pålitelig og lojal aktør gjennom langvarige kunderelasjoner til store kunder i Europa. De leverer blant annet industrielle gasser og gass i sylindere gjennom et stort forhandlernet, Co2 gasser til mineralvannprodusenter og N-Kjemikalier til de viktigste kjemiske industriene i Europa. De er også en ledende tilbyder av plantenæring for frukt og grønnsaker.

Gjennom å være global aktør i markedet er de underlagt regler i de ulike landene/regionene de opererer i. Det stilles stadig strengere krav i matvareproduksjonen noe som Yara må ta hensyn til i sin produktutvikling og kundeintegrering for å sikre at de oppfyller de nødvendige krav fra sine kunder og myndighetene.

4.3.4 Kundeforståelse

Kundeforståelse handler om å identifisere kundebehov og for deretter å realisere disse raskt og pålitelig. Yara klarer gjennom deres produksjonsstrategi, lokaliseringstrategi og distribusjonsnettverk å tilpasse behovene til en diversifiserte kundeportefølje. De har klart å tilpasse seg kundenes spesialiserte behov uten å tape for mye mht. skalafordeler i produksjonen. Med lokal tilstedeværelse i 120 land skaper de nærhet til lokalmarkedet og kan lettere tilpasse seg sesongsvingninger og fange opp endringer i markedet.

Yaras produkter er nært knyttet til bærekraftig utvikling og miljøvern og er basert på konseptet om balansert gjødsling; riktig gjødsel, spredt på riktig tidspunkt og i mengder som er best for miljøet. De produserer en rekke produkter som er spesielt tilpasset ulike plantevekster og jordsmonn. I tillegg tilbyr de datasystemer for gjødselsplanlegging og avanserte verktøy for riktig spredning. Lokal tilstedeværelse i de største markedene er også viktig i forhold til transportkostnader for å holde disse på et lavt nivå.

4.3.5 Oppsummering og ressursvurdering

Gjennom analysen av de fire prestasjonsområder er noen ressurser som er mer viktige for Yara og deres konkurransesituasjon. Dersom Yara skal nå sine målsetninger ovenfor eierne må de opprettholde en lavkostposisjon og en global markedsposisjon. De identifiserte ressurser vil i dette avsnittet bli vurdert og målt mot de eventuelle konkurransefortrinn disse gir.

Yara skaper verdier gjennom globale råvareposisjoner, logistisk styrke og kompetansemargin. Kostnadsfokuset leder handler om å minimere kostnadene gjennom nærhet til markeder med de rimeligste innsatsfaktorer, oppnå effektiv drift og distribusjon, samt å utnytte synergieffekter og skalafordeler.

Gjennom strategisk satsing i årenes forløp har de etablert produksjonsfasiliteter som sikrer rimelig tilgang til de viktigste innsatsfaktorer, de har etablert et verdensomfattende logistikknettverk som ivaretar effektiv transport og logistikk, og etablerte langsiktige partnerskap med viktige samarbeidspartnere. Gjennom global tilstedeværelse i de ulike lokale markeder optimaliserer de produksjonen mot sykliske endringer i bransjen, opparbeider solide kundeforhold og markedskunnskap som også danner grunnlag for utvikling av agronomisk- og brukskompetanse, differensiering og merkevarebygging. Et av resultatene av denne strategiske satsingen har gjort dem til kostnadsleder i sin bransje. Dette krever tilgang og utnyttelse av ressurser som fysisk kapital, finansiell kapital, organisatorisk kapital, kunnskapskapital og relasjonskapital.

Yara har gjennom tidene oppnådd en strategisk posisjon og dermed bevist at de klarer å utnytte den *fysiske kapitalen* de besitter, noe som gir dem kostnadsfortinn i forhold til sine konkurrenter. Gjødselindustriens inntjening er syklisk og som vi har sett gjennom tidligere analyser er det viktig å være godt posisjonert kostnadsmessig. Et slikt fortrinn er viktig i denne bransjen for også å møte fremtidige utfordringer med markedsvekst i utviklingsland og produkt differensiering og konsolidering i industriland. Posisjon er svært viktig, den er sjelden i bransjen i dag, ikke så lett å imitere på kort sikt. Yara har brukt mange år på å utvikle seg og på å posisjonere seg gjennom langsiktige avtaler med samarbeidspartnere. Ressursen er mobilisert, og appropriert siden gevinstene tilfaller bedriften og dens eiere. Oppsummert kan vi si at dette er konkurransefortrinn som foreløpig gir store forskjeller i bransjen og gir Yara et stort fortrinn overfor sine konkurrenter.

Gjennom bevisst satsing på produktutvikling har de klart å differensiere en del av produktene, utviklet miljømessige patentbeskyttede produkter og avanserte teknologiske gjødslingssystemer. De har klart å utnytte den kunnskapskapital som ligger i organisasjonen og dermed posisjonert seg positivt i forhold til konkurrentene. Teknologiske fortrinn kan på sikt kopieres av konkurrentene mens ansattes kunnskaper og erfaringer er det vanskeligere å kopiere da det tar tid å bygge opp et erfaringsmessig og innovativt arbeidsmiljø. Teknologiske ressurser sammen med innovasjonstenkning er viktig for å sikre fremtidige miljømessige og kunderelaterte krav. Kunnskapskapitalen som Yara besitter er derfor sjelden og opparbeidet gjennom lang utvikling og erfaring. Den er mobilisert, og appropriert da betalingsvilligheten er høyere på kundedifferensierte produkter. De teknologiske ressursene gir et forholdsvis konkurransefortrinn, mens de menneskelige ressursene gir et realisert konkurransefortrinn. Lang erfaring i bransjen har bidratt til merkevareoppbygging. Vikingskipslogoen er forbudet kvalitet og pålitelighet noe som gir viktig konkurransefortrinn. Denne ressursen er sjelden og svært verdifull, vanskelig å bygge opp spesielt på kortsikt, absolutt mobilisert og appropriert. Merkevareoppbygging kan gi Yara foreløpige store fortrinn.

Yara har klart å bygge opp en fleksibel organisasjon som lett tilpasser seg endringer i omgivelsene og en dyktig ledelse. Dette kom synlig frem i 2005 ved at de omdirigerte volumer av gjødsel fra tørkerammede områder, som i Brasil, til Nord-Amerika hvor høyere energipriser hadde redusert den innenlandske produksjonen og økt etterspørselen etter importert gjødsel. Det tar tid å bygge opp en fleksibel organisasjonsstruktur og en fleksibel ledelse. Begge resursene er viktige, sjeldne og veldig vanskelig å imitere. De er mobilisert og absolutt appropriert og gir derfor Yara et realisert konkurransefortrinn overfor konkurrentene.

En av de viktigste ressursene når det gjelder opprettholdelse av kostnadsposisjon og fremtidig vekst og utvikling er tilgang til finansiell kapital. Yara har gjennom solide finansielle resultater klart å skape positive kontantstrømmer og styrket sin finansielle fleksibilitet ved inngåelse av en 7-årig låneavtale på USD 1 000 mill. Dette skal gi dem tilstrekkelig likviditet for videreutvikling av selskapet. Tilgang på tilstrekkelig finansiell kapital er et viktig kostnadsfortrinn i gjødselbransjen da vekst krever betydelige investeringer. Om den er sjelden er vanskelig å si da noen av aktørene i bransjen er deler av store selskaper som ofte har betydelig kapital i ryggen, og blir da også imiterbar i noen tilfeller. Den er mobilisert og appropriert så lenge inntjeningen mer en dekker utgiftene ved lånefinansiering og alternativkostnad på investeringer med samme risiko. Tilgang på tilstrekkelig kapital er et viktig fortrinn, men også en absolutt nødvendighet for å overleve på lang sikt. Tilslutt er også ressurser som medarbeidertilfredshet og miljøforebygning viktig for Yara. De er opptatt av miljøvern, og miljøforbedringer gjennom produktutvikling og ved forbedring av utslipp fra produksjonsanleggene.

De bruker mye på å opprettholde en høy standard for helse, miljø og sikkerhet. I tillegg har de gjennom tilstedeværelse i Afrika i 25 år gått sammen med FNs Tusenårsprogram med støtte til en grønn revolusjon i Afrika. De har også adoptert FNs Global Compact basert på ti vedtatte prinsipper med etiske retningslinjer. I tillegg er de med i gjenoppbyggingsfondet etter Tsunamien og har startet et program for analfabetisme i Guatemala. Noen av disse prosjektene bidrar til utvikling i de landene de selv har posisjonert seg i og høster gevinster tilbake i form av ”bedre” medarbeidere. De prøver å måle ressurser som medarbeidertilfredshet, arbeidsmiljø og lignende gjennom egne tester og med sammenligning med konkurrentene i bransjen. Gjennom positive og verifiserte resultater vil slike ressurser være med på å bygge opp en unik organisasjonskultur, gjøre dem til en attraktiv arbeidsgiver og et godt investeringsalternativ som over tid blir mer og mer vanskelig for konkurrentene å imitere og kan gi varige konkurransefortrinn.

Kapittel 5: Regnskapsanalyse

5.1 Presentasjon og rammeverk for regnskapsanalysen

Regnskapsanalyse kan forstås som en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata med formål å belyse bakenforliggende økonomiske forhold. Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyseteknikk hvis målsetting er å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene med

særlig vekt på om økonomisk posisjon gir grunnlag for foreløpig eller vedvarende superrentabilitet.

Målet med å foreta en regnskapsanalyse av Yara blir å få innsikt i deres muligheter og økonomiske forutsetninger for å oppnå fremtidig superrentabilitet og positiv kontantstrøm til eierne. Analysens basis er historisk tallmateriale som finnes i finansregnskaper og i andre offentlige rapporter. Tallmaterialet som fremkommer danner grunnlaget for beregning av en fremtidsverdi av Yara. Rammeverket er presentert i figur 1.1.

Siden utredningens fokus er å komme frem til en verdivurdering av kapitalen i Yara som kan nyttes som et beslutningsgrunnlag for valg av handlingsstrategi, vil analysen fokus være på kapitalinnskytere som brukere. Vi kan dele kapitalinnskyterne inn i to kategorier – egenkapitalinvestorene og de finansielle långiverne. De finansielle långiverne er opptatt av pålitelig informasjon, mens egenkapitalinvestorene er opptatt av verdirelevant informasjon. Siden det er egenkapitalinvestorene som avgjør handlingsstrategi – investere, holde eller selge aksjen - så vil analysens fokus vil være investororientert. Dagens eiere og potensielle nye investorer vil være opptatt av hva de får igjen av investeringen og verdsetter derfor gode estimater på den reelle egenkapitalen og den fremtidige inntjeningen i selskapet. Fokuset blir på verdiskapning og verdiutdeling. Oppstillingsplanene i de offisielle årsregnskapene er utarbeidet etter regnskapsloven og god regnskapsskikk (GRS og også IFRS). De er kreditororientert og lite egnet for analyse av verdiskapning og verdiutdeling. Dette gjør at det først må foretas en omgruppering av tallmateriale for investororientert regnskapsanalyse. Denne omgrupperingen består av fire steg som vil bli kommentert underveis. Deretter må finansregnskapet undersøkes for eventuelle målefeil og det må foretas de nødvendige justeringer. Målefeil oppstår fordi de rapporterte tallene ikke alltid er i samsvar med verdibaserte eller korrekte verdier. Det siste steget i regnskapsanalysen blir å utarbeide viktige nøkkeltall for å få frem de underliggende økonomiske forholdene som lønnsomhet, vekstpotensialet, og relevant risiko i Yara.

5.2 Klargjøring til regnskapsanalyse

Valg av analysenivå, analyseperiode og komparativ bransje eller benchmark må avklares før omarbeidelse av tallmaterialet. En analyse vil alltid være mest korrekt ved å nytte de siste oppdaterte tall. Den 1/1-04 ble det innført krav til alle børsnoterte selskaper å rapportere etter IFRS-standard. Dette innebærer at regnskapene for 2004, 2005 og 2006 er utarbeidet etter

IFRS-standard mens regnskapstallene fra tidligere år er utarbeidet etter NGAAP. Dette fører blant annet til en del forskjeller i verdifastsettelsen av enkelte poster i balansen. Alle endringsdifferanser i forbindelse med overgangen til IFRS er ført som en egenkapitaljustering i 2004. Der det er naturlig og *vesentlig* for analysen vil dette bli kommentert og tatt hensyn til.

5.2.1 Analysenivå

Yaras forretningsområde er hovedsakelig konsentrert om produksjon og salg av mineralgjødsel. I tillegg markedsfører de en del produkter hovedsakelig fremkommet som biprodukter fra produksjon av gjødsel. Regnskapstallene gjenspeiler en liten grad av spesifikke detaljer knyttet til de ulike forretningsområdene og produktsegmentene så en analyse vil derfor være best informativ ved å se på Yara som et samlet selskap.

5.2.2 Analyseperiode

Yaras virksomhet har vært stabil over lang tidshorison under Hydros ”paraply”, samtidig som den har endret karakter gjennom fisjonen fra Hydro. Dette innebærer to forhold – de eldre regnskapstallene gjenspeiler ikke eksakt finansieringsstruktur som ville vært reell dersom Yara hadde vært et selvstendig selskap og fisjonsplanen omfatter bare utskilt tallmateriale tilbake til 2000. Dette innebærer at det vil eksistere en viss usikkerhet rundt tallmaterialet frem til fisjonen. Tallmaterialet vil likevel brukes fordi det vurderes representativt og gir et verdifullt grunnlag for verdiberegningen. I forholdstallsanalysen vil de siste regnskapstallene få større vekt en de tidligere.

5.2.3 Komparative virksomheter eller målestokk

Yara er en global aktør og deres konkurrenter består av internasjonale selskaper som er en del av store konglomerater. Morselskapene rapporterer på konsernnivå etter ulike regnskapsstandarder, noe som vanskeliggjør å finne gode sammenlignbare forholdstall ved bruk av rapportert regnskapsmateriale. Imidlertid foreligger det en del sammenligninger utarbeidet av IFAC og andre organisasjoner i bransjen og disse vil benyttes der det er hensiktsmessig å vurdere Yara opp mot konkurrentene. (En del av sammenligningene er allerede presentert tidligere i denne utredningen). Der det er aktuelt å sammenligne Yara i forhold til prestasjoner, vekst og risiko vil dette gjøres opp mot børselskaper med tilsvarende klassifisering.

5.3 Omgruppering for investororientert analyse

Gjennom omgruppering av årsregnskapet søkes det å få frem et klarere skille mellom drift og finansiering, og mellom normale og unormale poster uten å endre på de offentlige regnskapstallene. Dette gjøres for å få frem den underliggende lønnsomhet og bedre måle risiko knyttet til driften. Omgrupperingen foretas i fire steg og omtales under de påfølgende avsnitt under.

5.3.1 Omgruppering av foreslått utbytte

Avsatt utbytte blir ført opp som kortsiktig gjeld i balansen (jfr. Regnskapsloven § 6-2).

Virksomheter som rapporterer etter IFRS avsetter ikke det foreslåtte utbyttet som kortsiktig gjeld da IFRS ikke klassifiserer utbytte som gjeld i regnskapet. Gjeld er et krav som er ventet å føre til økonomiske ulemper for virksomheten i fremtiden, men i investororientert analyse legges et eiersyn til grunn og siden utbytte er gjeld til eierne kan det da sees på som egenkapital. I årene med rapportering etter NGAAP omgrupperes det avsatte utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Egenkapitalen reduseres tilsvarende med det betalte utbyttet på betalingstidspunktet. Yara kjøper tilbake en del egne aksjer for å påvirke aksjeverdien positivt. Tilbakekjøp av egne aksjer vil derfor også sees på som et betalt utbytte.

Avsatt utbytte fra årene før fisjonen er beregnet ved å benytte samme utbytteprosent av årsresultatet i Hydro konsernet og er antatt lik betalt utbytte neste år.

I crave-out regnskapet i perioden 2000 til 2003 er det ført en egenkapitalpost kalt ”overføringer til Hydro”. Denne består hovedsakelig av ulike føringer direkte mot egenkapitalen mellom Hydro Agri og Hydro og er summert i forbindelse med utarbeidelsen av crave-out regnskapet. Det ligger en del usikkerhet rundt innholdet i denne posten, og vil i analysen bli behandlet som netto kapitalinnskudd og uttak.

5.3.2 Føringer direkte mot egenkapitalen – ”Dirty surplus”

I følge kongruensprinsippet i Regnskapsloven § 4-3 skal alle inntekter og kostnader resultatføres og inngå i årsresultatet. Et brudd på dette prinsippet, som når inntekter og kostnader blir bokført direkte mot egenkapitalen – kalles ”Dirty surplus”, eller når de aldri blir bokført – kalles ”Hidden dirty surplus”. ”Dirty surplus” kan blant annet være korrigerende av feil fra tidligere årsregnskap, virkning av endret regnskapsprinsipp, virkning av å regne om utenlandske datterselskap fra utenlandsk valuta til norske kroner ved konsolidering, eller

andre unntak i samsvar med god regnskapsskikk. "Dirty surplus" er et resultatelement som vil sammen med årsresultatet utgjøre det fullstendige nettoresultatet.

$$\text{Fullstendig nettoresultat (FNR)} = \text{Rapportert nettoresultat} + \text{"Dirty Surplus"}$$

Reglene i IFRS en stort sett i samsvar med NGAAP. I Yara består "Dirty surplus" hovedsakelig av valutaomregninger som nevnt over, og vil inngå i resultatregnskapet som en post i det unormale nettoresultatet. De hadde forholdsvis store føringene mot egenkapitalen i 2002 og i 2003 som skyldes valutaomregninger.

5.3.3 Normale og transitoriske poster

Transitoriske poster er poster som virker inn på resultatet en eller få ganger, og er lite relevant for fremtiden. Disse skilles ut som unormale poster og vil ikke bli tatt med i utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet. De unormale postene er ekstraordinære, diskontinuerlige eller andre transitoriske poster. Siste gruppe vil typisk være engangsposter som inngår i "Dirty surplus". I analysen av Yara er restruktureringskostnader, nedskrivninger og tap/gevinst ved salg av driftsrelaterte anleggsmidler omklassifisert fra normale til unormale kostnader. De finansielle unormale postene består av gevinst/tap på valuta og verdipapirer. Justeringene er basert på en konkret vurdering i hvert tilfelle om postene er engangsposter eller om de vil være en naturlig del av virksomheten.

5.3.4 Drift og finansiering

I investororientert analyse er det viktig å finne ut hvor mye driften koster av seg og hvor mye finansieringen koster. For bedre å finne kilden til verdiskapningen i virksomheten skilles det mellom drift og finansiering. Balansen omgrupperes fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på driftskapital og finansiell kapital. Resultatregnskapet omgrupperes for å skille drift og finansiering med fordeling av tilhørende skattesats. Nettoresultat fra tilknyttede selskaper er vanligvis driftsrelatert og vil bli behandlet som en driftspost.

Effektiv skattesats på normalt driftsresultat består av en normalisert driftsskattesats over analyseperioden, mens effektiv skattesats på unormalt driftsresultat er avviket mellom driftsskattesatsen for det aktuelle året og den normaliserte sats. På normalt og unormalt finansresultat er den effektive skattesatsen 28 % siden finansielle forhold vanligvis ikke gir grunnlag for utsatt skatt eller skattefordel.

5.3.5 Omgruppert resultatregnskap

I det omgrupperte resultatet skilles det mellom følgende to resultatelementer;

Fullstendig nettoresultat (FNR) – ”Comprehensive Income” og Nettoresultat til egenkapitalen (NRE) – ”Core or normal earnings”. Differansen mellom disse består av summen av unormalt netto driftsresultat og unormalt netto finansresultat. NRE er relevant for fremoverskuende analyse og rentabilitetsberegninger da dette ikke inkluderer unormale poster. FNR med tilhørende rentabilitet avslører over tid den underliggende selskapsesifikke risikoen.

I tabell 5.1 vises hovedtallene fra det omgrupperte resultatregnskapet:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Driftsinntekter | 36 621 | 37 449 | 33 477 | 38 334 | 43 066 | 46 171 | 46 969 |
| Driftsresultat | 1 674 | 2 346 | 2 045 | 2 631 | 3 574 | 3 479 | 2 308 |
| Netto driftsresultat (etter skatt) | 1 485 | 1 921 | 1 444 | 2 394 | 3 192 | 3 503 | 3 028 |
| Nettoresultat til sysselsatt kapital | 1 660 | 2 177 | 1 587 | 2 497 | 3 315 | 3 691 | 3 226 |
| Netto resultat til EK | 1 450 | 1 905 | 1 305 | 2 235 | 3 048 | 3 333 | 2 864 |
| Unormalt netto driftsresultat | -139 | -620 | -1 960 | 1 315 | -615 | 742 | 1 045 |
| Unormalt netto finansresultat | -91 | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| Fullstendig nettoresultat til EK | 1 219 | 1 231 | -173 | 3 558 | 2 963 | 3 700 | 4 215 |
| Netto betalt utbytte | 0 | 941 | 2 644 | 1 561 | 1 402 | 1 506 | 1 958 |
| Endring i EK | 1 219 | 290 | -2 816 | 1 996 | 1 562 | 2 194 | 2 257 |

5.3.6 Omgruppert balanse

I den omgrupperte balansen legges hovedfokus enten på total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. I moderne regnskapsanalyse og verdsettelse er det vanlig å fokusere enten på sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Sysselsatt kapital (SSK) er den kapital som er skutt inn av eierne og de finansielle långiverne, mens netto driftskapital (NDK) er den kapital som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. Sammenhengen mellom disse er dermed:

$SSK = NDK + FE$ (finansielle eiendeler). NDK er også lik Netto driftseiendeler (NDE).

Nedenfor er det presentert en omgruppert balanse med fokus på Sysselsatt kapital. (I appendikset finnes det også en oppstilling med fokus på NDK). Ikke rentebærende gjeld er klassifisert som driftsrelatert gjeld fordi denne ofte er rentefri, mens rentebærende gjeld er klassifisert som finansiell gjeld.

I tabell 5.2 vises hovedtallene fra den omgrupperte balansen med fokus på sysselsatt kapital:

| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Netto anleggskapital | NAK | 9 234 | 8 200 | 7 415 | 8 043 | 8 110 | 9 820 | 11 331 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | 9 193 | 8 946 | 6 918 | 8 185 | 7 399 | 8 919 | 9 399 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 18 427 | 17 146 | 14 333 | 16 228 | 15 510 | 18 739 | 20 730 |
| FINANSIELLE EIENDELER | FE | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | SSE | 20 046 | 18 814 | 16 294 | 18 300 | 17 257 | 20 375 | 23 126 |
| EGENKAPITAL | EK | 10 714 | 11 004 | 8 188 | 10 185 | 11 747 | 13 941 | 16 198 |
| MINORITETSINTERESSER | MI | 213 | 85 | 85 | 96 | 63 | 77 | 575 |
| FINANSIELL GJELD | FG | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |
| SYSSELSATT KAPITAL | SSK | 20 046 | 18 814 | 16 292 | 18 300 | 17 256 | 20 374 | 23 125 |

5.4 Analyse og justering av målefeil

Yara er forpliktet å følge reglene i regnskapsloven og god regnskapsskikk (GRS) i Norge. I tillegg er de som børsnotert selskap også forpliktet til å rapportere etter IFRS.

Hovedprinsippet for regnskapsføring er transaksjonsbasert historisk kost sammen med forsiktighetsprinsippet om å ta urealiserte tap - jfr. de grunnleggende regnskapsprinsipper i regnskapsloven § 4-1. Det er ikke alltid reglene identifiserer et korrekt økonomisk resultat eller korrekte økonomiske verdier i et selskap. Avvikene mellom virkelig verdi og rapportert verdi kan betegnes som målefeil. I investororientert analyse er vi opptatt av eksakt verdigrunnlag for å finne de underliggende økonomiske forhold og derfor er det nødvendig med en justering av målefeil.

Det skilles mellom tre typer av målefeil – 1. Målefeil som følge av avvik mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring, 2. Målefeil som følge av avvik mellom korrekt historisk kost og GRS/IFRS og 3. Målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring. Mangelfulle opplysninger i årsregnskapet kan i noen tilfeller gjøre det vanskelig å justere for målefeil og dermed resultere i større målefeil og ”støy” i analysen.

Yara fisjoneres ut fra Hydro og registreres på Oslo Børs. Det vil derfor være insentiver for ledelsen i forkant å manipulere regnskapene på en slik måte at de vil gi positive resultater etter børsnoteringen. En metode kan være å påvirke avskrivningene, dvs. føre høyere avskrivninger i årene før børsnoteringen og lavere når de er på børs. Resultatet blir bedre inntjening etter på grunn av lavere avskrivningskostnader. Yaras styre har godkjent et kompensasjonsprogram for lederne som baseres på tre insentivmekanismer. Et bonusprogram som utløses av oppnådde resultater, en resultatavhengig lønn og en opsjonsbasert belønningsform. Dette kan gi insentiver for ledelsen til regnskapspåvirkning.

Regnskapspåvirkning kan gjøres på flere måter, men de viktigste påvirkningene gjøres gjennom varelagervurderinger og avskrivninger. Avskrivningene kan for eksempel reduseres ved å øke ”beste” estimat på gjenværende levetid.

Tabell 5.3: Avskrivningsprosent, gj.snitt. levetid, bruttofortjenestemargin

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Avskrivningsprosent | | 13,88 % | 14,05 % | 15,65 % | 18,87 % | 17,31 % | 17,71 % |
| Gjennomsn. gjenv. levetid | | 14,19 | 15,12 | 12,91 | 11,91 | 12,14 | 14,04 |
| Bruttofortjenestemargin | 28,09 % | 29,33 % | 30,18 % | 29,07 % | 23,82 % | 21,17 % | 17,82 % |

Avskrivningsprosenten, dvs. totale avskrivninger i forhold til bokført verdi 1/1 i årene 2000-2004, svinger mellom 14-16 %, mens den ligger et par prosentpoeng høyere etter fisjonen. Ved også å se på gjennomsnittlig gjenværende levetid på NDE (netto driftseiendeler i forhold til avskrivningene) varierer denne lite og er relativt stabil over analyseperioden. Dette tyder på at det ikke har vært kreativ regnskapsføring gjennom avskrivninger. Bruttofortjenesten til Yara ligger i årene før fisjonen på rundt 28 % – 30 %, etter fisjonen ligger den på rundt 19 % – 20 %. En del av avviket skyldes at kostnadene for frakt og forsikring er fra 2004 rapportert under varekostnader, mens de i årene før lå under andre driftskostnader. Det er lite som indikerer at Yara har drevet med kreativ regnskapsføring/tilpasning i årene forut for fisjonen. I forbindelse med justering av sannsynlige målefeil i årsregnskapene til Yara vil det foretas en justering av de kostnadsførte utgiftene til FOU (Forskning og utvikling) og en justering av pensjonsforpliktelsene.

5.4.1 Forskning og utvikling

Yara har kostnadsført utgifter til forskning og utvikling (FOU) jfr. spesialregelen i regnskapsloven § 5-6. I følge IAS 38 skal utgifter til forskning kostnadsføres direkte, mens utgifter til utvikling kan balanseføres som en immateriell eiendel under visse vilkår. Siden utgifter til FOU er ventet å generere fremtidige inntekter vil det være mest korrekt å balanseføre utgiften som en immateriell eiendel og avskrive den over en fornuftig levetid. Ved å følge hovedregelen i regnskapslovens § 5-3 og § 4-2 legges anskaffelseskosten til grunn ved verdifastsettelsen. Dersom FOU investeringen mislykkes må den nedskrives. For å beregne en startverdi på FOU i år 2000 er årets kostnad oppjustert med en gjenværende levetid på 5 år. De årlige kostnadsførte FOU utgiftene vil tilbakeføres i resultatregnskapet og balanseføres med en avskrivningsprosent på 20 % pr år.

Tabell 5.4 Virkning av balanseføring av FOU

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Utgifter til forskning og utvikling | | 152 | 162 | 176 | 127 | 137 | 104 | 104 |
| Virkning i balansen: | | | | | | | | |
| Virkning på driftseiendeler | 760 | 730 | 713 | 711 | 671 | 646 | 600 | 563 |
| Virkning på utsatt skatt; 28% | 213 | 204 | 200 | 199 | 188 | 181 | 168 | 158 |
| Virkning på egenkapital | 547 | 525 | 514 | 512 | 483 | 465 | 432 | 406 |
| Virkning i resultatregnskapet: | | | | | | | | |
| Tilbakeførte utgifter til FoU | | 152 | 162 | 176 | 127 | 137 | 104 | 104 |
| Avskrivning på FoU - kapital | | 182 | 178 | 178 | 168 | 162 | 150 | 141 |
| Økning i utsatt skatt | | -9 | -5 | -1 | -11 | -7 | -13 | -10 |
| Virkning på nettodriftsresultat | | -22 | -12 | -1 | -29 | -18 | -33 | -27 |

5.4.2 Virkning av justering av pensjonskrav

Netto pensjonskrav blir balanseført til estimert virkelig verdi, fratrukket ikke-balanseførte krav. I regnskapsføring av pensjoner etter norsk regnskapsskikk (NRS 6) åpnes det for utjamning ("smoothing") slik at ikke-balanseførte krav ikke blir direkteført som tap eller vinning, men periodisert over tid. På denne måten kan svingninger i den virkelige verdien utjevnes over tid. Ved justering blir netto pensjonskrav ført til virkelig verdi i balansen, og virkningen på nettoresultatet klassifisert som en unormal post. (I 2006 brukes beste estimat som lik 2005.)

Tabell 5.5 Virkning av justering for pensjonskrav:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Virkelig verdi av pensjonskrav | 4 925 | 4 925 | 4 695 | 6 051 | 6 417 | 6 869 | 6 869 |
| Virkelig verdi av pensjonsfond | 3 746 | 3 746 | 3 005 | 4 049 | 4 553 | 4 828 | 4 828 |
| Netto pensjonskrav til virkelig verdi | 1 179 | 1 179 | 1 690 | 2 002 | 1 864 | 2 041 | 2 041 |
| Ikke-balanseført gjeld pga "smoothing" | 236 | 92 | 241 | 382 | 71 | -122 | -151 |
| Balanseført netto pensjonskrav | 943 | 1 087 | 1 449 | 1 620 | 1 793 | 2 163 | 2 192 |
| Virkning på: | | | | | | | |
| Netto driftseiendel før skatt | -236 | -92 | -241 | -382 | -71 | 122 | 151 |
| Utsatt skatt (28%) | -66 | -26 | -67 | -107 | -20 | 34 | 42 |
| Netto driftseiendeler (NDE) | -170 | -66 | -174 | -275 | -51 | 88 | 109 |
| Egenkapital (EK) | -170 | -66 | -174 | -275 | -51 | 88 | 109 |
| Unormalt driftsresultat | | 144 | -149 | -141 | 311 | 193 | 29 |
| Endring i utsatt skatt | | 40 | -42 | -39 | 87 | 54 | 8 |
| Unormalt netto driftsresultat (UNDR) | | 104 | -107 | -102 | 224 | 139 | 21 |

5.4.3 Justert finansregnskap

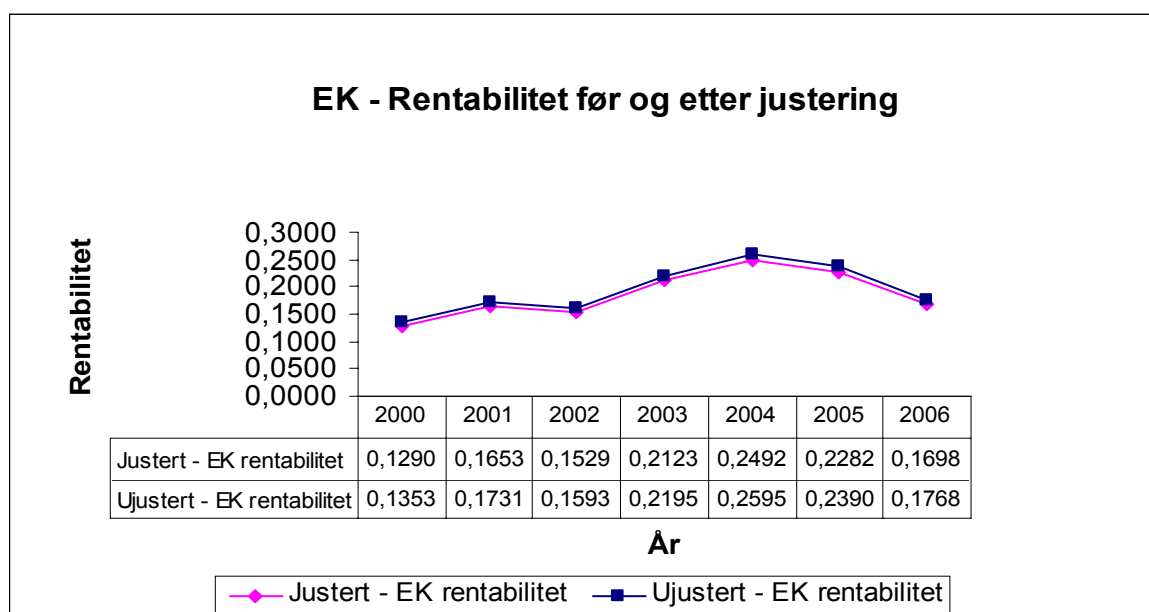
I tabell 5.5 er hovedtallene etter omgruppering og justering presentert, mens i tabell 5.6 ser vi virkningen på egenkapitalrentabiliteten som følge av de justeringer som er foretatt her.

Tabell 5.6 Hovedtall fra omgruppert og justert finansregnskap.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Driftsinntekter (DI) | 36 621 | 37 449 | 33 477 | 38 334 | 43 066 | 46 171 | 46 969 |
| Driftsresultat (DR) | 1 644 | 2 329 | 2 043 | 2 590 | 3 550 | 3 432 | 2 271 |
| Netto driftsresultat (etter skatt) (NDR) | 1 463 | 1 909 | 1 443 | 2 365 | 3 174 | 3 470 | 3 002 |
| Nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS) | 1 638 | 2 165 | 1 586 | 2 467 | 3 298 | 3 658 | 3 199 |
| Netto resultat til EK (NRE) | 1 428 | 1 893 | 1 303 | 2 206 | 3 030 | 3 299 | 2 838 |
| Unormalt netto driftsresultat (UNDR) | -139 | -517 | -2 067 | 1 213 | -391 | 881 | 1 065 |
| Unormalt netto finansresultat (UNFR) | -91 | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| Fullstendig nettoresultat til EK (FNR) | 1 197 | 1 323 | -281 | 3 427 | 3 170 | 3 806 | 4 209 |
| Netto betalt utbytte (NBU) | 0 | 941 | 2 644 | 1 561 | 1 402 | 1 506 | 1 958 |
| Endring i EK | 1 197 | 381 | -2 925 | 1 865 | 1 768 | 2 300 | 2 251 |

| Sysselsatt kapital: | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Netto anleggskapital | NAK | 9 589 | 8 647 | 7 754 | 8 251 | 8 525 | 10 339 | 11 845 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | 9 193 | 8 946 | 6 918 | 8 185 | 7 399 | 8 919 | 9 399 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 18 783 | 17 594 | 14 671 | 16 436 | 15 924 | 19 258 | 21 245 |
| FINANSIELLE EIENDELER | FE | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | SSE | 20 402 | 19 262 | 16 632 | 18 508 | 17 671 | 20 894 | 23 640 |
| EGENKAPITAL | EK | 11 070 | 11 451 | 8 527 | 10 393 | 12 161 | 14 461 | 16 712 |
| MINORITETSINTERESSER | MI | 213 | 85 | 85 | 96 | 63 | 77 | 575 |
| FINANSIELL GJELD | FG | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |
| SYSSELSATT KAPITAL | SSK | 20 402 | 19 261 | 16 631 | 18 508 | 17 670 | 20 894 | 23 640 |

Tabell 5.7 Egenkapital rentabiliteten før og etter justering



Vi ser at egenkapitalrentabiliteten gikk ned mellom 0,6 % og 1,1 % etter justering.

Målefeilen er nå redusert og dermed vil den nye egenkapitalrentabiliteten samsvare mer med underliggende lønnsomhet.

5.5 Analyse av forholdstall

Gjennom beregning av ulike forholdstall vil det i dette avsnitt foretas en analyse av Yaras prestasjoner og risiko for bedre å få innsikt i de underliggende økonomiske forhold.

Det vil fokuseres på to typer av forholdstallsanalyse;

1. Risikoanalyse (-likviditet og soliditet) og 2. Lønnsomhetsanalyse (-avkastningskrav, lønnsomhet og vekst.)

En analyse av den selskapsspesifikke risikoen vil gi innsikt i selskapets evne til å innfri utestående krav og stå i mot perioder med tap. Selskapets kredittrisiko vil bli vurdert opp mot en karakterfastsatt syntetisk rating i forhold til underliggende selskapsspesifikke risiko.

En analyse av lønnsomheten starter med å utvikle en målestokk for de ulike krav til avkastning på de ulike kapitaler. Gjennom en lønnsomhetsanalyse vil det fokuseres på om rentabiliteten er større enn de forventede krav og kildene til dette, og gjennom en vekstanalyse vil det fokuseres på virksomhetens evne til å generere vekst.

For å kunne si noe om de ulike forholdstallene vurderes disse gjennom tidsserieanalyse og bransjeanalyse. En tidsserieanalyse vil ha fokus på historisk variasjon og utvikling, mens en bransjeanalyse vil ha fokus på sammenligning mot en komparativ bransje. Som tidligere nevnt er det vanskelig å finne regnskapsinformasjon hos konkurrentene som direkte kan sammenlignes med Yara så målestokken i bransjeanalysen blir her hovedsakelig industriselskaper på Oslo Børs.

5.5.1 Risikoanalyse

Totalrisiko består av systematisk og usystematisk risiko og blir målt med variansen.

Systematisk risiko omfatter utenforliggende makrofaktorer, mens usystematisk risiko omfatter selskapsspesifikke forhold. Ved å diversifisere investeringene kan en investor redusere den usystematiske risikoen og dermed redusere totalrisikoen. Gjennom porteføljevækst vil totalrisiko konvergere mot systematisk risiko, og for veldiversifiserte investorer vil bare systematisk risiko være relevant. For egenkapitalinvestorer som ikke er veldiversifiserte pga imperfeksjoner i markedet vil selskapsspesifikk risiko være relevant og nødvendiggjør en regnskapsbasert risikoanalyse for å avdekke de selskapsspesifikke risikofaktorer.

Diversifisering gjør at egenkapitalinvestorene kun krever risikopremie for systematisk risiko, mens imperfeksjoner gjør at de også krever en illikviditetspremie.

Kredittrisiko avhenger av sannsynligheten for konkurs og er en ensidig risiko - tapsfaren. Kreditorer kalkulerer derfor inn denne risikoen som en forventet kostnaden i lånerenten. Risikoanalysen består kartlegging av kortsiktig risiko gjennom likviditetsanalyse og langsiktig risiko gjennom soliditetsanalyse. Kredittrisikoen til selskapet oppsummeres gjennom en syntetisk rating.

5.5.1.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko

Målet med en likviditetsanalyse er å kartlegge om virksomheten har nok likvide midler til å innfri sine krav etter hvert som de forfaller. Gjennom en forholdstallanalyse vurderes sannsynligheten for at Yara på kort sikt kommer i en likviditetskrise med fare for konkurs. Likviditetsgrad 1 er likvide eiendeler sett i forhold til kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 2 er de mest likvide eiendelene sett i forhold til kortsiktig gjeld. I Tabell 5.8 er Yaras forholdstall presentert.

Tabell 5.8 Likviditetsgrad 1 og 2:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Likviditetsgrad 2 | 0,0872 | 0,1702 | 0,2581 | 0,1990 | 0,1692 | 0,1458 | 0,1299 |
| Likviditetsgrad 1 | 2,2513 | 2,7419 | 2,6536 | 2,4889 | 2,0450 | 2,1500 | 2,1379 |

Med en likviditetsgrad 1 på rundt 2 har de gode forutsetninger for å kunne dekke kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller til betaling. I 2004 gikk likviditetsgraden noe ned og skyldes hovedsakelig større prosentvis økning i kortsiktig driftsrelatert gjeld i forhold til driftsrelaterte omløpsmidler. I årene før fisjonen hadde de likviditetsgrad 1 på godt over 2 noe som også kan være påvirket av at Yara da ikke var et selvstendig selskap med egen finansieringsstruktur og risiko. Medianen på Oslo Børs i perioden 1993-2004 var på 1,668, og i 2004 var den 1,732. For industriselskapene var medianen 1,690. Likviditetsgrad 2 varierer noe over analyseperioden og er fallende i årene etter fisjonen. Dette er negativt men genererer foreløpig ingen faresignal.

Rentedekningsgrad er nettoresultatet før finanskostnader sett i forhold til netto finanskostnad. Den forteller hvor mange ganger resultatet etter drift og finansinntekter kan dekke rentekostnadene. Den tar ikke hensyn til avdragene, så lav rentedekningsgrad kan derfor bli et problem på lengre sikt når avdrag også må innfris.

Tabell 5.9 viser rentedekningsgraden og den finansielle gjeldsdekningen til Yara over analyseperioden.

Tabell 5.9 Rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Rentedekningsgrad | 6,18 | 6,06 | 5,84 | 9,56 | 11,49 | 10,53 | 9,43 |
| Finansiell gjeldsdekning | 21,59 % | 24,44 % | 25,84 % | 32,06 % | 25,74 % | 25,74 % | 37,71 % |

Som det fremgår genererer Yara nok inntekter fra drift og finans til å dekke finanskostnadene. Medianen for industriselskaper på Oslo Børs i 1999-2004 var på 2,056 mens den var på 1,402 for alle selskapene på Oslo Børs. På grunn av resultatvekst og lave finanskostnader ligger Yara godt over gjennomsnittet på Oslo Børs. Dette er svært positivt for et selskap som ønsker å vokse.

Finansiell gjeldsdekningsgrad er finansielle eiendeler sett i forhold til finansiell gjeld. Desto mindre forholdstall desto større fare for likviditetskrise. Vi ser at Yaras finansielle gjeldsdekningsgrad ligger på 37,71 % i 2006. Den er forholdsvis stabil på rundt 25 % over analyseperioden med unntak av forbedring i år 2004 og 2006. Årsak til forbedring skyldes nedbetaling av langsiktig finansiell gjeld til Hydro.

Tabell 5.10 viser kontantstrømanalyse med fokus på endring i likviditet og på opptak av gjeld. Disse tabellene gir en oversikt over finansieringsutviklingen i analyseperioden.

Tabell 5.10 Kontantstrømanalyse med fokus på endring i likviditet og på opptak av gjeld.

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Netto kontantstrøm til finansiell investering | 49 | 292 | 111 | 173 | -609 | 172 |
| Finansielle eiendeler 1/1 | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 2 245 | 1 636 |
| Finansielle eiendeler 31/12 | 1 668 | 1 960 | 2 072 | 2 245 | 1 636 | 1 808 |

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Opptak finansiell gjeld | -1 394 | 294 | 0 | -2 573 | 911 | -907 |
| Finansiell gjeld 1/1 | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 |
| Finansiell gjeld 31/12 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 5 449 |

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Netto kontantstrøm til finansiell investering | 49 | 292 | 111 | -326 | -111 | 759 |
| Finansielle eiendeler 1/1 | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 |
| Finansielle eiendeler 31/12 | 1 668 | 1 960 | 2 072 | 1 746 | 1 636 | 2 395 |
| Underfinansiering | 1 394 | -294 | 0 | 2 573 | -910 | 4 |
| Opptak finansiell gjeld | -1 394 | 294 | 0 | -2 573 | 910 | -4 |
| Inngående finansiell gjeld | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 |
| Utgående finansiell gjeld | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |

Den finansielle gjelden er forholdsvis stabil i 2001-2003. Crave-out regnskapet gir ikke det helt korrekte bildet av finansieringsstrukturen i disse årene. Alle overføringer til Hydro er ført i regnskapet over egenkapitalen og behandlet i analysen som kapital innskudd og uttak. I 2004 nedbetaler de en del av gjelden til Hydro og får dermed en lavere finansiell gjeld og redusert finansiell risiko. I 2005 oppstår det et behov for nytt låneopptak, mens det i 2006 er en liten/ingen reduksjon i finansiell gjeld.

Ved fokus på likviditetsendring ser vi at Yara har klart å bygge opp finansielle reserver i årene til og med 2003. I 2004 og 2005 genererer de en negativ kontantstrøm til finansielle investeringer og reduserer dermed de finansielle eiendelene. Reduksjon i finansielle eiendeler sammen med en reduksjon i finansiell gjeld bidrar til at gjeldsdekningsgraden øker til 32,06 % i 2004, mens i den reduseres i igjen i 2005 pga nytt opptak av gjeld og reduksjon i finansielle eiendeler. I 2006 derimot holdes den finansielle gjelden stabil i tillegg til en generert en positiv netto kontantstrøm til finansiell investering i selskapet. Dette gjør til at gjeldsdekningsgraden øker til 37,71 %.

Yara har hatt en sterk vekst i de siste årene noe som har generert gode kontantstrømmer. Dette er årsaken til økt rentedekningsgrad, redusert finansiell gjeld og gode likviditetsforhold. Det er ingenting som tyder på at de skal komme i noen likviditetskrise i nærmeste fremtid.

5.5.1.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko

Soliditetsanalysen har som mål å fremme innsikt i de økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap. Alle tap påvirker egenkapitalen negativt så denne fungerer som en buffer. Ved tapt egenkapital er selskapet teknisk konkurs og fortsatt drift vil da skje på kreditors risiko. Et fornuftig forholdstall vil være å se på egenkapitalprosenten. Denne finnes ved å finne egenkapitalens andel i forhold til de ulike kapitalstørrelser. I tabell 5.11 vises egenkapitalprosenten i forhold til total kapital. Da netto utsatt skatt ikke kommer til betaling

dersom selskapet går konkurs er denne lagt til egenkapitalen. Minoritetsinteressene er også inkludert siden de er med på bære tap.

Tabell 5.11 Egenkapitalprosenten i forhold til total kapital.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalprosent | 0,3810 | 0,4344 | 0,3699 | 0,3887 | 0,4409 | 0,4644 | 0,5094 |

Vi ser at egenkapitalprosenten i forhold til total kapitalen øker i årene etter fisjonsåret og ligger nå på 50,94 %. Medianen på Oslo Børs i årene 1993-2004 er på 37,9 % og for industriselskap er medianen på 40,2 %. Det er positivt at Yara har en gjennomsnittlig høyere egenkapitalprosent enn gjennomsnittet innenfor sin industri. Med en egenkapitalprosent på over 40 % skulle Yara være godt rustet til å stå i mot fremtidige tap.

Gjennom en statistisk finansieringsanalyse kan vi kartlegge Yaras kapitalstruktur. Denne viser hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt. I tabell 5.12 er det satt opp en finansieringsanalyse for årene 2005 og 2006.

Tabell 5.12 Statistisk finansieringsmatrise for Yara i årene 2005 og 2006.

| Statistisk finansieringsanalyse 2005 | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
| DAM | 14 217 | 14 217 | | | | | |
| FAM | 512 | 244 | 77 | 191 | | | |
| DOM | 15 452 | | | 3 687 | 5 180 | 6 533 | 52 |
| FOM | 1 124 | | | | | | 1 124 |
| TK | 31 305 | 14 461 | 77 | 3 878 | 5 180 | 6 533 | 1 176 |

| Statistisk finansieringsanalyse 2006 | | | | | | | |
|---|---------------|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG |
| DAM | 16 043 | 16 043 | | | | | |
| FAM | 1 393 | 669 | 575 | 149 | | | |
| DOM | 15 497 | | | 4 049 | 4 732 | 6 097 | 618 |
| FOM | 1 003 | | | | | | 1 003 |
| TK | 33 935 | 16 712 | 575 | 4 198 | 4 732 | 6 097 | 1 620 |

Desto raskere denne kurven går i bunn desto mindre risikable er finansieringen. Minst risikabel er egenkapitalfinansiering og mest risikabel er kortsiktig gjeldsfinansiering.

Vi ser i fra matrisen at i 2006 er driftsrelaterte anleggsmidler er 100 % finansiert med egenkapital. De finansielle anleggsmidlene er finansiert med egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld. De driftsrelaterte omløpsmidlene, som er forholdsvis stor i forhold til total kapitalen, er finansiert med langsiktig driftsrelatert gjeld – 26,13 %, langsiktig

finansiell gjeld – 30,54 %, kortsiktig driftsrelatert gjeld – 39,34 % og kortsiktig finansiell gjeld 3,99 %. Finansielle omløpsmidler er finansiert fullt ut med kortsiktig finansiell gjeld. I 2005 var de driftsrelaterte anleggsmidlene finansiert med 100 % egenkapital og de driftsrelaterte omløpsmidlene finansiert med langsiktig driftsrelatert gjeld – 23,9 %, langsiktig finansiell gjeld – 33,5 %, kortsiktig driftsrelatert gjeld 42,3 % og kortsiktig finansiell gjeld – 0,3 %. Vi ser at Yaras finansieringsstruktur er forholdsvis stabil og ikke særlig risikabel. På lengre sikt er det gunstig å ha høyest mulig andel langsiktig finansiering av driftsrelaterte omløpsmidler.

5.5.1.3 Selskapsspesifikk risiko og syntetisk rating

Kredittrating gjøres av virksomheter som har spesialisert seg på organisert kredittvurdering. En av de mest kjente ratingvirksomheter er Standard og Poor`s.

(www.standardandpoors.com). Ratingklassene spenner seg fra AAA som best til D som dårligst, og den vanligste ratingklassen er BBB. Yara har i sin årsrapport for 2005 uttalt at de har en kredittrating hos Standard og Poor`s på BBB. I denne analysen vil Yaras risikoklasse finnes ved bruk av syntetisk rating. Forholdstallene ovenfor måles ved hjelp av en tabell fra Standard og Poors. Ratingen vil fungere som en oppsummering av den selskapsspesifikke risikoen i Yara. Se tabell 5.13.

Tabell 5.13 Syntetisk rating av Yara

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Vektet |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| EK- prosent i forh.til totalkap. | 0,3810 | 0,4344 | 0,3699 | 0,3887 | 0,4409 | 0,4644 | 0,5094 | |
| Ratingklasse: | BB- | BB | BB- | BB- | BB | BBB | BBB | BB+ |
| Rentedekningsgrad (rgd) | 6,18 | 6,06 | 5,84 | 9,56 | 11,49 | 10,53 | 9,43 | |
| Ratingklasse: | AA- | AA- | AA- | AA | AA+ | AA | AA | AA |
| Likviditetsgrad 1(lg1) | 2,2513 | 2,7419 | 2,6536 | 2,4889 | 2,0450 | 2,1500 | 2,1379 | |
| Ratingklasse: | BBB | BBB+ | BBB+ | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB |
| Netto driftsrentabilitet (ndr) | | 0,1108 | 0,0936 | 0,1646 | 0,2175 | 0,2188 | 0,1601 | |
| Ratingklasse: | | BBB | BBB | A | A+ | A+ | A | A |
| Gjeldsprosent: (gp) | 0,6190 | 0,5656 | 0,6301 | 0,6113 | 0,5591 | 0,5356 | 0,4906 | |
| Ratingklasse: | BB- | BB | B | BB | BB | BB | BB | BB |
| Gjennomsnittsrating | BBB/BB | BBB/BB | BBB/BB | BBB | BBB | BBB+ | BBB | BBB |

Yara ligger med en rating på BBB de fleste årene. Et passende gjennomsnitt på Yara vil da være BBB. Dette er også likt et typisk selskap notert på Oslo Børs. Med en rating BBB er sannsynligheten for at Yara går konkurs innen ett år i gjennomsnitt 0,37 %. Det kan derfor konkluderes med at den selskapsspesifikke risikoen knyttet til Yara er forholdsvis lav.

5.5.2 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalysen starter med å utvikle en målestokk – et avkastningskrav for de ulike kapitalene i selskapet. Rentabiliteten i selskapet måles opp mot avkastningskravet, og gjennom dekomponering av denne kartlegges kildene til lønnsomhet. Vekstanalysen vil fokusere på virksomhetens evne til å generere vekst og på underliggende kilder til vekst.

5.5.2.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet kan karakteriseres som en forventet minimumsavkastning justert for risiko. En investor vil kreve en avkastning på investert kapital som er minst like stor som avkastningen på en tilsvarende investering med samme risiko. En virksomhet er lønnsom dersom internrenten til egenkapitalen (eki) er større enn kravet. Dette innebærer at egenkapitalrentabiliteten – ekr (dvs: eki pluss ”målestøy”) må være større enn egenkapitalkravet (ek). Er dette tilfellet genererer virksomheten superrentabilitet. Avkastningskravet kan også brukes som diskonteringsfaktor av fremtidige verdier. Verdien av en investering i dag er nåverdien av verdien i fremtiden diskontert med et passende risikojustert avkastningskrav.

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes med utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM). Denne modellen forutsetter perfekte kapitalmarkeder og at investor kun får betalt for systematisk risiko. Men her vil også selskapsrisiko være relevant slik at egenkapitalinvestorer og långivere vil kreve en ekstra risikopremie – en illikviditetspremie i tillegg til risikopremien for systematisk risiko. I kapitalverdimodellen vil derfor kravet bestå av en risikofri rente med tillegg for en risikopremie og en illikviditetspremie. Den systematiske risikoen måles ved en egenkapitalbeta. Denne betaen reflekterer volatiliteten i aksjens avkastning i forhold til markedets avkastning. Betaen til markedsporteføljen er 1 og betaen til en risikofri plassering er 0. Sammenhengen er at desto mer virksomheten samvarierer med markedsavkastningen, desto høyere beta. Siden verdiene i et regnskap er nominelle vil også rentabiliteten måles ved nominell rente etter skatt. Avkastningskravet må derfor også være et nominelt krav. Den risikofrie renten finnes gjennom den historiske tre måneders NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate) etter skatt nedjustert med en

risikopremie på 10 %. Gjennomsnittelig nominell risikofrie rente i årene 2000 – 2005 er på 3,3 %. Risikopremien vektet med 1/3 av gjennomsnittlig risikopremie i årene 2000 – 2005 på 3,7 % pr. år og med 2/3 av gjennomsnittet i årene 1900 – 2005 på 5 %. (ref. Knivsflå 2006). Dette gir en normalisert risikopremie over analyseperioden på 4,6 %.

Datastream oppgir en beta på 0,998 med data tilbake til fisjonsdato.

Ved å utføre en regresjonsanalyse basert på Yaras og markedets (OSEBX) daglige logaritmiske avkastning fra fisjonsdato til 31/12, estimeres det en beta på 0,82502. Ved å vekte denne med 2/3 mot markedsbeta på 1 gir dette en justert beta på 0,883. Beregnet beta til egenkapitalen i Yara finnes igjen ved å ta gjennomsnittet av Datastreams betaverdi og den justerte. Dette gir en betaverdi på 0,941.

Illikviditetspremien på grunn av markedssvikt antas å ligge vanligvis mellom 0 % til 5 %.

Siden Yara aksjen og Hydro aksjen er likvide aksjer på Oslo Børs vil det i analysen brukes en premie på 0 % over hele analyse perioden.

Minoritetsinteresser er egenkapital i konsernet siden disse eier mellom 0,1 % til 50 % av datterselskapene i konsernet. Minoriteten er ofte "låst inne" og det kreves derfor en ekstra likviditetspremie avhengig av graden innlåsning eller illikviditet. I denne analysen er det valgt en premie på 3 % noe som gir et normalisert avkastningskrav til minoriteten(mik) på 10,45 %. Kravet til netto finansiell gjeld fastsettes gjennom vekting av finansielle eiendeler og gjeld i forhold til netto finansiell gjeld ganget med de respektive krav. Kravet til finansielle eiendeler beregnes gjennom vekting av kontanter, fordringer og aksjer, mens kravet til finansiell gjeld fastsettes av långivere, og består av risikofri rente med tillegg for kredittrisiko i forhold til ratingklasse.

Avkastningskravet til netto driftskapital (ndk) og sysselsatt kapital (ssk) er vektete avkastningskrav der en veker kravet til egenkapital, minoritet og finansiell gjeld/netto finansiell gjeld. Vektingen skjer i forhold til balanseførte verdier. I følge Miller & Modigliani er verdien av et selskap ikke avhengig av dens finansieringsstruktur. Denne forutsetningen er noe urealistisk på grunn av skattesubsidie ved bruk av gjeld og eksistens av konkurskostnader, men er likevel grei nok i den videre analyse. Holder M&M vil netto driftsbeta være konstant hvert år i analyseperioden.

Avkastningskravene er avhengig av selskapets finansiering og vil derfor variere i forhold til endret finansiell risiko. I tabell 5.14 vises en oversikt over de ulike kravene.

Tabell 5.14 Avkastningskrav til de ulike kapitalene i Yara i perioden 2000 – 2006.

| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsv. |
|-----------------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Krav til egenkapitalen | ekr | 0,1079 | 0,0901 | 0,0731 | 0,0607 | 0,0585 | 0,0613 | 0,0683 | 0,0745 |
| Minoritetskrav | mik | 0,1379 | 0,1201 | 0,1031 | 0,0907 | 0,0885 | 0,0913 | 0,0983 | 0,1045 |
| Krav til sysselsatt kapital | skk | 0,0884 | 0,0814 | 0,0695 | 0,0511 | 0,0462 | 0,0491 | 0,0602 | 0,0633 |
| Netto driftskrav | ndk | 0,0910 | 0,0836 | 0,0715 | 0,0534 | 0,0496 | 0,0518 | 0,0635 | 0,0660 |
| Finansielt gjeldskrav | fgk | 0,0635 | 0,0680 | 0,0653 | 0,0381 | 0,0181 | 0,0209 | 0,0355 | 0,0442 |
| Finansielt eiendelskrav | fek | 0,0582 | 0,0584 | 0,0549 | 0,0325 | 0,0149 | 0,0172 | 0,0312 | 0,0382 |
| Netto finansielt gjeldskrav | nfgk | 0,0647 | 0,0707 | 0,0687 | 0,0400 | 0,0197 | 0,0221 | 0,0380 | 0,0463 |

5.5.2.2 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalyser sier noe den underliggende lønnsomheten, og målestokken er avkastningskravet. Rentabiliteten til en kapital uttrykker selskapets evne til å generere avkastning på investert kapital og gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid, både internt og mellom virksomheter. Egenkapitalrentabilitet er et mål på den underliggende internrente til egenkapitalen, og er den vektete summen av internrenten til driftsinvesteringene og de effektive lånerentene til netto finansiell gjeld. Generelt uttrykkes rentabilitet gjennom renten til kapitalen justert for eventuelle målefeil. I verdsettelsesanalyser benyttes normalisert rentabilitet og sammenligning med andre må være uten transitoriske poster. En forutsetning er at driftseiendeler og gjeld er rapportert til historisk kost og finansielle eiendeler og gjeld er rapportert til virkelig verdi. Kapitalen er lik gjennomsnittlig kapital justert for periodens opptjente kapital slik at rentabiliteten blir en etterskuddsrente. Dette samsvarer også med målestokken som også vanligvis er en etterskuddsrente. I tabell 5.15 presenteres Yaras normaliserte egenkapitalrentabilitet (ekr), netto driftsrentabilitet (ndr) og rentabilitet til sysselsatt kapital (skr).

Tabell 5.15 Egenkapitalrentabilitet, netto driftsrentabilitet og netto minoritetsrentabilitet.

| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006T | Tidsv.: |
|------------------------------|-----|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Egenkapitalrentabilitet | ekr | 0,1834 | 0,1394 | 0,2638 | 0,3091 | 0,2872 | 0,1997 | 0,2440 |
| Netto minoritetsrentabilitet | mir | 0,0103 | -0,0004 | 0,0014 | 0,0041 | 0,0003 | 0,0029 | 0,0023 |
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 0,1107 | 0,0935 | 0,1644 | 0,2159 | 0,2246 | 0,1586 | 0,1776 |

| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsv.: |
|------------------------------|-----|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Egenkapitalrentabilitet | ekr | 0,1836 | 0,1396 | 0,2640 | 0,3104 | 0,2829 | 0,2003 | 0,2435 |
| Netto minoritetsrentabilitet | mir | 0,0103 | -0,0004 | 0,0014 | 0,0040 | 0,0002 | 0,0020 | 0,0020 |
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 0,1108 | 0,0936 | 0,1646 | 0,2175 | 0,2188 | 0,1601 | 0,1770 |

Vi ser at egenkapitalrentabiliteten har økt betydelig i årene etter 2002 noe som blant annet skyldes gjennomføringen av omstillingsprogrammet ”Agri Turnaround” og kostnadsreduksjonen på rundt 30 %. Sammenlignet med kravet genererer Yara en svært høy superprofitt i årene 2003 til 2006T, noe som gir investorene en betydelig høyere avkastning på investert kapital enn de krever. Dette samsvarer med resultatet i den strategiske analysen som påstår at Yara har klart å oppnå en strategisk posisjon gjennom skalafordeler, kostnadseffektivitet, unik markedsposisjon og sterkt varemerke. Den tidsvektede rentabiliteten er 24,35 % mot et vektet krav på 7,45 %. Dette gir en tidsvektet superrentabilitet på 16,9 % og konkluderer med at Yara har hatt en strategisk fordel de seneste årene. Normalisert egenkapitalrentabilitet på Oslo Børs var i årene 2000 – 2004 på 5,7 % og under kravet, mens i tidsintervallet 1993 – 2004 var den på 8,5 %. For industriselskaper har rentabiliteten lagt på 7,9 %.

For å identifisere de ulike kildene til egenkapitalrentabiliteten i Yara deles denne opp i drift, finansiering og minoritet. En dekomponering av netto driftsrentabilitet (ndr) vises i tabell 5.16

Tabell 5.16 Tabellen viser dekomponering av netto driftsrentabiliteten i Yara.

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsv. | Gj.Snitt |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vekt | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 21 | |
| Netto driftsmargin (ndm) | 0,0510 | 0,0431 | 0,0617 | 0,0737 | 0,0752 | 0,0639 | 0,0655 | 0,0614 |
| * Omløpet til nde (onde) | 2,1730 | 2,1724 | 2,6675 | 2,9513 | 2,9120 | 2,5050 | 2,6626 | 2,5635 |
| = Netto driftsrentabilitet (ndr) | 0,1108 | 0,0936 | 0,1646 | 0,2175 | 0,2188 | 0,1601 | 0,1770 | 0,1609 |

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftskapital eller netto driftseiendeler kaster av seg. Den tidsvektede driftsrentabiliteten er på 17,70 %. Dette er 11,1 % over kravet på 6,60 % som innebærer en mer avkastning i driften. En ytterligere dekomponering av ndr viser at Yara har en tidsvektet driftsmargin (ndm) på 6,4 % og et tidsvektet omløp til nettodriftskapital (onde) på 2,6626. Netto driftsmargin viser Yaras evne til å generere netto driftsresultat pr. omsatte krone, mens omløpet til netto driftskapital viser deres evne til å skape driftsinntekter pr. krone investert. Medianen på Oslo Børs ligger for ndm er 2,8 % og for onde er 1,674. Til tross for at Yara er et industriselskap med høy kapitalbinding klarer de nesten å tredoble driftsinntektene pr. krone investert. 6,4 % av driftsinntektene er driftsresultat.

Den vektete virkningen av finansiell gearing er 6,4 %.

I tabell 5.17 vises en oversikt over finansiell gearing. (Finansiell gearing: (ndr-nfr)*nfg)

Tabell 5.17 Finansiell gearing

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvekt | Gj.Snitt |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vekt | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 21 | |
| Ndr | 0,1108 | 0,0936 | 0,1646 | 0,2175 | 0,2188 | 0,1601 | 0,1770 | 0,1609 |
| - Netto finansiell rente (nfr) | 0,0150 | 0,0214 | 0,0263 | 0,0345 | 0,0385 | 0,0332 | 0,0318 | 0,0282 |
| = Netto rentemargin (ndr – nfr) | 0,0958 | 0,0722 | 0,1383 | 0,1830 | 0,1803 | 0,1269 | 0,1452 | 0,1168 |
| * Netto fin. gjeld grad (nfgg) | 0,6523 | 0,6419 | 0,7090 | 0,4857 | 0,3542 | 0,3012 | 0,4564 | 0,4492 |
| = Netto finansiell gearing | 0,0625 | 0,0464 | 0,0980 | 0,0889 | 0,0639 | 0,0382 | 0,0644 | 0,0525 |

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvekt |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| Netto rentekostnad på fin. gjeld (fgr) | 0,0392 | 0,0351 | 0,0322 | 0,0358 | 0,0638 | 0,0534 | 0,0471 |
| Netto rentabilitet på fin. eiendeler (fer) | 0,1582 | 0,0859 | 0,0521 | 0,0594 | 0,1077 | 0,1206 | 0,0946 |

Tabellen viser at netto driftsrentabilitet (ndr) er større enn netto finansiell gjeldsrente for alle årene, noe som innebærer at bruken av netto finansiell gjeld har en positiv virkning på egenkapitalrentabiliteten når netto finansiell gjeldsrente er positiv. Driften kaster mer av seg enn kostnaden av å ha netto finansiell gjeld. I årene 2004 til 2006 reduseres imidlertid den netto finansielle gearingen på grunn av redusert netto finansiell gjeld hovedsakelig på grunn av nedbetaling av gjeld til Hydro. Denne gjeldsreduksjonen reduserer den finansielle risikoen men påvirker også egenkapitalrentabiliteten negativt. I 2005 kunne Yara lånt penger til en nettorente på 18,03 % lavere enn det driften kastet av seg. Dersom de hadde investert avdraget i driften ville de med samme kapitaleffektivitet fått et positivt påslag på rentabiliteten.

Imidlertid gir en økt finansiell gjeldsgrad også økt rentekostnad på grunn av økt risiko, som igjen ville redusert rentegapet en del, men neppe hele differansen.

Yara har en rentabilitet som er mye større enn driftskravet noe som innebærer at de genererer en betydelig merrentabilitet gjennom drift. Dette er svært positivt for investorene.

Netto finansiell rente består av finansiell gjeldsrente vektet med finansiell gjeld over netto finansiell gjeld fratrukket finansiell eiendelsrente vektet med finansielle eiendeler over nettofinansiell gjeld.

For årene har Yara et tidsvektet merrente på finansiell gjeld på 0,29 % noe som innebærer at de betaler en rente som er høyere enn det estimerte kravet noe som er negativt for eierne.

Avviket er størst i 2005 og skyldes økte rentekostnader sammen med lavere gjeld ved inngangen av året. De noe økte rentekostnadene kan blant annet skyldes at dette var Yaras første hele driftsår som selvstendig selskap med egen finansieringsstruktur og risikoprofil. I 2005 tar de finansielle långiverne seg betalt en rente som er over kravet, noe som er negativt for Yara. Medianen av netto finansiell gjeldsrente på Oslo Børs i 2000 – 2004 er på 4,2 %.

Den tidsvektede merrentabiliteten på finansielle eiendeler er på 5,64 % noe som er høyt siden det vanligvis er vanskelig å skape superrentabilitet i finansmarkedene. Yara har med andre ord vært flink å skape finansielle merverdier. Medianen av finansiell eiendelsrentabilitet er på Oslo Børs i perioden 2000 – 2004 på 3,1 %.

Tidsvektet netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) er på 45,64 % mens medianen på Oslo Børs i perioden 2000 – 2004 er på 27,5 %. Yara nytter altså mer finansiell gjeld og har av den grunn en mer risikabel finansieringsstruktur enn medianen av selskaper på Oslo Børs. Men som tidligere nevnt er det positivt for Yara å geare opp siden de genererer en merrentabilitet på driften større enn økt lånerente.

En analyse av minoritetsgearing vil avdekke minoritetenes bidrag til egenkapitalrentabiliteten. Den tidsvektede virkningen av minoritetsinteressene er 0,13 %. I tabell 5.18 vises en oversikt over minoritetsgearingen i Yara.

Tabell 5.18 Minoritetsgearing

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvekt | Gj.snitt |
|----------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Mir/nmr | -0,4455 | 0,1380 | 0,0336 | -0,2185 | 0,1773 | 0,0698 | 0,0173 | -0,0409 |
| - ndr | 0,1108 | 0,0936 | 0,1646 | 0,2175 | 0,2188 | 0,1601 | 0,1770 | 0,1609 |
| = nmr - ndr | -0,5563 | 0,0444 | -0,1309 | -0,4360 | -0,0416 | -0,0902 | -0,1597 | -0,2018 |
| * mig/nmg | 0,0186 | 0,0085 | 0,0107 | 0,0091 | 0,0055 | 0,0222 | 0,0126 | 0,0124 |
| = (nmr - ndr) * nmg | -0,0103 | 0,0004 | -0,0014 | -0,0040 | -0,0002 | -0,0020 | -0,0020 | -0,0029 |

Så lenge rentabiliteten til minoritetsinteressene er lavere enn netto driftsrentabilitet forutsatt at nettominoritetsgrad er positiv har bruken minoritetsinteresser en positiv virkning på egenkapitalrentabiliteten. Minoriteten får en rentabilitet på kapitalen som er mindre enn det driften kaster av seg noe som er en fordel for majoriteten. Bruk av minoritetsinteresser varierer fra år til år og har stort sett en positiv virkning over hele analyseperioden med unntak av i 2002. I disse årene innebærer det en kostnad for Yara for de må dele med minoriteten gjennom å betale disse mer enn det driften kaster av seg. Minoritetsgraden er liten og gjør at nettoeffekten på egenkapitalrentabiliteten er forholdsvis liten over hele analyseperioden. I tabell 5.19 vises analyseresultatene av egenkapitalrentabiliteten.

Tabell 5.19 Oppsummering av egenkapitalrentabiliteten splittet i drift, finansiering og minoritet.

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvekt | Gj. Snitt |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Vekt | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 21 | |
| Netto driftsrentabilitet - ndr | 0,1108 | 0,0936 | 0,1646 | 0,2175 | 0,2188 | 0,1601 | 0,1770 | 0,1609 |
| + Netto finansiell gearing | 0,0625 | 0,0464 | 0,0980 | 0,0889 | 0,0639 | 0,0382 | 0,0644 | 0,0663 |
| + Minoritetsgearing | 0,0103 | -0,0004 | 0,0014 | 0,0040 | 0,0002 | 0,0020 | 0,0020 | 0,0029 |
| = Egenkapitalrentabilitet | 0,1836 | 0,1396 | 0,2640 | 0,3104 | 0,2829 | 0,2003 | 0,2435 | 0,2301 |

En dekomponering av egenkapitalrentabiliteten har nå gitt innsikt i hvor Yaras lønnsomhet genereres. Det største bidraget til egenkapitalrentabiliteten kommer fra drift, og viser en svært positiv utvikling med unntak av i 2006. Bruken av nettofinansiell gjeld har gitt et positiv bidrag. Minoritetsinteressene har stort sett påvirket egenkapitalrentabiliteten positivt men i svært liten grad.

5.5.2.3 Vekst

Vekstfaktoren er den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid. En vekstanalyse vil derfor være viktig fordi vekst er den underliggende verdidriver ved fundamental verdsetting. Gjennom å analysere vekst i en bransje og i et selskap over tid, oppnås det innsikt om vekstfaktorer. Vokser et selskap mer enn bransjen må dette gjøres gjennom økte markedsandeler. Generell makroøkonomisk vekstanalyse og strategisk analyse med fokus på bransjevekst gir innsikt om vekst på lang sikt. Strategisk analyse med fokus på vekstutsikter i bransjen og på virksomhetens evner til å skape vekst gir innsikt i vekst på kort sikt.

Den generelle veksten i verdensøkonomien var på rundt 4,9 % i 2005. Den største økonomiske veksten hadde Kina med nesten 10 % og deretter India med 8,2 %, mens Brasil endte på bare 2,2 %. (Kilde: IMF fra PotashCorp – Our World.) Verdens befolkning har de siste 40 årene vokst fra rundt 3 mrd. til 6,5 mrd og forventes å ligge på rundt 7 mrd. ved utgangen av 2010 og på 8 mrd i 2025. Verdens befolkning er en av nøkkelfaktorene for gjødselbruk - økt befolkning gir økt etterspørsel etter mat. Verdens matforbruk i den utviklede verden forventes å øke med 5 mill. tonn over en 15-års periode fra 2000 til 2015, mens det forventes en økning på 60 mill. tonn i utviklingslandene i samme periode. (Kilde: United Nations, FAO, IFA, Fertecon – fra PotashCorp – Our World). Av verdens 6.5 mrd. mennesker tjener omtrent 5,3 mrd. mindre enn \$ 3 000,- pr. år. Over 60 % av den globale befolkningen bor i Kina, India og Sørøst Asia som også har den største økonomiske veksten. (Kilde: Doane, PotashCorp – Our World).

Under forutsetning av dette vises gode vekstutsikter i det globale markedet for gjødsel i årene fremover, da særlig i Kina og India som opplever en økonomisk vekst over verdensgjennomsnittet. Kortsiktig er det mulig å vokse ved å øke markedsandeler uten å stjele fra konkurrentene, mens på lang sikt vil det gjennom konkurransekraftene opprettes likevekt. Desto bedre fortjenestemuligheter og lavere etableringshindringer desto raskere vil likevekt oppnås. Veksten på lang sikt kan ikke være større enn den ventede realveksten i verdensøkonomien pluss en forventet global inflasjon i dag – (3 % + 2,5 %) dvs. på rundt 5,5 %. Siden ingen virksomheter på sikt kan vokse raskere en den samlede økonomien, vil alle virksomheter som vokser svært raskt før eller senere møte redusert vekst. Veksten er altså tilbakevendende til gjennomsnittet ("mean reversion"). (Knivsflå).

Det skilles mellom to typer av vekst – kapitalvekst og resultatvekst. En fundamental vekstanalyse består av kapitalvekstanalyse og resultatvekstanalyse, og går ut på å kartlegge og avdekke underliggende kilder til vekst.

Det er aktuelt å nytte normaliserte tall da disse er relevant ved beregning av fremtidsverdier. Yara har som mål et utbytte til aksjonærene på gjennomsnittelig 40 – 45 % av resultatet etter skatt – dette innbefatter en utbytteutbetaling på minimum 30 % og tilbakekjøp av egne aksjer. Tilbakekjøp av egne aksjer behandles i analysen som utbetaling av utbytte. I tabell 5.20 vises egenkapitalveksten i Yara.

Tabell 5.20 Vekst i Yara i analyseperioden.

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvekt | Gj. Snitt |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Utdelingsforhold (eku) | 0,2705 | 0,4562 | 0,2675 | 0,3030 | 0,4607 | 0,7020 | 0,4625 | 0,4100 |
| Egenkapitalrentabilitet (ekr) | 0,1836 | 0,1396 | 0,2640 | 0,3104 | 0,2829 | 0,2003 | 0,2435 | 0,2301 |
| Tilbakeholdningsgrad | 0,7295 | 0,5438 | 0,7325 | 0,6970 | 0,5393 | 0,2980 | 0,5375 | 0,5900 |
| Egenkapitalvekst (ekv) | 0,1339 | 0,0759 | 0,1934 | 0,2164 | 0,1526 | 0,0597 | 0,1358 | 0,1386 |

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Gj. Snitt: |
|-----------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| Netto driftsvekst (ndv) | 0,4657 | -0,1265 | 0,3189 | 0,3940 | -0,0455 | -0,3345 | 0,1120 |
| Norm. Nettores til ek (nrv) | 0,4164 | -0,1014 | 0,3779 | 0,4148 | -0,0642 | -0,3483 | 0,1159 |
| Driftinntektsvekst (div) | 0,0226 | -0,1061 | 0,1451 | 0,1234 | 0,0721 | 0,0173 | 0,0457 |
| Driftskostnadsvekst (dkv) | 0,0136 | -0,1055 | 0,1412 | 0,1148 | 0,0766 | 0,0310 | 0,0453 |
| Endring | 0,0091 | -0,0005 | 0,0039 | 0,0086 | -0,0045 | -0,0137 | 0,0005 |

Egenkapitalveksten i Yara går ned i årene etter fisjonen noe som hovedsakelig skyldes høyere utbytteandel og noe lavere egenkapitalrentabilitet. Den tidsvektede egenkapitalveksten er på 13,58 %. Medianen på Oslo Børs var i perioden 1993 – 2004 på 4,9 %, hvor industriselskapene lå på 4,7 %, og sammenlignet med selskapene på Oslo Børs har Yara en betydelig høyere egenkapitalvekst. Kildene til egenkapitalveksten i Yara kommer fra drift og

finansiell gearing. Det geometriske gjennomsnittet på 13,86 % indikerer at Yara har en god evne til å generere organisk vekst. Dersom de ønsker å vokse mer enn dette trenger de å få tilført vekst gjennom emisjon, redusert utbyttepolitikk eller med låneopptak over tid.

Driftsinntektsveksten ligger i gjennomsnitt på 4,57 % og er dårligere enn medianen på Oslo Børs i perioden 1994 – 2004 på 8,2 % og for gjennomsnittet for industriselskapene på 8,8 %. I årene 2003 og 2004 hadde Yara størst driftsinntektsvekst, mens de andre årene ligger de under medianen for industriselskapene. En vekst i driftsinntektene på 12,3 % i 2004 blir transformert til en vekst i netto driftsresultatet (ndv) på 39,04 % og en vekst i det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen på 41,48 %. I 2005 klarer de bare å skape en negativ vekst i nettoresultatet på 4,55 % til tross for en driftsinntektsvekst på 7,21 %. I 2006 er dette ytterligere forverret. Driftsinntektsveksten har vært høyere enn driftskostnadsveksten i alle årene med unntak av 2005 og 2006 hvor dette er omvent. Den positive differansen i årene 2003 og 2004 er også et resultat av kostnadsbesparelsesprogrammet ”Agri Turnaround”. Den negative utviklingen i 2006 kan være et faresignal, men også målefeil.

Driftskostnadsvekst kan blant annet også ha sammenheng med økte priser på naturgass.

5.6 Kort oppsummering – Regnskapsanalyse

Yaras likviditetssituasjon er svært bra og soliditetsanalysen viser en rating på BBB som er meget bra. Lønnsomheten har i analyseperioden vært god men viser en nedadgående trend noe som kan være et faresignal. Veksten viser også en negativ utvikling. Men til tross så genererer Yara en rentabilitet godt over kravet og det er gode vekstutsikter i det globale gjødselmarkedet.

Kapittel 6: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet utarbeides med basis i fremkommet informasjon fra den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapittel 5. Historiske prestasjoner sammen med dagens konkurransearena og morgendagens forventede utvikling er grunnlaget for de estimerte fremtidsverdier. Analysen vil derfor være påvirket av det eksterne tilgjengelige informasjonsgrunnlaget og av antakelser om fremtiden. Rammeverket i dette kapittelet består av tre trinn: 1. Valg av budsjettthorisont – 2. Utarbeidelse av fremtidsregnskap – 3. Fremskrivning av verdidrivere.

6.1 Valg av budsjetthorisont

Budsjetthorisonten er det året - T der fullstendig budsjettering av regnskapet går over til enkel fremskrivning av verdidriverne; rentabilitet, vekst og avkastningskrav.

Valg av budsjetthorisont avhenger av: 1. Tid til ”steady state”, dvs. til det tidspunktet hvor det er rimelig å tilnærme vekstfaktoren mot den langsiktige veksten i økonomien generelt. – 2. Kvaliteten på regnskapsføringen, dvs. bra kvalitet i regnskapsføringen reflekterer bedre de underliggende verdier.

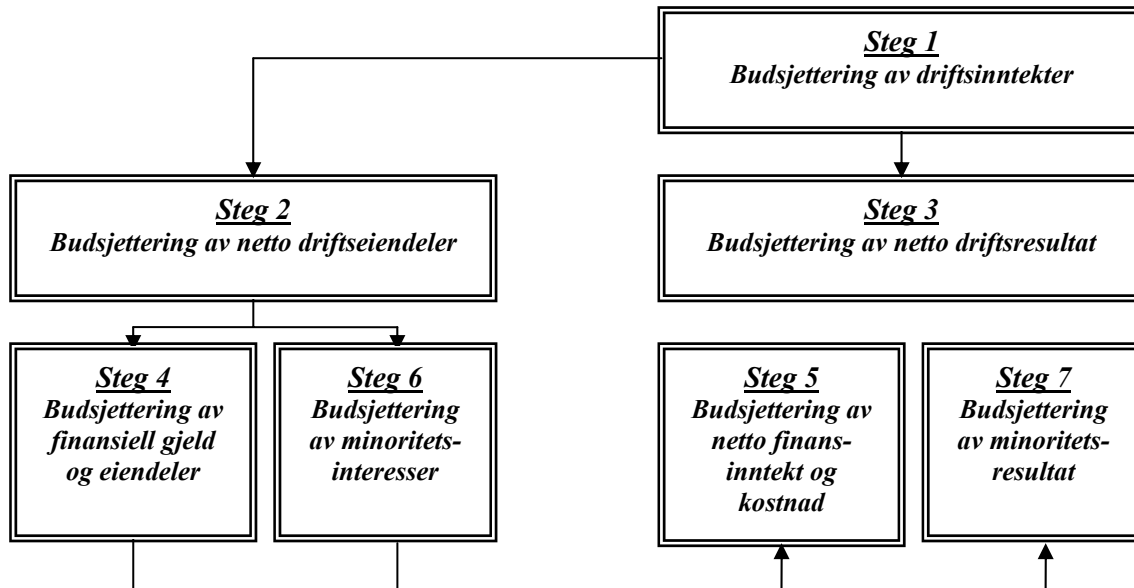
Yara er i en bransje med høyt vekstpotensialet. De har gode muligheter i årene fremover å vokse mer enn den generelle veksten i økonomien og har sannsynligvis en del år igjen til ”steady state”. Yara har uttalt en målsetting om å øke dagens globale markedsandel fra 6 % til 10 % de neste årene. Denne målsettingen søker de å nå gjennom oppkjøp og samarbeidsavtaler med gjødselbedrifter, spesielt i vekstland og i land med tilgang på billig naturgass.

Siden Yara ikke har vært et selvstendig selskap hele analyseperioden ligger det en viss fare for målefeil i regnskapshistorikken. Dette taler for en lengre budsjettperiode for desto bedre å fange opp verdiene i selskapet. En passende horisont vil være 10 – 14 år, muligens enda lengre. I denne analysen velges en budsjetthorisont på 12 år, dvs. til 2019.

6.2 Budsjettering frem til budsjetthorisonten

Rammeverket for budsjetteringen består av en enkel budsjettmodell i 7. steg med fokus på de 9 viktigste verdidriverne i budsjettet. Figur 6.1 viser rammeverket for budsjetteringen.

Figur 6.1 Rammeverket for budsjetteringen.



Av dette ser vi at budsjettet vil være påvirket av følgende budsjett drivere:

- 1) Driftsinntektsveksten
- 2) Omløpet til netto driftseiendeler
- 3) Netto driftsmargin
- 4.1) Finansiell gjeldsdel
- 4.2) Finansiell eiendelsdel
- 5.1) Finansiell gjeldsrente
- 5.2) Finansiell eiendelsrentabilitet
- 6) Minoritetsdel
- 7) Netto minoritetsrentabilitet

Egenkapitalen og netto betalt utbytte blir fastsatt residualt.

En forutsetning i fremtidsregnskapet er at alle kontantstrømmer skjer den 31/12 slik at all rentabilitet regnes av inngående kapital.

Kvantitativt utgangspunkt for budsjetteringen er den historiske utviklingen til den aktuelle budsjett driveren. I noen perioder vil veksten variere fra år til år, men over tid har de fleste regnskapstall en tendens til å konvergere til gjennomsnittet i bransjen eller mot langsiktig økonomisk vekst. Et bransjegjennomsnittet vil ofte være fallende om netto driftsrentabilitet er

god, dvs. hvis det er gode fortjenestemuligheter i bransjen. Økt attraktivitet gir økt etablering og dermed tilspisset konkurranse som igjen reduserer marginene.

I analysen vil valg av verdi på budsjettdriverne være i samsvar med den strategiske analysen og den forventede utvikling – kortsiktig og langsiktig. Utgangspunktet blir en lineær konvergens fra dagens situasjon mot langsiktige anslag. Der det er aktuelt overstyres driverne med reelt vekstanslag. I praksis ville det vært nyttig å utarbeide tre ulike budsjetteranslag – optimistisk – forventet – pessimistisk. I denne analysen vil det i kapittel 7 gjøres en del endringer i budsjettdriverne for å se hvordan dette slår ut på estimerte fremtidsverdi og verdsettelsen.

Steg 1 – Budsjettering av driftsinntekter

Yaras driftsinntektsvekst har økt hvert år i analyseperioden foruten i 2002 hvor den gikk ned med 10,61 %. Men inntektsveksten viser en nedadgående trend frem til 2006. Yaras gjennomsnittlige årlige vekst er på 4,57 %. Fremover vil det være to faktorer som er avgjørende for Yaras inntekspotensiale. Det er prisene på gjødsel og salgsvolum.

Salgsvolumet søker Yara å påvirke gjennom økt satsing i vekstområder. Prisene på gjødsel har de siste årene vært rekordhøye, og er sterkt påvirket av prisen på naturgass. Det forventes en fortsatt høy pris på naturgass da oljeprisen forventes å ligge på et høyt nivå også i 2007. Yaras strategiske fokus i årene fremover er markedsvekst og fra den strategiske analysen vet vi at de har gode markedsmessige muligheter for vekst på verdensbasis. Yara har finansiell styrke og en organisasjon som takler global tilstedeværelse. De har gode muligheter for å møte økt etterspørsel etter gjødselvarer. Gjennom oppkjøp og ved bruk av tredjepartsvolumer suppleres egen produksjon for slik å maksimere kapasitetsutnyttelsen.

De neste årene forventes lave kornbeholdninger noe som vil gi god etterspørsel etter gjødsel. Energiprisene forventes å ligge på et høyt nivå i USA og vil dermed gi en høy minstepris på gjødsel. Men økte priser på energi i Europa vil redusere Yaras marginer og kunne føre til redusert produksjonskapasitet. Yaras viktigste markedsrisiko er knyttet til marginen mellom prisen på gjødsel og prisen på naturgass. Selv om disse prisene til en viss grad henger sammen er marginen avhengig av etterspørselen etter plantenæring i forhold til energietterspørselen.

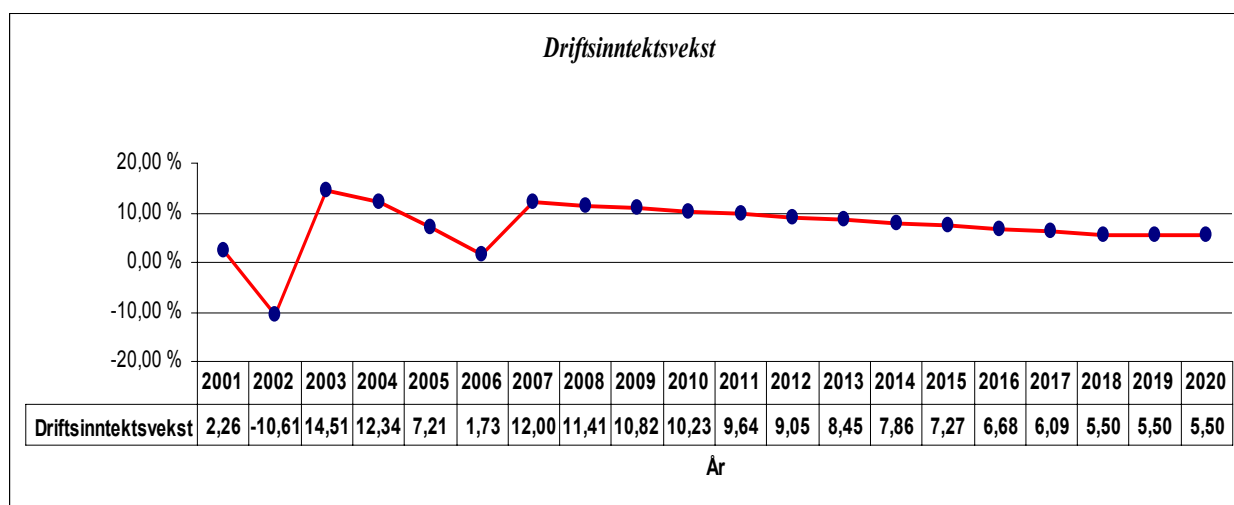
Handel med gjødsel skjer primært i amerikanske dollar både når det gjelder inntekter og råvarepriser. Svingninger i valutakursene vil dermed ha en påvirkning på driftsinntektsnivået til Yara, men siden det er vanskelig å estimere kurser for fremtiden vil dagens kurs også være

fremtidens estimat. Yaras mål for å redusere netto eksponering er at også gjeld skal være i amerikanske dollar.

Det kan være en rimelig forutsetning at Yara klarer en driftsinntektsvekst de neste årene på 10 % - 12 %, mens på horisonten vil denne være lik den langsiktige økonomiske veksten på 5,5 %.

I tabell 6.1 vises en oversikt over historisk og budsjettert driftsinntektsvekst.

Tabell 6.1 – Historisk og budsjettert driftsinntektsvekst.



Steg 2 – Budsjettering av netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) er avhengig av effektiviteten til netto driftskapital, dvs dens evne til å skape driftsinntekter pr. krone investert. En rimelig forutsetning er at onde konvergerer mot gjennomsnittet i bransjen over tid. Medianen på Oslo Børs i perioden 2000 – 2004 er på 1,674. Yara har oppnådd et tidsvektet gjennomsnittlig onde på 2,663. Det kan virke som at Yara har gjennom ”Agri Turnaround” klart å effektivisere kapitalbruken. Selv om Yara har et høyt kostnads- og effektivitetsfokus og opererer i et markedet i vekstfase antas det at konkurransen hardnes til på sikt. Dette innebærer at onde på horisonten går ned mot gjennomsnittet i bransjen. I denne utredningen vil dette være 1,674. Det vil være en del usikkerhet til dette anslaget så hvordan endringer i denne variabelen vil påvirke verdiestimatet simuleres i kapittel 7.

Steg 3 – Budsjettering av netto driftsresultat

Konkurransen driver netto driftsmargin (ndm) mot gjennomsnittet i bransjen, eventuelt med et tillegg hvis ressursbasert strategisk analyse avdekker konkurransefortrinn overfor

konkurrentene. Yara har hatt en tidsvektet netto driftsmargin på 6,55 % noe som innebærer at de gjennomsnittlig klarer å generere 6,55 % i driftsresultat for hver krone omsatt. Medianen på Oslo Børs er på 2,8 %, men siden Yara har oppnådd en strategisk fordel gjennom deres globale salgs- og distribusjonsnettverk og gjennom strategisk tilstedeværelse i viktige land antas det at driftsmargingen i gjødselmarkedet ligger noe høyere. I tillegg ligger også potensialet for markedsvekst i bransjen. I motsetning antas det også at økt konkurranse og reduserte marginer ved høye energipriser vil ha en innvirkning i enkelte perioder og dermed en negativ effekt på netto driftsmargin. På horisonten kan det være rimelig å anta at de vil klare en netto driftsmargin på 6 %. Dette er litt mindre enn deres historiske netto driftsmargin, og litt høyere enn driftsinntektsveksten. En kritisk forutsetning er at Yara gjennom en etablert kostnadskultur klarer å holde høyt kostnadsfokus og forbedre marginene hele budsjettperioden og på horisonten.

Steg 4 – Budsjettering av finansielle eiendeler og gjeld

Kapitalstrukturen og netto finansiellgjeldsdel er lavere i årene etter fisjonen på grunn av nedbetaling av netto rentebærende gjeld til Hydro. Størsteparten av netto rentebærende gjeld er 10-års obligasjoner i amerikanske dollar til fast rente. Det nødvendige investeringsnivået for å opprettholde produksjonskapasiteten på dagens nivå er ifølge Yara beregnet til mellom 800-1000 millioner pr. år. For å vokse trenger dermed Yara å få tilført finansiell kapital. Noe kapital antas det at de får tilført gjennom positive kontantstrømmer fra drift, mens noe forventes det at de vil få tilført via økt finansiell gjeld. Det siste også på grunn av at dagens skattesystem gir et skattefradrag i rentekostnadene på 28 % og at gjeldsfinansiering fordeler risiko, noe som gjør slik finansiering attraktiv til en viss grad. På horisonten vil et mål på optimal netto finansiell gjeldsdel vil være det tidsvektede gjennomsnittet til Yara på 39,35 %. De et kapitalintensivt selskap og det betinger en del finansiell kapital, og noe tilført via positiv drift og noe via gjeld.

Netto finansiell eiendelsdel har historisk lagt på mellom 8 % - 14 %. På horisonten forventes denne å ligge på samme som det tidsvektede gjennomsnitt på 10,90 %. For begge antas det en lineær konvergens fra dagens nivå til estimatet på horisonten.

Steg 5 – Budsjettering av netto finansinntekt og -kostnad

En forutsetning i denne analysen er at kapitalmarkedene er velfungerende og at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi. Dette innebærer at netto finansiell rente er lik kravet i alle årene i budsjettperioden, dvs. at renten Yara betaler på sine lån er lik kreditorenes

krav. Krav til avkastning på finansiell gjeld er avhengig av kapitalstruktur og utviklingen i markedrenten. Høyere lånefinansiering krever økt kreditrisikopremie og dermed høyere krav, og høy risikofri rente krever en høyere lånerente. I fremtidsregnskapet er rentabiliteten lik kravet for finansielle eiendeler og gjeld slik at det ikke eksisterer finansielle mer- eller mindre verdier. I 2006 var finansielt gjeldskrav på 3,55 %. På horisonten forutsettes det en lineær utvikling mot gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav på 4,42 %. Det finansielle eiendelskravet på 3,12 % i 2006 forutsettes også å konvergere lineært mot historisk gjennomsnitt på 3,82 %. Budsjettering av netto finanskostnad vises i tabell 6.2

Tabell 6.2 – Budsjettering av netto finanskostnad

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| FG) | 6 063 | 7 170 | 8 439 | 9 887 | 11 531 | 13 389 | 15 480 | 17 823 | 20 438 | 23 347 | 26 574 | 30 144 | 31 801 | 33 550 |
| fgr | 0,0362 | 0,0369 | 0,0377 | 0,0384 | 0,0391 | 0,0398 | 0,0406 | 0,0413 | 0,0420 | 0,0428 | 0,0435 | 0,0442 | 0,0442 | 0,0442 |
| NFK | 219 | 265 | 318 | 380 | 451 | 533 | 628 | 736 | 859 | 998 | 1 155 | 1 333 | 1 406 | 1 483 |
| FE | 2 222 | 2 554 | 2 925 | 3 336 | 3 789 | 4 287 | 4 833 | 5 428 | 6 074 | 6 775 | 7 532 | 8 348 | 8 808 | 9 292 |
| fer | 0,0318 | 0,0324 | 0,0330 | 0,0336 | 0,0341 | 0,0347 | 0,0353 | 0,0359 | 0,0365 | 0,0370 | 0,0376 | 0,0382 | 0,0382 | 0,0382 |
| NFI | 71 | 83 | 96 | 112 | 129 | 149 | 171 | 195 | 221 | 251 | 283 | 319 | 336 | 355 |
| NFK - NFI | 149 | 182 | 221 | 268 | 322 | 385 | 457 | 541 | 637 | 747 | 872 | 1 014 | 1 069 | 1 128 |

Steg 6 – Budsjettering av minoritetsinteresser

Minoritetsdelen i Yara ha vært rimelig stabil over tid og lagt på mellom 0,4 % - 1 %. I 2006 derimot økte andelen til nesten 3 %. Dette har sammenheng med økt oppkjøp av datterselskaper. Dersom disse selskapene er lønnsomme vil det være strategisk riktig av Yara å ”presse ut” minoriteten for slik å ta hele overskuddet selv. På grunn av økt oppkjøpsaktivitet kan det være aktuelt å la minoritetsandelen konvergere lineært på budsjett horisonten mot gjennomsnittlig tidsvektet andel på 1 %. Dette under forutsetning av at Yara klarer i noen tilfeller å ”presse ut” minoriteten i lønnsomme selskaper. Fordelen med minoritet er at de er med på å dele tap.

Steg 7 – Budsjettering av netto minoritetsresultat

Forventet utvikling i netto minoritetsresultat gjøres med forutsetning av at rentabiliteten er lik kravet. Dette forutsetter igjen at kapitalmarkedene er velfungerende og at minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi i balansen. Historisk tidsvektet gjennomsnittlig minoritetskrav er på 9,75 %. På horisonten konvergerer kravet mot 11,98 %.

Det kan være rimelig å anta at rentabiliteten konvergerer lineært fra 9,83 % i 2006 mot kravet på horisonten.

Oppsummering av budsjettdriverne fordelt pr. år:

| Budsjett driv. | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Div. | 0,1200 | 0,1141 | 0,1082 | 0,1023 | 0,0964 | 0,0905 | 0,0845 | 0,0786 | 0,0727 | 0,0668 | 0,0609 | 0,0550 | 0,0550 | 0,0550 |
| Onde | 2,6626 | 2,5727 | 2,4829 | 2,3930 | 2,3031 | 2,2132 | 2,1234 | 2,0335 | 1,9436 | 1,8537 | 1,7639 | 1,6740 | 1,6740 | 1,6740 |
| Ndm | 0,0636 | 0,0633 | 0,0629 | 0,0626 | 0,0623 | 0,0620 | 0,0616 | 0,0613 | 0,0610 | 0,0607 | 0,0603 | 0,0600 | 0,0600 | 0,0600 |
| Fgd | 0,3069 | 0,3148 | 0,3226 | 0,3305 | 0,3384 | 0,3462 | 0,3541 | 0,3620 | 0,3699 | 0,3777 | 0,3856 | 0,3935 | 0,3935 | 0,3935 |
| Fed | 0,1124 | 0,1121 | 0,1118 | 0,1115 | 0,1112 | 0,1109 | 0,1105 | 0,1102 | 0,1099 | 0,1096 | 0,1093 | 0,1090 | 0,1090 | 0,1090 |
| Fgr | 0,0362 | 0,0369 | 0,0377 | 0,0384 | 0,0391 | 0,0398 | 0,0406 | 0,0413 | 0,0420 | 0,0428 | 0,0435 | 0,0442 | 0,0442 | 0,0442 |
| Fer | 0,0318 | 0,0324 | 0,0330 | 0,0336 | 0,0341 | 0,0347 | 0,0353 | 0,0359 | 0,0365 | 0,0370 | 0,0376 | 0,0382 | 0,0382 | 0,0382 |
| Mid | 0,0256 | 0,0242 | 0,0228 | 0,0214 | 0,0200 | 0,0186 | 0,0172 | 0,0157 | 0,0143 | 0,0129 | 0,0115 | 0,0101 | 0,0101 | 0,0101 |
| Mir | 0,1001 | 0,1019 | 0,1037 | 0,1055 | 0,1073 | 0,1091 | 0,1109 | 0,1126 | 0,1144 | 0,1162 | 0,1180 | 0,1198 | 0,1198 | 0,1198 |

Tabell 6.3 – Oppsummering av budsjettdriverne

6.3 Presentasjon av fremtidsregnskapet

Fremtidsregnskapet er nå utarbeidet med basis i den strategiske analysen og på bakgrunn av budsjettering av ni de budsjettdriverne nevnt i forrige avsnitt. I tabell 6.4 presenteres Fremtidsregnskapet. Netto betalt utbytte fastsettes residualt og er lik fri kontantstrøm til egenkapital.

Tabell 6.4 - Fremtidsresultat:

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| DI | 46 969 | 52 605 | 58 607 | 64 947 | 71 590 | 78 488 | 85 588 | 92 824 | 100 123 | 107 405 | 114 582 | 121 561 | 128 246 | 135 300 | 142 742 |
| NDR | 3 002 | 3 345 | 3 707 | 4 087 | 4 482 | 4 888 | 5 303 | 5 721 | 6 138 | 6 549 | 6 950 | 7 333 | 7 695 | 8 118 | 8 564 |
| NFI | 197 | 71 | 83 | 96 | 112 | 129 | 149 | 171 | 195 | 221 | 251 | 283 | 319 | 336 | 355 |
| NRS | 3 199 | 3 415 | 3 790 | 4 184 | 4 594 | 5 018 | 5 451 | 5 891 | 6 333 | 6 771 | 7 200 | 7 617 | 8 014 | 8 454 | 8 919 |
| NFK | 339 | 219 | 265 | 318 | 380 | 451 | 533 | 628 | 736 | 859 | 998 | 1 155 | 1 333 | 1 406 | 1 483 |
| NMR | 22 | 51 | 56 | 62 | 68 | 73 | 78 | 83 | 87 | 91 | 93 | 93 | 92 | 98 | 103 |
| NRE | 2 838 | 3 145 | 3 469 | 3 804 | 4 147 | 4 494 | 4 840 | 5 180 | 5 509 | 5 821 | 6 110 | 6 368 | 6 589 | 6 951 | 7 333 |
| UNDR | 1 065 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| UFR | 306 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| FNR | 4 209 | 3 145 | 3 469 | 3 804 | 4 147 | 4 494 | 4 840 | 5 180 | 5 509 | 5 821 | 6 110 | 6 368 | 6 589 | 6 951 | 7 333 |
| FKEK | 1 958 | 4 449 | 1 266 | 1 369 | 1 469 | 1 562 | 1 645 | 1 712 | 1 761 | 1 783 | 1 774 | 1 725 | 1 628 | 3 979 | 4 197 |
| ENDR.EK | 2 251 | -1 304 | 2 203 | 2 435 | 2 678 | 2 931 | 3 195 | 3 468 | 3 749 | 4 038 | 4 336 | 4 643 | 4 961 | 2 972 | 3 136 |

Resultatregnskapet viser en positiv trend i nettoresultatet til sysselsatt kapital og i nettoresultatet til egenkapitalen.

Tabell 6.5 - Fremtidsbalanse:

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| NDE | 21 245 | 19 757 | 22 780 | 26 158 | 29 916 | 34 079 | 38 671 | 43 715 | 49 237 | 55 260 | 61 811 | 68 917 | 76 611 | 80 824 | 85 270 |
| FE | 2 396 | 2 222 | 2 554 | 2 925 | 3 336 | 3 789 | 4 287 | 4 833 | 5 428 | 6 074 | 6 775 | 7 532 | 8 348 | 8 808 | 9 292 |
| SSE | 23 640 | 21 978 | 25 334 | 29 083 | 33 252 | 37 868 | 42 958 | 48 548 | 54 664 | 61 334 | 68 585 | 76 449 | 84 959 | 89 632 | 94 562 |
| EK | 16 712 | 15 408 | 17 612 | 20 046 | 22 724 | 25 655 | 28 850 | 32 318 | 36 066 | 40 104 | 44 440 | 49 083 | 54 044 | 57 016 | 60 152 |
| MI | 575 | 507 | 552 | 597 | 640 | 681 | 718 | 750 | 775 | 791 | 798 | 792 | 772 | 814 | 859 |
| FG | 6 352 | 6 063 | 7 170 | 8 439 | 9 887 | 11 531 | 13 389 | 15 480 | 17 823 | 20 438 | 23 347 | 26 574 | 30 144 | 31 801 | 33 550 |
| SSK | 23 640 | 21 978 | 25 334 | 29 082 | 33 251 | 37 867 | 42 957 | 48 548 | 54 664 | 61 334 | 68 585 | 76 448 | 84 959 | 89 631 | 94 561 |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| NDK (NDE) | 21 244 | 19 756 | 22 779 | 26 158 | 29 916 | 34 079 | 38 670 | 43 715 | 49 236 | 55 260 | 61 810 | 68 916 | 76 610 | 80 824 | 85 269 |

Vi ser i balansen at netto driftseiendeler (NDE) er økende i budsjettperioden. Dette følger av en positiv budsjettert driftsinntektsvekst som overstiger en nedgang i omløpet til netto driftseiendeler (onde). Dersom onde hadde vært budsjettert høyere enn 1,674 ville dette gitt noe lavere nettodriftseiendeler. Hadde driftsinntektsveksten i tillegg også vært budsjettert lavere ville dette også gitt lavere netto driftseiendeler. Det er disse to faktorene som er de mest kritiske faktorene for utarbeidelsen av fremtidsbalansen noe som blir bedre belyst under sensitivitetsanalysen i kapittel 7.

Egenkapitalen og den finansielle gjelden øker over budsjettperioden.

Tabell 6.6 - Fremtidig fri kontantstrøm:

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| NDR | | | 3 002 | 3 345 | 3 707 | 4 087 | 4 482 | 4 888 | 5 303 | 5 721 | 6 138 | 6 549 | 6 950 | 7 333 | 7 695 |
| UNDR | | | 1 065 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Endring i NDE | | | 1 986 | -1 488 | 3 023 | 3 378 | 3 758 | 4 163 | 4 592 | 5 045 | 5 522 | 6 023 | 6 551 | 7 106 | 7 694 |
| Fri kontantstrøm til SSK fra drift | 2 081 | 4 833 | 684 | 709 | 724 | 726 | 711 | 676 | 616 | 526 | 399 | 227 | 1 | 3 904 | 4 119 |
| NFK | | | 339 | 219 | 265 | 318 | 380 | 451 | 533 | 628 | 736 | 859 | 998 | 1 155 | 1 333 |
| Endr. i FG | | | -4 | -289 | 1 107 | 1 269 | 1 448 | 1 644 | 1 858 | 2 091 | 2 343 | 2 615 | 2 909 | 3 227 | 3 570 |
| NMR | | | 22 | 51 | 56 | 62 | 68 | 73 | 78 | 83 | 87 | 91 | 93 | 92 | 98 |
| Endr. i MI | | | 498 | -68 | 45 | 45 | 43 | 41 | 37 | 32 | 25 | 17 | 6 | -6 | -20 |
| Fri kontantstrøm til EK fra drift | 2 214 | 4 205 | 1 516 | 1 643 | 1 768 | 1 886 | 1 994 | 2 087 | 2 161 | 2 208 | 2 224 | 2 199 | 2 125 | 4 101 | 4 327 |
| Fri kontantstrøm til EK/(NBU) | 1 958 | 4 449 | 1 266 | 1 369 | 1 469 | 1 562 | 1 645 | 1 712 | 1 761 | 1 783 | 1 774 | 1 725 | 1 628 | 3 979 | 4 197 |
| Fri kontantstrøm til FI fra drift | 256 | -245 | 250 | 274 | 299 | 324 | 349 | 375 | 400 | 425 | 450 | 474 | 498 | 123 | 130 |
| NFI | | | 197 | 71 | 83 | 96 | 112 | 129 | 149 | 171 | 195 | 221 | 251 | 283 | 319 |
| UNFR | | | 306 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Netto kontantstrøm til FI | 759 | -174 | 333 | 371 | 411 | 453 | 498 | 545 | 595 | 647 | 701 | 757 | 817 | 459 | 484 |
| FE 1/1 | | | 1 636 | 2 396 | 2 222 | 2 554 | 2 925 | 3 336 | 3 789 | 4 287 | 4 833 | 5 428 | 6 074 | 6 775 | 7 532 |
| FE 31/12 | 2 395 | 2 222 | 2 554 | 2 925 | 3 336 | 3 789 | 4 287 | 4 833 | 5 428 | 6 074 | 6 775 | 7 532 | 8 348 | 8 808 | 9 292 |

Vi ser at det genereres en positiv kontantstrøm til finansielle eiendeler hele budsjettperioden med unntak av i 2007.

6.4 Fremskrivning og avkastningskrav

Avkastningskravet er tidligere estimert som en målestokk for historisk rentabilitet. Nå skal avkastningskravet estimeres fremover i tid og danne grunnlag for verdsettelsen. Det må estimeres et avkastningskrav for hver av de ulike del kapitalene i virksomheten.

Fremgangsmåten for beregning av de ulike kravene vil følge samme struktur som i kapittel 5.

Egenkapitalkravet

Avkastningskravet til egenkapitalen vil gjøres med utgangspunkt i kapitalverdimodellen:

$$ekk = rf + B(rm - fr)$$

Den risikofrie renten (rf) etter skatt er i 2005 på 1,5 % og 2,5 % i 2006. Risikofirente returnerer lineært til historisk 10-års gjennomsnitt på 3,4 % og det antas at dette er den risikofrie renten i "steady state". Historisk er markedets risikopremie etter skatt i følge studier gjort av Thore Johnsen på 5,0 %. Gjennomsnittlig risikopremie etter skatt på Oslo Børs fra 1958 til 2005 er på 6,5 % etter fjerning av 10 % av de høyeste og 10 % av de laveste årene. Risikopremien i verdensmarkedet i perioden 1900 til 2000 viser at Norge har lagt på et relativt lavt nivå. Det kan være rimelig å anta at en risikopremie på 6,5 % vil virke mer rimelig i et mer internasjonalt langsiktig perspektiv (ifølge K. H. Knivslå). Beta pr. utgangen av 31.12.06 justeres mot gjennomsnittet pga. "mean reversion" over tid og vil være det mest fremoverskuende estimatet i dag.

Yara aksjen er en svært likvid aksje på Oslo Børs så en passende illikviditetspremie vil være 0. Etter skattereformen er det i Norge innført en tilleggsskatt skatt på utbytte utover ordinær selskapsskatt på 28 %. Denne skatten inntreffer på utbytte utover et skjermingsfradrag. Skjermingsfradraget er et "normalutbytte" ved en risikofri avkastning og er fri for utbytteskatt. Det er avkastningen utover et "normalutbytte" som er gjenstand for ekstra beskatning. Total skatt på utbytte over skjermingsgrunnlaget er selskapsskatt + utbytteskatt: $0,28 + (1 - 0,28) * 0,28 = 48,16$ %. Skatteplikten aktiveres først når utbytte blir betalt ut til aksjonærens private hånd - som personlige skatteyter. På grunn av skattetilpasning vil den effektive utbytteskatte være på langt under 28 %. Ifølge Knivslå vil det for en

marginal investor i ”steady state” være en effektiv utbytteskatt t trolig ligge mellom 0 % – 6 %. I denne utredningen antas det at t øker lineært fra 0 til 3 % i ”steady state”.

Den årlige egenkapitalbeta og dermed egenkapitalkravet vil være avhenging av budsjettert kapitalstruktur. Minoritetsinteressene er egenkapital i konsernet gjennom at de eier mellom 0 til 50 % av datterselskapene. Siden disse ofte er ”låst inne” vil minoritetskravet ligge litt høyere enn egenkapitalkravet på grunn av tillegg for en illikviditetspremie. Ved økt lønnsomhet vil majoriteten ønske å kjøpe ut minoriteten og dermed blir disse mindre innelåst over tid. Illikviditetspremien kan derfor antas å falle lineært fra 3 % til 2 % på horisonten.

Syntetisk rating settes til BBB i 2018 med basis i budsjetterte tall. Denne ratingen gir et finansielt gjeldskrav på horisonten på 4,4 % som også er lik det historiske gjennomsnittet. Kravet til finansielle eiendeler er på horisonten også lik det historiske gjennomsnitt på 3,8 %. Netto finansielt gjeldskrav finnes gjennom å vekte andelen av finansiell gjeld og finansielle eiendeler ganget med deres respektive krav.

Avkastningskravet til egenkapitalen, minoritetsinteressene og sysselsatt kapital samt nettodriftskrav er presentert i tabell 6.7.

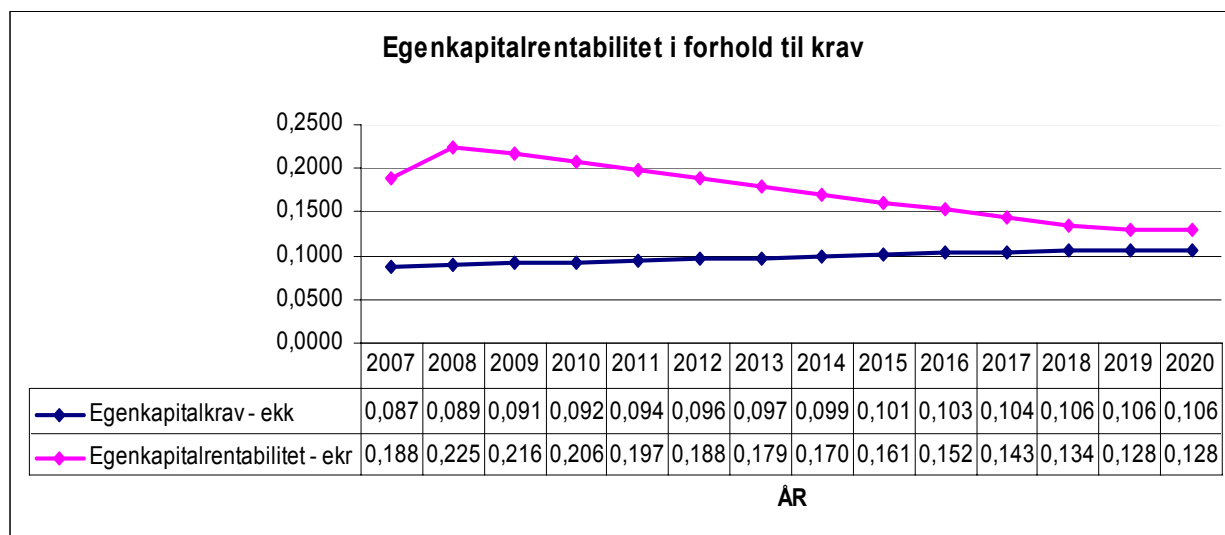
Tabell: 6.7 – Avkastningskrav til egenkapitalen, minoritetsinteressene sysselsatt kapital og nettodriftskrav.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ekk | 0,0879 | 0,0895 | 0,0911 | 0,0927 | 0,0944 | 0,0961 | 0,0978 | 0,0996 | 0,1013 | 0,1031 | 0,1049 | 0,1068 | 0,1068 | 0,1068 |
| mik | 0,1179 | 0,1186 | 0,1194 | 0,1202 | 0,1211 | 0,1219 | 0,1228 | 0,1237 | 0,1246 | 0,1255 | 0,1264 | 0,1274 | 0,1274 | 0,1274 |
| ssk | 0,0743 | 0,0752 | 0,0762 | 0,0771 | 0,0780 | 0,0790 | 0,0799 | 0,0809 | 0,0819 | 0,0828 | 0,0838 | 0,0848 | 0,0848 | 0,0848 |
| ndk | 0,0791 | 0,0800 | 0,0810 | 0,0820 | 0,0829 | 0,0839 | 0,0849 | 0,0859 | 0,0869 | 0,0878 | 0,0888 | 0,0898 | 0,0898 | 0,0898 |

Kravet til avkastningen på netto driftskapital = de vektete avkastningskravene mellom egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld og beta til netto driftskapital er den vektete summen av beta til egenkapitalen (majoritet og minoritet) og netto finansiell gjeld. Dersom vi antar at Miller – Modigliani teoremet holder – dvs. at verdien av selskapet ikke er avhengig av dets finansieringsstruktur vil netto driftsbeta være konstant over hele budsjettperioden. I praksis vet vi at finansieringsstrukturen er av betydning blant annet på grunn av skattesubsidier ved bruk av gjeld og konkurskostnader. Antakelsen gjøres for å forenkle den videre utregning og er ikke av vesentlig karakter.

Det er nå interessant å måle egenkapitalrentabiliteten i forhold til egenkapitalkravet de ulike årene. Dette vil gi en indikasjon på Yaras strategiske posisjon og muligheter for realisering av superprofitt. Utviklingen er presentert i tabell 6.8.

Tabell 6.8 – Egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkravet.



Vi ser at ekr konvergerer mot 12,8 % i 2019 mens ekk konvergerer mot 10,6 %. Dette indikerer at Yara har en varig strategisk fordel på 2,2 % på horisonten.

Verdidriverne

En verddivurdering av Yara gjøres ved bruk av de fremskrevne verdidriverne. Verdidriverne i ”steady state” vil utgjøre grunnlaget for verdiberegningen på horisonten. På lang sikt vil egenkapitalrentabiliteten konvergere mot snittet i bransjen gjennom økt konkurranseintensitet. På horisonten vil Yara oppnå en egenkapitalrentabilitet på 12,8 % mot et forventet avkastningskrav på 10,6 %, noe som gir en superprofitt på 2,2 %.

Vi ser at Yara kommer til å generere betydelig superprofitt i årene fremover. På langsikt vil imidlertid denne konvergere mot et mer ”normalt” forhold. Gjennom den strategiske analysen kom det frem at Yara har foreløpige strategiske fordeler via dens organisering, kostnads- og globalt fokus, men at disse ikke nødvendigvis gir varige fordeler. Fordelene kan imiteres i et marked som er i stadig utvikling og endring, og vil med tid presse ned superprofittmarginene.

Egenkapitalveksten vil på horisonten konvergere mot den langsiktige veksten i økonomien på 5,5 %. Denne veksten er samme som veksten i driftsinntektene. Det antas derfor en konstant vekst på horisonten på 5,5 %.

6.5 Kort oppsummering

Budsjettering er å spå fremtiden ut i fra historikk, dagens ståsted og morgendagens fremtidige antakelser. Budsjettutarbeidelsen danner grunnlager for verdifastsettelsen av Yara. De fremkomne verdidriverne og avkastningskrav er basert på den informasjon som kom frem under den strategiske analysen, forventede utviklingsforhold og et subjektivt skjønn. Det eksisterer av den grunn en viss usikkerhet i estimatene som igjen vil påvirke verddivurderingen. I kapittel 7 foretas det ulike endringer i forutsetningene for å se hvordan disse påvirker verdiberegningen av Yara.

Kapittel 7: Fundamental verdsetting

Verdsettelsen vil gjøres med bakgrunn i de hittil fremkomne verdidriverne.

Det finnes ulike metoder for verddivurdering som kan supplere hverandre: fundamental verddivurdering, komparativ verddivurdering og opsjonsbasert verddivurdering.

Verdifastsettelsen i dette kapitlet tar utgangspunkt i en fundamental verddivurdering hvor rammeverket er egenkapital- og selskapskapitalmetoden. I tillegg foretas en verddivurdering etter FKED metoden. På grunn av usikkerhet i verdiestimatene vil også en sensitivitetsanalyse presenteres. I neste kapittel vil disse metodene bli supplert med komparativ verdsetting.

7.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verddivurdering basert på analyse av underliggende eller fundamentale forhold, funnet gjennom en strategisk regnskapsanalyse og ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav.

Rammeverket for denne type verdsettelse er – egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, med flere modeller innenfor hver metode.

Valg av verdsettelsesmetode er avhengig av blant annet fase i livssyklusen, fremdeles drift eller avvikling, bransjestruktur og det datagrunnlag som kan fremskaffes. Modne virksomheter som Yara bør i verdsettes ved hjelp av fundamental verdsetting med supplerende av andre metoder.

7.1.1 Egenkapitalmetoden

Dette er en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Metoden inneholder fire ulike metoder for direkte verdsetting av egenkapitalen hvor alle kommer frem til samme svar. Utbyttmodellen – Fri kontantstrømmodellen – Superprofittmodellen – Superprofittvekstmodellen. Det er

forutsatt i fremtidsregnskapet at det ikke eksisterer unormale poster og at utbytte kan fastsettes residuallt. Netto betalt utbytte blir dermed lik fri kontantstrøm til egenkapitalen, og utbyttmodellen og frikontantstrømmodellen blir identisk.

Utbyttmodellen – Frikontantstrøm modellen:

Verdien av egenkapitalen i Yara i dag er lik nåverdien av fremtidig utbytte eller nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapitalen i selskapet.

Under forutsetning om konstant vekst i fremskrivningsperioden gir denne metoden følgende verdierestimat på Yara-aksjen pr.31.12.06:

Tabell 7.1 – Verdierestimat – Egenkapitalmetoden.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|
| FKE (NBU) | | 4 449 | 1 266 | 1 369 | 1 469 | 1 562 | 1 645 | 1 712 | 1 761 | 1 783 | 1 774 | 1 725 | 1 628 | 3 979 |
| (1+ekk07)* ...*(ekkt) | | 1,088 | 1,185 | 1,293 | 1,413 | 1,546 | 1,695 | 1,861 | 2,046 | 2,253 | 2,486 | 2,747 | 3,040 | 3,365 |
| Sum NV (FKEt; t< 2018) | 13 686 | 4 090 | 1 068 | 1 059 | 1 040 | 1 010 | 970 | 920 | 860 | 791 | 714 | 628 | 535 | |
| | | | | | | | | | | | | | 76 822 | |
| | | | | | | | | | | | | | 3,040 | |
| Sum NV (FKEt; t> 2018) | 25 270 | | | | | | | | | | | | 25 270 | |
| VEK2006 | 38 957 | mill | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 131,74 | | | | | | | | | | | | | |
| Antall aksjer utstedt: | 302 979 444 | mill | | | | | | | | | | | | |
| Egne aksjer | 7 279 460 | | | | | | | | | | | | | |
| Antall utestående aksjer | 295 699 984 | mill | | | | | | | | | | | | |

Vi ser at denne modellen gav et verdierestimat på Yara-aksjen på kr. 131,74.

Superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen:

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i den balanseførte egenkapitalen og legger til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Superprofittvekstmodellen er den kapitaliserte verdien av nettoresultatet neste år pluss nåverdien av fremtidig vekst. Begge disse modellene gav tilsvarende verdierestimat på Yara-aksjen. Se utregning i appendix.

7.1.2 Selskapskapitalmetoden

Denne metoden er indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Det finnes to versjoner av denne metoden som begge refererer til hver sin kapital med eget avkastningskrav. NDK-metoden og SSK-metoden. Innenfor begge disse finnes tilsvarende fire modeller som under

egenkapitalmetoden. Indirekte verdsetting skjer gjennom to steg – først ved å verdsette sysselsatt kapital eller netto driftskapital, og deretter trekke fra verdien av minoritetsinteressene og finansiell gjeld/netto finansiell gjeld.

Forskjellen i verdiestimatene mellom egenkapital- og selskapskapitalmodellen skyldes at det er ikke-linearitet i diskonteringen og på grunn av at vektningen for å finne avkastningskravet er basert på budsjetterte (regnskapsbaserte) og ikke estimerte virkelige verdier. Hadde det vært nyttet virkelige verdier ville disse to modellene gi samme verdiestimat.

NDK – metoden:

Verdien av netto driftskapital er den balanseførte verdien pluss nåverdien av fremtidige residuale netto driftsresultat diskontert med avkastningskravet på netto driftskapital.

Denne metoden gav følgende verdiestimat på Yara-aksjen:

Tabell 7.2 – Verdiestimat – Selskapskapitalmetoden : NDK – metoden.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|-------|-------|
| FKDt | | 4 833 | 684 | 709 | 724 | 726 | 711 | 676 | 616 | 526 | 399 | 227 | 1 | 3 904 | 4 119 |
| $(1+ndk)^{-2006}$ | | 1,0791 | 1,1655 | 1,2598 | 1,3631 | 1,4761 | 1,6000 | 1,7358 | 1,8848 | 2,0485 | 2,2285 | 2,4265 | 2,6445 | | |
| Sum NV(FKDt; t ≤ 2018) | 8 341 | 4 478 | 587 | 563 | 531 | 491 | 444 | 389 | 327 | 257 | 179 | 94 | 0 | | |
| | | | | | | | | | | | | | 112 040 | | |
| | | | | | | | | | | | | | 2,6445 | | |
| Sum NV(FKDt; t > 2018) | 42 367 | | | | | | | | | | | | 42 367 | | |
| VNDK2006 | 50 708 | | | | | | | | | | | | | | |
| NFG2006 | 3 957 | | | | | | | | | | | | | | |
| MI2006 | 575 | | | | | | | | | | | | | | |
| VEK2006 | 46 177 | | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 156,16 | | | | | | | | | | | | | | |

Vi ser at denne modellen gav et verdiestimat på Yara-aksjen på kr. 156,16

SSK – metoden:

Verdien av sysselsatt kapital er den balanseførte verdien pluss nåverdien av fremtidige residuale nettoresultater til sysselsatt kapital diskontert med avkastningskravet på sysselsatt kapital. Denne metoden gav følgende estimat på Yara-aksjen:

Tabell 7.3 – Verdiestimater – Selskapskapitalmetoden : SSK – metoden.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--|--------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|-------|-------|
| FKSt (= NRSt - endr. SSKt) (1+ssk07)*... (1+sskt) | | 5 077 | 434 | 435 | 425 | 401 | 361 | 301 | 216 | 101 | -51 | -247 | -497 | 3 782 | 3 990 |
| Sum NV (FKSt; t ≤ 2018) | 6 300 | 4 726 | 376 | 350 | 317 | 278 | 232 | 179 | 119 | 51 | -24 | -107 | -198 | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | 127 018 | | |
| | | | | | | | | | | | | | 2,5040 | | |
| Sum NV (FKSt; t > 2018) | 50 727 | | | | | | | | | | | | 50 727 | | |
| VSSKt-2006 | 57 026 | | | | | | | | | | | | | | |
| FG 2006 | 6 352 | | | | | | | | | | | | | | |
| MI 2006 | 575 | | | | | | | | | | | | | | |
| VEK 2006 | 50 099 | | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 169,43 | | | | | | | | | | | | | | |

Vi ser at denne modellen gav et verdiestimater på Yara-aksjen på kr. 169,43

7.1.3 FKED – Metoden (Fri Kontantstrøm til Egenkapitalen fra Drift)

Dette er en indirekte metode og verdsetter egenkapitalen på basis av fri kontantstrøm til egenkapitalen fra drift (altså ikke fra finansielle eiendeler) med tillegg av verdien av finansielle eiendeler.

Denne modellen gav følgende verdiestimater på Yara-aksjen:

Tabell 7.4 – Verdiestimater – FKED – metoden.

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| FE2006 | 2 396 | | | | | | | | | | | | | | |
| FKEDt (1+ekk07)* ...*(ekkt) | | 4 205 | 1 516 | 1 643 | 1 768 | 1 886 | 1 994 | 2 087 | 2 161 | 2 208 | 2 224 | 2 199 | 2 125 | 4 101 | 4 327 |
| Sum NV (FKEt; t ≤ 2018) | 15 614 | 3 865 | 1 279 | 1 271 | 1 251 | 1 220 | 1 176 | 1 122 | 1 056 | 980 | 895 | 801 | 699 | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | 79 193 | | |
| | | | | | | | | | | | | | 3,040 | | |
| Sum NV (FKEt; t > 2018) | 26 050 | | | | | | | | | | | | 26 050 | | |
| VEK2006 | 44 060 | | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 149,00 | | | | | | | | | | | | | | |

Vi ser at denne modellen gav et verdiestimater på Yara-aksjen på kr. 149,00

7.2 Verdiestimat

Oppsummert gav de ulike metodene følgende verdiestimat på Yara-aksjen:

Tabell 7.5 – Verdiestimat – Gjennomsnitt fra alle metodene:

| | |
|---|---------------|
| Estimat på verdien av Yara-aksjen pr. utgangen av 2006: | |
| Egenkapitalmetoden | 131,74 |
| Netto driftskapitalmetoden | 156,16 |
| Sysselsattkapitalmetoden | 169,43 |
| FKED metoden | 149,00 |
| Gjennomsnitt | 151,58 |

Et gjennomsnitt av disse metodene gir et verdiestimat på kr. 151,58 pr. aksje.

Dette estimatet er basert på selskapets eksisterende portefølje og tar ikke hensyn til nyinvesteringer, nye prosjekter eller eventuelle opsjonsverdier.

7.3 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet er i praksis påvirket av de metodene og prinsippene som er lagt til grunn for regnskapsføringen i finansregnskapet. Den estimerte verdien på Yara-aksjen bærer preg av kvalitet og kvantitet i regnskapsføringen samt subjektive antakelser om fremtiden ut i fra tilgjengelig informasjon i dag. I en verdivurdering vil det av den grunn være nødvendig å foreta ulike sensitivitetsanalyser for å se hvordan verdien påvirkes ved endrede forutsetninger. Alle ni budsjettdriverne er i realiteten avgjørende faktorer for det estimatet som er fremkommet, men i denne oppgaven vil det være aktuelt å trekke frem de viktigste. Drift er ofte viktigere enn finansiering og minoritet, så konsentrasjonen vil være rundt simuleringer i driftsinntektene, omløpet til netto driftseiendeler, egenkapitalkravet og netto driftsmargin. I tillegg kan det være interessant å se på hvordan endringer i betaverdien slår ut.

Endring i driftsinntektene:

I tabell 7.6 ser vi at gjennomsnittsverdien på Yara-aksjen vil falle til 124,84 dersom driftsinntektsveksten på horisonten blir 2,75 % i stedet for 5,5 % på horisonten. Imidlertid vil verdien stige til 485,25 dersom veksten på horisonten blir 8,25 %. Vi ser at verdien på Yara-aksjen påvirkes av små endringer i driftsinntektsveksten på horisonten. Årsaken er forutsetningen om linearitet i budsjettmodellen i årene forut for horisonten og forutsetningen om konstant vekst etter horisonten.

Tabell 7.6: Endring i driftsinntektene

| Prosentvis endring i div. | -50 % | -40 % | -30 % | -20 % | -10 % | 0 % | 10 % | 20 % | 30 % | 40 % | 50 % |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Driftsinntektsvekst - ny | 2,75 % | 3,30 % | 3,85 % | 4,40 % | 4,95 % | 5,5 % | 6,05 % | 6,60 % | 7,15 % | 7,70 % | 8,25 % |
| Verdiestimat EK - metoden | 115,80 | 118,09 | 120,72 | 123,78 | 127,40 | 131,74 | 137,08 | 143,82 | 152,60 | 164,55 | 181,83 |
| Verdiestimat Gj. Snitt | 124,84 | 128,28 | 132,36 | 137,34 | 143,55 | 151,58 | 162,46 | 178,25 | 203,92 | 256,27 | 485,25 |

Endring i omløpet til netto driftseiendeler:

Vi ser at Yara-aksjens gjennomsnittlige verdi er sensitiv til endringer i omløpet til netto driftseiendeler. Det er naturlig at en økning av onde vil medføre en økning i aksjekursen da hver krone investert blir bedre utnyttet. I budsjetteringen er det i utgangspunktet brukt et onde på horisonten som er likt historisk gjennomsnittet for industri selskaper på Oslo Børs. Yaras tidsvektede onde har vært på 2,7, og på mer enn 2 hvert av de forutgående årene. Det er mulig at de vil fortsatt ligge på en onde på rundt 2 på horisonten, noe som da vil gi en gjennomsnittlig aksjeverdi på 192,13. Et lavere onde velges av fremtidig forsiktighet.

Tabell 7.7: Endring i omløpet til netto driftseiendeler:

| Prosentvis endring i onde | -50 % | -40 % | -30 % | -20 % | -10 % | 0 % | 10 % | 20 % | 30 % | 40 % | 50 % |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Onde - ny | 0,837 | 1,0044 | 1,1718 | 1,3392 | 1,5066 | 1,67 | 1,8414 | 2,0088 | 2,1762 | 2,3436 | 2,511 |
| Verdiestimat EK - metoden | -38,19 | 17,21 | 57,42 | 88,03 | 112,17 | 131,74 | 147,96 | 161,63 | 173,34 | 183,48 | 192,36 |
| Verdiestimat Gj. Snitt | -82,02 | -5,44 | 49,92 | 91,91 | 124,91 | 151,58 | 173,61 | 192,13 | 207,94 | 221,6 | 233,53 |

Endring i netto driftsmargin:

Yara har oppnådd en tidsvektet netto driftsmargin på gjennomsnittlig 6,55 %, og har i de fleste årene oppnådd en netto driftsmargin på over 6 %. Yaras strategiske planer har gitt kostnadsbesparelser slik at det i årene forut for horisonten er brukt en høyere netto driftsmargin, men økt konkurranseintensitet vil på lengre sikt redusere marginene og det kan derfor være realistisk å budsjettere med en ndm på horisonten på rundt 6 %. Vi ser imidlertid at endringer i netto driftsmargin gir betydelige endringer i aksjekursen. Dersom de skulle klare en nettodriftsmargin på rundt 6,6 % vil dette gi en gjennomsnittlig aksjekurs på 183,53 – dvs. en økning på 21,08 %.

Tabell 7.8: Endring i netto driftsmargin:

| Prosentvis endring i ndm. | -50 % | -40 % | -30 % | -20 % | -10 % | 0 % | 10 % | 20 % | 30 % | 40 % | 50 % |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ndm ny | 0,030 | 0,036 | 0,042 | 0,048 | 0,054 | 0,060 | 0,066 | 0,072 | 0,078 | 0,084 | 0,090 |
| Verdiestimat EK - metoden | 13,44 | 37,10 | 60,76 | 84,42 | 108,08 | 131,74 | 155,40 | 179,07 | 202,73 | 226,39 | 192,36 |
| Verdiestimat Gj. Snitt | -8,16 | 23,79 | 55,74 | 87,69 | 119,64 | 151,58 | 183,53 | 215,48 | 247,43 | 279,37 | 233,53 |

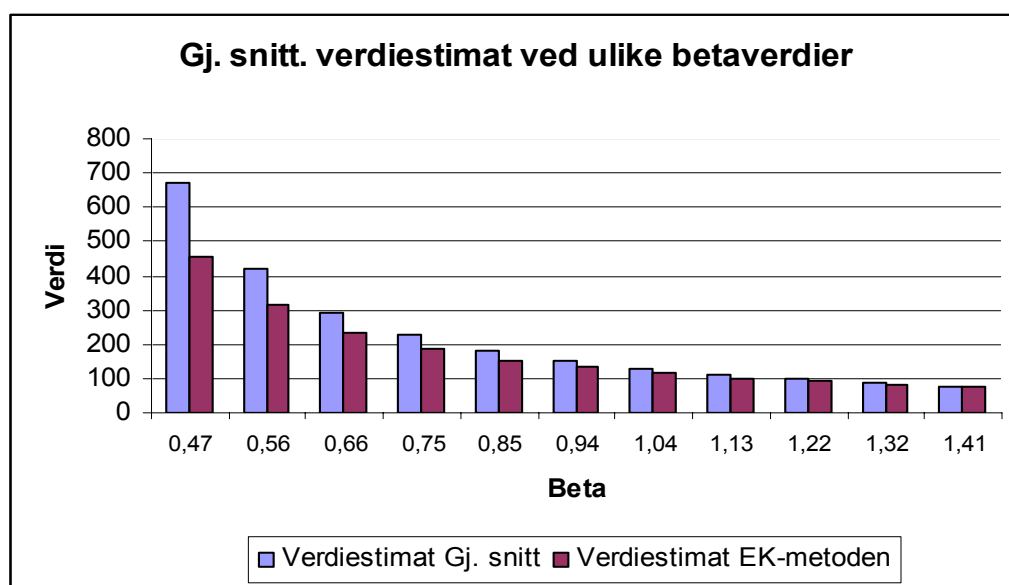
Endring i budsjettert Beta verdi:

Det er også interessant er å se på hvordan den budsjetterte Beta-verdien påvirker aksjekursen. Dersom det i budsjetteringen var lagt til grunn en høyere Beta-verdi ville dette gi en lavere aksjekurs. Årsaken skyldes at økt risiko gir høyere avkastningskrav som igjen reduserer verdien. Betalingsvilligheten er mindre ved økt risiko. En positiv endring i avkastningskravet gir en nedgang i aksjeverdien, mens ved en negativ endring i kravet vil gi en økning. Ved svært lave egenkapitalkrav vil denne nærme seg vekstfaktoren noe som fører til at nevneren gå mot null og verdien eksploderer. Vi ser at dersom Beta ligger på 1,04 vil dette gi en gjennomsnittelig aksjekurs på 127,07 mens dersom det budsjetteres med en Beta på 0,85 blir gjennomsnittelig aksjekurs på 181,32.

Tabell 7.9: Endringer i budsjettert Beta-verdi:

| Prosentvis endr. i Beta | -50 % | -40 % | -30 % | -20 % | -10 % | 0 % | 10 % | 20 % | 30 % | 40 % | 50 % |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Beta ny | 0,47 | 0,56 | 0,66 | 0,75 | 0,85 | 0,94 | 1,04 | 1,13 | 1,22 | 1,32 | 1,41 |
| Normalis. avkastn.krav | 0,0646 | 0,0704 | 0,0769 | 0,0828 | 0,0930 | 0,0952 | 0,1016 | 0,1075 | 0,1133 | 0,1198 | 0,1257 |
| Verdiestimat EK – met. | 457,59 | 314,66 | 232,14 | 187,30 | 153,56 | 131,74 | 114,11 | 101,65 | 91,64 | 82,62 | 75,91 |
| Verdiestimat Gj. Snitt | 670,58 | 420,68 | 293,45 | 228,24 | 181,32 | 151,58 | 127,97 | 111,52 | 98,44 | 86,77 | 78,18 |

Figur 7.1: Aksjekurs vs Betaverdier:



Endring i egenkapitalkravet på horisonten:

En endring av egenkapitalkravet på horisonten vil gi betydelig påvirkning i verdiestimatet. En økning på 20 % reduserer det gjennomsnittlige verdiestimatet til 113,43 dvs en nedgang på

25,17 %, mens en nedgang på 20 % vil gi en økning på hele 64,28 %. Årsaken til den store forskjeller er at når egenkapitalkravet nærmer seg vekstfaktoren vil dette til at nevneren går mot null og verdien eksploderer.

Tabell 7.10: Endring i egenkapitalrentabiliteten på horisonten.

| Prosentvis endring i ekk. | -50 % | -40 % | -30 % | -20 % | -10 % | 0 % | 10 % | 20 % | 30 % | 40 % | 50 % |
|---------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ekk på horisonten - ny | 0,0534 | 0,0641 | 0,0748 | 0,0854 | 0,0961 | 0,1068 | 0,1175 | 0,1281 | 0,1388 | 0,1495 | 0,1602 |
| Verdiestimat EK – met. | XXX | 552,80 | 276,64 | 194,83 | 155,07 | 131,74 | 116,42 | 105,66 | 97,57 | 91,32 | 86,84 |
| Verdiestimat Gj. Snitt | XXX | 1059,99 | 388,48 | 249,01 | 186,71 | 151,58 | 129,02 | 113,43 | 101,83 | 92,93 | 85,88 |

Endring av eksternt gitte variabler:

Naturgass er det viktigste råmaterialet produksjonen av ammoniakk, nitrogengjødning og nitrogenprodukter for industrien. I de siste årene har nitrogengjødningmarkedet blitt betydelig påvirket av en økning i naturgassprisen i USA. Det forbrukes ca. 36MMBtu naturgass som råstoff og brensel for å produsere ett tonn ammoniakk. Med for eksempel en naturgass pris på USD 7 pr. MMBtu vil prisen for naturgass for å fremstille ett tonn ammoniakk være på USD 252. Dette betyr at en dollar økning i gasskostnadene vil gi en økning i produksjonskostnadene på USD 36 pr. tonn. Andre faste produksjonskostnader er tilsvarende på USD 26 pr. tonn, og relatert til skalafordeler. (Eksempelet er hentet fra Yara Fertilizer Industri Handbook 06). Det meste av Yaras behov for naturgass og oljeprodukter dekkes av eksterne leverandører. En betydelig del kjøpes gjennom langsiktige kontrakter med prisme mekanismer knyttet til markedspriser på fyringsolje. I Europa er naturgassprisene tett knyttet til prisen på tung fyringsolje med en tidsforsinkelse på fire-fem måneder. Ifølge Yaras beregninger vil en økning i oljeprisen på 1 USD/boe redusere driftsresultatet med NOK 100 millioner. Energikostnader knyttet til produksjon av ammoniakk og urea i Trinidad, Tobago og Qatar er basert på langsiktige avtaler med prisbetingelser som delvis er knyttet til prisutviklingen for ferdigprodukter.

Ved fremstilling av urea forbrukes det 0,58 tonn ammoniakk for hvert tonn urea. Med en ammoniakkpris på 278 (fra eksempelet over: USD252 + USD26 = USD278) vil dette gi en ammoniakk kostnad på USD 161 mt urea (mt=metric tonne) pluss tillegg for naturgasskostnader i produksjonen beregnet til USD 36 (Beregnet fra en naturgasspris på USD 7) og andre produksjonskostnader på USD 22.

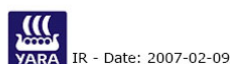
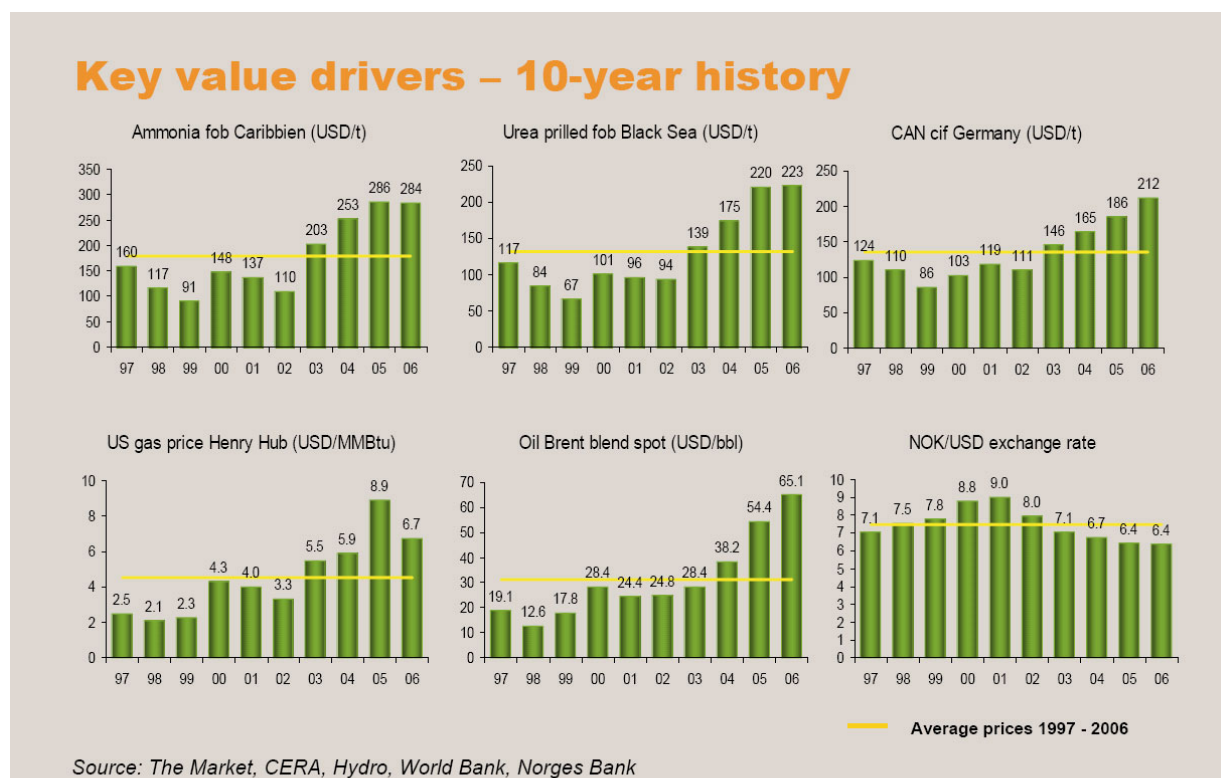
Når Nitrogen(N) faktoren for et produkt er kjent kan forbruksfaktoren av ammoniakk lett beregnes ved å dele denne på N-faktoren i ammoniakk.

Ammoniakk inneholder 82 % N, mens Urea består av 46 % N, noe som gir et forholdstall på (0,46/0,82) 0,56. Basert på dette er det nå mulighet å følge den relative variasjonen ved ulike nitrogenpriser. For eksempel dersom prisen på ammoniakk øker med USD 10 pr. mt vil produksjonskostnadene for urea øke med $10 * 0,56 = 5,6$ USD pr. mt.

Nedenfor ser vi en oversikt over prisene på naturgass de siste årene. Den sterke økningen de siste årene har vært med på å øke produksjonskostnadene og påvirket Yaras resultater.

Men det som også er verd å merke seg er at over de siste seks årene har naturgassprisene i US vært den største pådriver og viktigste faktor til fastsettelsen av prisen på ammoniakk. Siden energikostnadene setter prisgrensen for ammoniakk, vil ammoniakk prisen sette grensen for prisen på urea.

Figur 7.2 – Historisk utvikling av viktige verdidrivere.



Gjødselprisene, og da spesielt prisene på Urea, CAN og ammoniakk er også viktige sensitivitetsfaktorer i tillegg til råvare- og energikostnader.

CAN-prisen er den mest relevante indikatoren for innteksstrømmen for Yaras egenproduserte produkter. I følge deres beregninger, som også reflekterer priseffekten relatert til Yaras totale

salg av egenproduserte nitrat- og NPK-produkter, vil en økning i CAN på USD 10 pr. tonn gi en økning i driftsresultatet på NOK 400 millioner.

Tilsvarende vil en økning på USD 10 pr. tonn urea gi en økning i driftsresultatet på NOK 125 millioner, mens en økning i prisen på ammoniakk på USD 10 vil gi en økning i driftsresultatet på NOK 10 millioner. En endring i prisen på ammoniakk vil påvirke ferdige gjødselprodukter men enn den vil påvirke omsetningen eller handel i ammoniakk. Som det fremgår av tabellen overfor så har prisene på alle disse tre viktige sensitivitetsfaktorene hatt en sterk økning i de senere årene, noe som også har vært en pådriver for Yaras inntektsvekst de siste årene.

Den siste av Yaras sensitiviteter som kan omtales, er valutabevegelser. I følge Yaras beregninger vil en valutaendring på + 0,1NOK/USD gi en økning i driftsresultatet på NOK 90 millioner. (Her: NOK/USD = 6.5).

Oppsummert ser vi at Yara påvirkes i stor del av eksterne gitte variabler hvor av endringer i noen av dem vil ha sterk innvirkning på inntjeningen. Så lenge markedet er etterspørselsorientert og det er økonomisk vekst i viktige jordbruksland er det tenkelig at gjødselprisene vil holde seg på et høyt nivå også i de nærmeste årene. I tillegg er det viktig for Yara å ha tilgang til billig naturgass for å holde produksjonskostnadene på en lavt nivå, noe som vil dempe fallet i driftsresultatet ved et fall i gjødselprisene.

7.4 Oppsummering

Verdiestimatet er et punkt estimat. Det er en forventet verdi basert på forventet utvikling i budsjett- og verdidriverne. Siden utviklingen i verdidriverne er usikker og antas det at verdiestimatet vil ha en fordeling rundt forventningen.

Basert på en fundamental verdsettelse er det estimert en gjennomsnittsverdi på Yaras egenkapital pr. 31/12-06 på kr. 151,58. Aksjekursen pr. 31/12-06 var på 141,75. De ulike modellene som er benyttet har gitt ulike verdiestimat noe som skyldes mangel på informasjon om eksakte virkelige verdier på en del poster i regnskapet. Dersom vi hadde benyttet virkelige verdier i budsjetteringen ville alle modellene gitt lik aksjeverdi. En gjennomsnittsverdi er derfor det anslaget som er valgt som verdi på Yara-aksjen. I forrige avsnitt ble det også sett på hvordan endringer i de ulike budsjettdriverne påvirket aksjekursen. Konklusjonen er at verdiestimatet er sensibelt for små endringer i vesentlige budsjettvariabler.

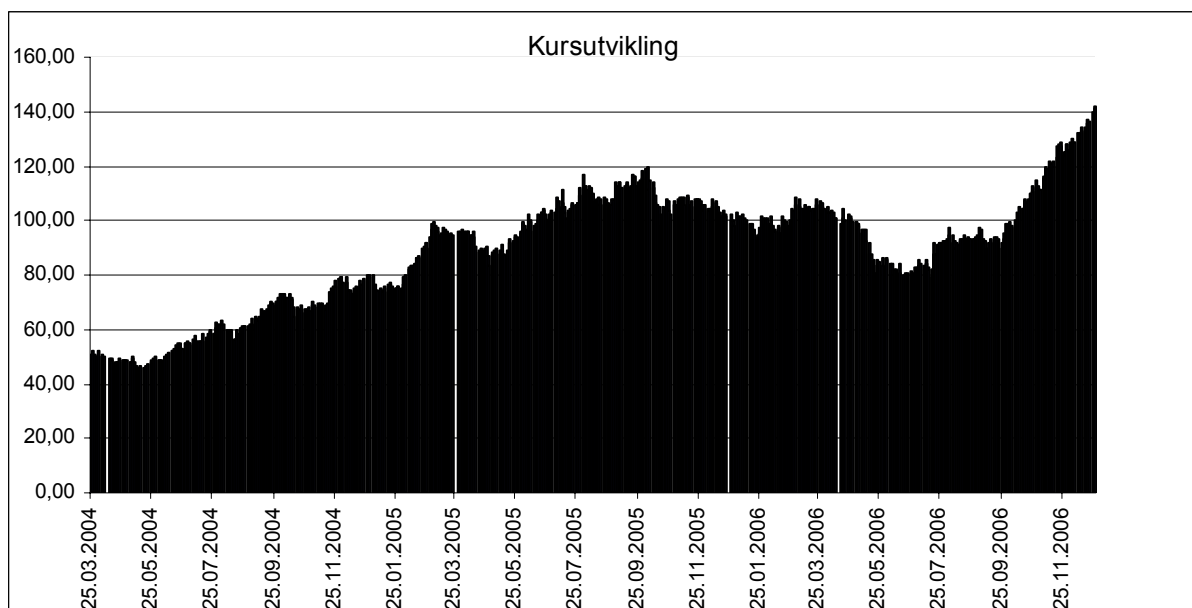
Avslutningsvis er det også en del omkringliggende faktorer som ikke kommer frem i beregningene. Yara er følsom overfor om det er tilbud eller etterspørsels orientert marked.

Som nevnt under har dette stor betydning for driftsinntektene. Prisfastsettingen i gjødselmarkedet er en direkte konsekvens av om markedet er etterspørselsorientert eller om det er tilbudsetterspørsel. Dette er igjen påvirket av prisene på naturgass. Som nevnt under utsikter er det mye som tyder på at markedet det i nærmeste fremtid vil være etterspørselsorientert, med vekst i gjødselsetterspørselen, økt markedsarena og begrenset tilvekst av produksjonskapasitet.

Høye priser på naturgass gir høyere produksjonskostnader. Til tross vil høyere gjødselspriser gjøre det lønnsomt for de selskapene som har klart å bli kostnadseffektive. Dersom Yara klarer å vokse mer gjennom organisatorisk vekst enn veksten som er lagt inn i budsjettene vil dette føre til at verdien på selskapet går opp.

Yaras fisjon fra Hydro har vært en vellykket børsintroduksjon målt etter kursutviklingen. Kursutviklingen siden børsintroduksjonen i Figur 7.3 viser en positiv utvikling, noe som antakelig har en sammenheng med mer synliggjøring av verdiskapningen i selskapet.

Figur 7.3 Kursutvikling fra fisjonsdato til utgangen av 2006.



Kapittel 8: Komparativ verdsetting

Avslutningsvis vil det være interessant å se på en supplerende verdsettelsesteknikk.

Komparativ verdsetting er verdifastsettelse basert på sammenlignende prising i forhold til tilsvarende selskaper eller eiendeler. Det skiller mellom to metoder: 1) Multiplikatormetoden og 2) Substansverdimetoden.

Multiplikatormetoden er direkte komparativ verdsettning av egenkapitalen gjennom sammenligning av markedsverdier på egenkapitalen med et utvalg av komparative virksomheter.

Substansverdimetoden er indirekte komparativ verdsettning av egenkapitalen gjennom å sammenligne markedsverdier og salgsv verdier på individuelle eiendeler og gjeld. Denne metoden vil ikke være aktuell her da alle eiendeler og gjeld ikke kan identifiseres eller markedsverdiene ikke er kjent.

Multiplikatormetoden kan brukes siden Yara befinner seg i en moden bransje med flere konkurrerende aktører. Kritisk er at de fleste konkurrerende selskaper er medlemmer i store konglomerater og mange av dem har ikke mineralgjødning som sitt hovedområde.

Direkte komparativ verdsettelse gjennom multiplikatormetoden skjer ved at egenkapitalen til Yara blir sammenlignet med markedsverdien til tilsvarende selskaper ved hjelp av en multiplikatormodell.

Den komparative verdien av en aksje er gitt ved:

$P_k = m_k * B$ der m_k er komparativ multiplikator (multiplikator er pris dividert på basis)

B er basis for verdsettelse pr. aksje

Det vil her være enklest å bruke pris/fortjeneste (EPS) og pris/fortjeneste (PE) som multiplikatorer. Basis er henholdsvis fortjeneste pr aksje og balanseført egenkapital pr. aksje.

Det er valgt å bruke data hentet fra DnB NOR Markets morgenrapport – 5/1-07:

Tabell: 8.1 – Komparativ verdiestimat

| Selskap: | Kurs | P/E 2007E | P/B 2007E | Komparativt verdiestimat: |
|---------------------|---------------|--------------|-------------|---|
| Agrium | 31,66 | 14,70 | 2,70 | Pris/Fortjeneste: (139 * 13,90/10,80) = 178,90 |
| Potash Sask | 139,56 | 20,40 | 4,20 | |
| K+S | 102,97 | 16,40 | 2,70 | |
| Mosaic | 0,00 | 0,00 | 0,00 | Pris/Bok: (139 * 2,58/2,30) = 155,92 |
| Syngenta | 186,14 | 18,00 | 3,30 | |
| Gjennomsnitt | 92,07 | 13,90 | 2,58 | |
| Yara | 139,00 | 10,80 | 2,30 | |

Det komparative verdiestimatet ved bruk av P/E som multiplikator er på kr. 178,90 og det komparative verdiestimatet ved bruk av P/B som multiplikator er på kr. 155,92.

Dersom disse verdiene legges til grunn kan det virke som om Yara aksjen er undervurdert.

Sammenlignet med den fundamentale analysen ser vi at aksje verdien avviker noe.

Komparativ verdsettning avhenger av at observerte verdier er lik de fundamentale verdiene.

Dersom aksjen er høyt priset i aksjemarkedet i forholdt til de fundamentale verdiene i selskapet vil det oppstå forskjeller, men på lang sikt vil slike psykologiske faktorer falle mot fundamentalverdien.

Kapittel 9: Konklusjon og handling

Verdiestimatet som er fremkommet i denne utredningen kan nyttes som handlestrategi i aksjemarkedet eller som grunnlag for strategivalg i virksomheten.

Fundamental aksjehandel har et eksternt perspektiv og er kjøp og salg av aksjer basert på en fundamental verdsettelse. Verdibasert ledelse er styring eller ledelse med tanke på å identifisere og utvikle de strategier som gir høyest verdipotensialet for eierne, og har et internt perspektiv.

Aksjeprisen blir påvirket av to forhold: Fundamentalanalyse og andre ulike årsaker, som psykologi. En handlestrategi er et valg som kobler verdiestimatet med omsetningen av aksjen. Dersom verdiestimatet er høyere enn dagens børskurs er det optimalt å kjøpe aksjen og dersom den er mindre er det aktuelt å selge.

Hvilken strategi som skal anbefales i forhold til Yara-aksjen avhenger sterkt av de antakelser og forutsetninger som er lagt til grunn i denne utredningen. I analysen ble det bevist lagt vekt på å holde en forsiktig og nøktern profil rundt estimatene slik at ikke aksjeestimatet blir overvurdert. Gjennom sensitivitetsanalysen ble usikkerheten rundt verdidriverne belyst og må tas med i vurderingen i valg av handlestrategi.

I den strategiske analysen ble det konkludert at Yara har potensialet for å vokse organisatorisk for å møte en forventet økning gjødselatterspørselen i nye markeder som Kina, Brasil og India. Deres uttalte strategiske fokus er å øke global markedsandel fra 6 % til 10 %, og makrofaktorer som økonomisk vekst i utviklingsland hjelper dem i å nå denne målsetting. Yara har etablert en kostnadseffektiv organisasjon med et globalt nettverk og drar nytte av synergieffekter og skalafordeler. I tillegg har de med global tilstedeværelse mulighet å justere produksjonen etter rådende forhold i de nærliggende markeder. Positive fremtidsutsiktene i gjødselmarkedet vil være med på opprettholde marginer uten at det går på bekostning av konkurranseintensiteten. Prisen på naturgass er forventet å holde seg ennå på et høyt nivå noe som holder gjødselproduksjonen nede i USA. På lengre sikt kan det tenkes at gjødselprodusentene i USA etablerer seg i større grad i utviklingsland med tilgang på rimelig naturgass og at russiske gjødselprodusenter får opp produksjonen og påvirker tilbudet i

markedet. Ved kontinuerlig fokus på kostnadseffektivitet vil imidlertid Yara være godt rustet ved økt konkurranseintensitet i bransjen.

Aksjekursen til Yara pr. 31/12-06 var på 141,75, mens det gjennomsnittelige verdiestimatet i denne utredningen var på kr. 151,58 pr aksje. Dette tilsier at aksjen er underpriset i dagens marked. Egenkapitalmetoden gav det laveste estimatet på aksjeverdien, på kr. 131,75 pr aksje noe som er lavere enn kursverdien, mens sysselsattkapitalmetoden gav det høyeste verdiestimatet, på kr. 169,43. På bakgrunn av dette anbefales det å kjøpe aksjer i Yara da det er mye som indikerer at denne er underpriset og skal opp på et høyere nivå.

Referanseliste

Datagrunnlag:

Offering Memorandum – 24. March 2004 - Crave-out regnskap 2000 - 2003

Årsrapport – Yara 2004

Årsrapport – Yara 2005

Kvartalsrapporter – 2006 – fra Yaras nettsted – www.Yara.com

Morgenrapport DnB Markets – 05.01.07

Datastream – Betaverdier

Overview of PotashCorp and Its Industry

Yara Fertilizer Industry Handbook 2005

Yara Fertilizer Industry Handbook 2006

Faglitteratur og fagpersoner:

Brealey, Richard A. & Meyers: “*Principles of Corporate Finance*”, McGraw-Hill Companies Inc., 2003

Hill, C. W. / Jones, R. G.: “*Strategic Management Theory*”, Houghton Mifflin Company, 2001

Jakobsen, Erik W. & Lien, Lasse B.: “*Ekspansjon*”, Gyldendal Norsk Forlag AS, 2001

Johnsen, Atle og Kvaal, Erlend: “*Regnskapsloven*”, Cappelen Akademisk Forlag, 2003

Kinserdal, Prof. Arne: “*Finansregnskap med analyse*”, Cappelen Akademiske Forlag, 2001

Penman, Stephen H.: “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”, McGraw-Hill Companies Inc., 2004

White, Ashwinpaul, Fried: “*The Analysis and Use of Financial Statements*”, John Wiley & Sons Inc., 2003

Berrefjord, Ole: foreleser i Foretaksstrategi og Etikk – NHH – Høst 2003

Knivsfå, Førsteamanuensis Kjell Henry: foreleser i Strategisk Regnskapsanalyse og Regnskapsanalyse og Verdsettelse – Våren og Høsten 2004.

Johnsen, Prof. Thore: foreleser i Corporate Finance – Høst 2004

Web-adresser:

www.oslobors.no

www.yara.com

www.nyse.com

www.standardpoors.com

www.potashcorp.com

www.agrium.com

www.dnbnor.no

Definisjonsliste

| | |
|------|---|
| DAM | Driftsrelaterte anleggsmidler: Varige driftsmidler, pensjoner, tilknyttede selskap og immaterielle eiendeler. |
| DI | Driftsinntekter |
| DOM | Driftsrelaterte omløpsmidler: Varer, fordringer og andre driftsrelaterte avsetninger. |
| DSK | Driftsrelatert skattekostnad |
| EK | Egenkapital |
| FAM | Finansielle anleggsmidler: Langsiktige finansielle investeringer |
| FE | Finansielle eiendeler |
| FG | Finansiell gjeld: Rentebærende gjeld |
| FKED | Fri kontantstrøm til egenkapitalen fra drift |
| FKEK | Fri kontantstrøm til egenkapitalen |
| FKFI | Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift |
| FKSD | Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital fra drift |
| FNR | Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen |
| FOM | Finansielle omløpsmidler |
| FoU | Forskning og utvikling |
| FOU | Foreslått ordinært utbytte |
| KDG | Kortsiktig driftsrelatert gjeld: Kortsiktig ikke rentebærende gjeld |
| KFG | Kortsiktig finansiell gjeld |
| LDG | Langsiktig driftsrelatert gjeld |
| LFG | Langsiktig finansiell gjeld |
| MI | Minoritetsinteresser |
| NBU | Netto betalt utbytte |
| NDE | Netto driftsrelaterte eiendeler: Driftsrelaterte eiendeler – driftsrelatert gjeld |
| NDR | Netto driftsresultat |
| NFI | Netto finansinntekter |
| NFK | Netto finanskostnader |
| NRS | Netto resultat til sysselsatt kapital |
| NMR | Netto minoritetsresultat |
| NRE | Netto resultat til egenkapitalen |
| NUS | Netto utsatt skatt |
| SPE | Superprofitt til egenkapitalen |
| SSE | Sysselsatte eiendeler: Netto driftseiendeler + finansielle eiendeler |
| SSK | Sysselsatt kapital: Totalkapital + driftsrelatert gjeld |
| TK | Total kapital |
| UNDR | Netto unormalt driftsresultat |
| UNFR | Netto unormalt finansresultat |
| div | Driftsinnteksvekst |
| dkv | Driftskostnadsvekst |
| ekk | Egenkapitalkrav |
| ekr | Egenkapitalrentabilitet |
| ekv | Egenkapitalvekst |
| eku | Tilbakeholdningsgrad – egenkapital |
| fek | Finansielt eiendelskrav |
| fer | Finansiell eiendelsrentabilitet |

| | |
|------|---|
| fgk | Finansielt gjeldskrav |
| fgr | Finansiell gjeldsrente |
| mik | Minoritetskrav |
| mir | Minoritetsrentabilitet |
| ndk | Netto driftskrav |
| ndr | Netto driftsrentabilitet |
| ndm | Netto driftsmargin |
| ndv | Netto driftsresultatvekst |
| nfg | Netto finansiell gjeldsgrad |
| nfgk | Netto finansielt gjeldskrav |
| nmg | Netto minoritetsgrad |
| nmr | Netto minoritetsrentabilitet |
| onde | Omløpet til netto driftseiendeler |
| rdg | Rentedekningsgrad |
| skk | Krav til avkastning på sysselsatt kapital |
| skr | Rentabilitet på sysselsatt kapital |

Formelliste

Krav:

Finansielt gjeldskrav:

$$fgk = \text{risikofri rente (rf)} + \text{kredittrisikopremie}$$

Finansielt eiendelskrav:

$$fek = (v * rf) + (w * \text{kredittrisikopremie}) + ((1 - v - w) * rm)$$

hvorav:

$$v - \text{andel kontanter} \quad w - \text{andel fordringer} \quad (1 - v - w) - \text{andel aksjer}$$

$$rm - \text{markedsavkastning}$$

Netto finansielt gjeldskrav:

$$nfgk = fgk * (FG/NFG) - fek * (FE/NFG)$$

Netto driftskrav:

$$ndk = ekk * (EK/NDK) + mik * (MI/NDK) + nfgk * (NFG/NDK)$$

Likviditet:

Likviditetsgrad 1:

$$lg1 = OM / KG = (DOM + FOM) / (KDG + KFG)$$

Likviditetsgrad 2:

$$lg2 = FOM / (KDG + KFG)$$

Rentedekningsgrad:

$$rdg = NRS / NFK$$

Soliditet:

Egenkapitalprosent:

$$ekp = (EK + NUS + MI) / TK$$

Lønnsomhet og vekst:

Egenkapitalrentabilitet:

$$ekr_t = NRE_t / (EK_{t-1} + (\text{Endr. EK}_t - NRE_t) / 2)$$

Netto driftsrentabilitet:

$$ndr_t = NDR_t / (NDK_{t-1} + (\text{Endr. NDK}_t - NDR_t) / 2)$$

Netto rentabilitet til sysselsatt kapital:

$$skr_t = NRS_t / (SSK_{t-1} + (\text{Endr. SSK}_t - NRS_t) / 2)$$

Netto driftsmargin:

$$ndm_t = NDR_t / DI_t$$

Omløpet til netto driftseiendeler:

$$onde_t = DI_t / (NDK_{t-1} + (\text{Endr. NDK}_t - NDR_t) / 2)$$

Netto finansiell rente:

$$nfr_t = (NFK_t - NFI_t) / ((NFG_{t-1} + (\text{Endr. NFG}_t - (NFK_t - NFI_t)) / 2)$$

Finansiell gjeldsrente:

$$fgr_t = NFK_t / (FG_{t-1} + (\text{Endr. FG}_t - NFK_t) / 2)$$

Finansiell eiendelsrentabilitet:

$$fer_t = NFI_t / (FE_{t-1} + (\text{Endr. FE}_t - NFI_t) / 2)$$

Netto finansiell gjeldsgrad:

$$nfg_t = (NFG_{t-1} + (\text{Endr. NFG}_t - (NFK_t - NFI_t)) / 2) / (EK_{t-1} + (\text{Endr. EK}_t - NRE_t) / 2)$$

Netto minoritetsrentabilitet:

$$nmr_t = NMR_t / (MI_{t-1} + (\text{Endr. MI}_t - NMR_t) / 2)$$

Netto minoritetsgrad:

$$nmg_t = (MI_{t-1} + (\text{Endr. MI}_t - NMR_t) / 2) / (EK_{t-1} + (\text{Endr. EK}_t - NRE_t) / 2)$$

Normalisert egenkapitalvekst:

$$ekv_t = (1 - eku_t) * ekr_t$$

Normalisert utdelingsforhold:

$$eku_t = FOU_t / NRE_t$$

Driftsinntektsvekst:

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

Appendiks

Omgruppert resultatregnskap:

| Fordeling av skattekostnad | Symbol: | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Rapportert skattekostnad | SK | 472 | 640 | 915 | 966 | 1 211 | 1 014 | 833 |
| - Skatt på finansinntekt | 0,28 * FI | 68 | 100 | 56 | 40 | 48 | 73 | 77 |
| + Skatt på finanskostnad | 0,28 * FK | 103 | 139 | 106 | 100 | 112 | 135 | 132 |
| - Skatt på unormalt driftsresultat | s * UDR + (s-s*) * DR | 4 | -54 | 119 | 177 | -82 | 103 | 26 |
| - Skatt på unormalt finansresultat | 0,28 * (UFI-UFK) | -36 | -21 | 188 | 3 | 206 | -146 | 119 |
| = Driftsrelatert skattekostnad | DSK = s* * DR | 539 | 755 | 658 | 847 | 1 150 | 1 119 | 743 |
| Driftsrelatert skattesats | s* = DSK/DR | 0,322 | 0,322 | 0,322 | 0,322 | 0,322 | 0,322 | 0,322 |
| Omgruppert resultatoppstilling: | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| Driftsinntekter | DI | 36 621 | 37 449 | 33 477 | 38 334 | 43 066 | 46 171 | 46 969 |
| - Varekostnader | | 26 333 | 26 467 | 23 374 | 27 191 | 32 808 | 36 396 | 38 601 |
| - Lønn og personalkostnader | | 3 905 | 3 463 | 2 921 | 3 216 | 3 444 | 3 541 | 3 225 |
| - Andre driftskostnader | DK | 3 066 | 3 874 | 4 003 | 4 176 | 1 837 | 1 444 | 1 466 |
| - Ordinær avskrivning | | 1 642 | 1 299 | 1 134 | 1 110 | 1 362 | 1 278 | 1 335 |
| - Avskrivning på goodwill | | 1 | 1 | 1 | 10 | 39 | 34 | 34 |
| = Driftsresultat | DR | 1 674 | 2 346 | 2 045 | 2 631 | 3 574 | 3 479 | 2 308 |
| - Driftsrelatert skattekostnad | DSK | 539 | 755 | 658 | 847 | 1 150 | 1 119 | 743 |
| + Nettoresultat fra driftstilknyttede selskap | NRT | 350 | 330 | 57 | 610 | 768 | 1 144 | 1 463 |
| = Netto driftsresultat (etter skatt) | NDR | 1 485 | 1 921 | 1 444 | 2 394 | 3 192 | 3 503 | 3 028 |
| + Netto finansinntekt (etter skatt) | NFI | 174 | 256 | 143 | 102 | 123 | 188 | 197 |
| = Nettoresultat til sysselsatt kapital | NRS | 1 660 | 2 177 | 1 587 | 2 497 | 3 315 | 3 691 | 3 226 |
| - Netto finanskostnad | NFK | 265 | 357 | 271 | 258 | 287 | 347 | 339 |
| - Netto minoritetsresultat (oppgitt etter skatt) | NMR | -55 | -85 | 11 | 3 | -20 | 11 | 22 |
| = Netto resultat til EK | NRE | 1 450 | 1 905 | 1 305 | 2 235 | 3 048 | 3 333 | 2 864 |
| + Unormalt netto driftsresultat | UNDR | -139 | -620 | -1 960 | 1 315 | -615 | 742 | 1 045 |
| + Unormalt netto finansresultat | UNFR | -91 | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| = Fullstendig nettoresultat til EK | FNR | 1 219 | 1 231 | -173 | 3 558 | 2 963 | 3 700 | 4 215 |
| - Netto betalt utbytte | NBU | 0 | 941 | 2 644 | 1 561 | 1 402 | 1 506 | 1 958 |
| = Endring i EK | Endr. EK | 1 219 | 290 | -2 816 | 1 996 | 1 562 | 2 194 | 2 257 |

Omgrupperte eiendeler:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Immaterielle eiendeler | 272 | 212 | 562 | 1 023 | 1 614 | 1 501 | 1 381 |
| Varige driftsmidler | 9 354 | 8 072 | 7 091 | 7 219 | 7 383 | 7 536 | 7 600 |
| Tilknyttede selskap | 2 394 | 2 519 | 2 089 | 2 549 | 2 521 | 4 400 | 6 390 |
| Forskuddsbetalt pensjon | 34 | 34 | 81 | 140 | 53 | 92 | 0 |
| Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) | 12 054 | 10 837 | 9 823 | 10 931 | 11 572 | 13 529 | 15 371 |
| Varebeholdning | 6 227 | 5 437 | 4 383 | 5 325 | 5 526 | 7 033 | 6 689 |
| Kundefordringer og andre driftsrel. fordr. | 7 702 | 6 797 | 5 550 | 7 095 | 6 518 | 6 868 | 6 834 |
| Forskuddsbetalte kostnader og andre omløpsmidler | 1 455 | 1 169 | 1 030 | 1 168 | 1 766 | 1 552 | 1 974 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) | 15 384 | 13 403 | 10 963 | 13 588 | 13 810 | 15 452 | 15 497 |
| DRIFTSRELATERTE EIENDELER | 27 438 | 24 240 | 20 786 | 24 519 | 25 382 | 28 981 | 30 868 |
| Verdipapirer og andre anleggsmidler | 999 | 781 | 780 | 891 | 501 | 512 | 1 393 |
| Finansielle anleggsmidler (FAM) | 999 | 781 | 780 | 891 | 501 | 512 | 1 393 |
| Investeringer | 57 | 27 | 35 | 28 | 16 | 16 | 0 |
| Kontanter og bank | 563 | 860 | 1 146 | 1 153 | 1 230 | 1 108 | 1 003 |
| Finansielle omløpsmidler (FOM) | 620 | 887 | 1 181 | 1 181 | 1 246 | 1 124 | 1 003 |
| FINANSIELLE EIENDELER | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 |
| EIENDELER | 29 057 | 25 908 | 22 747 | 26 591 | 27 129 | 30 617 | 33 263 |

Omgruppert EK og Gjeld:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapital | 10 714 | 11 004 | 8 188 | 10 185 | 11 747 | 13 941 | 16 198 |
| Minoritetsinteresser | 213 | 85 | 85 | 96 | 63 | 77 | 575 |
| Langsiktig finansiell gjeld (LFG) | 8 201 | 6 970 | 7 488 | 7 488 | 4 494 | 5 180 | 4 732 |
| Kortsiktig finansiell gjeld (KFG) | 918 | 755 | 531 | 531 | 952 | 1 177 | 1 620 |
| FINANSIELL GJELD | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG) | 2 820 | 2 637 | 2 408 | 2 888 | 3 461 | 3 710 | 4 040 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) | 6 191 | 4 457 | 4 045 | 5 403 | 6 411 | 6 533 | 6 097 |
| DRIFTSRELATERT GJELD | 9 011 | 7 094 | 6 453 | 8 291 | 9 872 | 10 243 | 10 137 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | 29 057 | 25 908 | 22 746 | 26 591 | 27 128 | 30 617 | 33 263 |

Sysselsatt kapital:

| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | DAM | 12 054 | 10 837 | 9 823 | 10 931 | 11 572 | 13 529 | 15 371 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | LDG | 2 820 | 2 637 | 2 408 | 2 888 | 3 461 | 3 710 | 4 040 |
| Netto anleggskapital | NAK | 9 234 | 8 200 | 7 415 | 8 043 | 8 110 | 9 820 | 11 331 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | DOM | 15 384 | 13 403 | 10 963 | 13 588 | 13 810 | 15 452 | 15 497 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | KDG | 6 191 | 4 457 | 4 045 | 5 403 | 6 411 | 6 533 | 6 097 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | 9 193 | 8 946 | 6 918 | 8 185 | 7 399 | 8 919 | 9 399 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 18 427 | 17 146 | 14 333 | 16 228 | 15 510 | 18 739 | 20 730 |
| Finansielle anleggsmidler | FAM | 999 | 781 | 780 | 891 | 501 | 512 | 1 393 |
| Finansielle omløpsmidler | FOM | 620 | 887 | 1 181 | 1 181 | 1 246 | 1 124 | 1 003 |
| FINANSIELLE EIENDELER | FE | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | SSE | 20 046 | 18 814 | 16 294 | 18 300 | 17 257 | 20 375 | 23 126 |
| EGENKAPITAL | EK | 10 714 | 11 004 | 8 188 | 10 185 | 11 747 | 13 941 | 16 198 |
| MINORITETSINTERESSER | MI | 213 | 85 | 85 | 96 | 63 | 77 | 575 |
| Langsiktig finansiell gjeld | LFG | 8 201 | 6 970 | 7 488 | 7 488 | 4 494 | 5 180 | 4 732 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | KFG | 918 | 755 | 531 | 531 | 952 | 1 177 | 1 620 |
| FINANSIELL GJELD | FG | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |
| SYSSELSATT KAPITAL | SSK | 20 046 | 18 814 | 16 292 | 18 300 | 17 256 | 20 374 | 23 125 |

Netto driftskapital:

| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Netto anleggskapital | NAK | 9 234 | 8 200 | 7 415 | 8 043 | 8 110 | 9 820 | 11 331 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | 9 193 | 8 946 | 6 918 | 8 185 | 7 399 | 8 919 | 9 399 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 18 427 | 17 146 | 14 333 | 16 228 | 15 510 | 18 739 | 20 730 |
| Egenkapital | EK | 10 714 | 11 004 | 8 188 | 10 185 | 11 747 | 13 941 | 16 198 |
| Minoritetsinteresser | MI | 213 | 85 | 85 | 96 | 63 | 77 | 575 |
| Finansiell gjeld | FG | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |
| Finansielle eiendeler | FE | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 |
| Netto finansiell gjeld | NFG | 7 500 | 6 057 | 6 058 | 5 947 | 3 699 | 4 720 | 3 957 |
| NETTO DRIFTSKAPITAL | NDK | 18 427 | 17 146 | 14 333 | 16 228 | 15 509 | 18 739 | 20 730 |

Kontantstrøm:

| Fri kontantstrøm: | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Netto driftsresultat | NDR | 1 921 | 1 444 | 2 394 | 3 192 | 3 503 | 3 028 |
| Unormalt netto driftsresultat | UNDR | -620 | -1 960 | 1 315 | -615 | 742 | 1 045 |
| Endring i netto driftseiendeler | endr. NDE | -1 281 | -2 814 | 1 896 | -718 | 3 229 | 1 992 |
| Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital fra drift | FKSD | 2 581 | 2 298 | 1 813 | 3 296 | 1 016 | 2 081 |
| Netto finanskostnad | NFK | 357 | 271 | 258 | 287 | 347 | 339 |
| Endring i finansiell gjeld | endr. FG | -1 394 | 294 | 0 | -2 573 | 910 | -4 |
| Netto minoritetsresultat | NMR | -85 | 11 | 3 | -20 | 11 | 22 |
| Endring i minoritetsinteresser | endr. MI | -128 | 0 | 11 | -33 | 14 | 498 |
| Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift | FKED | 788 | 2 310 | 1 563 | 423 | 1 582 | 2 214 |
| Netto betalt utbytte | NBU | 941 | 2 644 | 1 561 | 1 402 | 1 506 | 1 958 |
| Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift | FKFI | -154 | -334 | 1 | -979 | 76 | 256 |
| Netto finansinntekter | NFI | 256 | 143 | 102 | 123 | 188 | 197 |
| Unormalt netto finansresultat | UNFR | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| Netto kontantstrøm til finansiell investering | NKFI = endr. FE | 49 | 292 | 111 | -326 | -111 | 759 |
| Finansielle eiendeler 1/1 | FEt-1 | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 |
| Finansielle eiendeler 31/12 | FE | 1 668 | 1 960 | 2 072 | 1 746 | 1 636 | 2 395 |
| Faktisk kontantstrøm: | | | | | | | |
| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| Netto driftsresultat | NDR | 1 921 | 1 444 | 2 394 | 3 192 | 3 503 | 3 028 |
| Unormalt netto driftsresultat | UNDR | -620 | -1 960 | 1 315 | -615 | 742 | 1 045 |
| Økning i netto driftseiendeler | endr. NDE | -1 281 | -2 814 | 1 896 | -718 | 3 229 | 1 992 |
| Kontantstrøm fra drift - kontantstrøm fra investering | KFD - KFI | 2 581 | 2 298 | 1 813 | 3 296 | 1 016 | 2 081 |
| Netto finansinntekter | NFI | 256 | 143 | 102 | 123 | 188 | 197 |
| Unormalt netto finansresultat | UNFR | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| Økning i finansielle eiendeler | endr. FE | 49 | 293 | 111 | -325 | -111 | 760 |
| Kontanstrøm til sysselsatt kapital | KSS | 2 735 | 2 631 | 1 812 | 4 274 | 941 | 1 825 |
| Netto finanskostnad | NFK | 357 | 271 | 258 | 287 | 347 | 339 |
| Økning i finansiell gjeld | endr. FG | -1 394 | 294 | 0 | -2 573 | 910 | -4 |
| Netto minoritetsresultat | NMR | -85 | 11 | 3 | -20 | 11 | 22 |
| Økning i minoritetsinteresser | endr. MI | -128 | 0 | 11 | -33 | 14 | 498 |
| Kontanstrøm til egenkapital - eller netto betalt utbytte | KSE = NBU | 941 | 2 643 | 1 562 | 1 401 | 1 506 | 1 958 |

Justert Resultatregnskap og balanse:

Justert resultatregnskap:

| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|-----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Driftsinntekter | DI | 36 621 | 37 449 | 33 477 | 38 334 | 43 066 | 46 171 | 46 969 |
| Varekostnader | | 26 333 | 26 467 | 23 374 | 27 191 | 32 808 | 36 396 | 38 601 |
| Lønn og personalkostnader | | 3 905 | 3 463 | 2 921 | 3 216 | 3 444 | 3 541 | 3 225 |
| Andre driftskostnader | DK | 2 914 | 3 712 | 3 827 | 4 049 | 1 700 | 1 340 | 1 362 |
| Avskrivning | | 1 824 | 1 477 | 1 312 | 1 278 | 1 524 | 1 428 | 1 476 |
| Avskrivning på goodwill | | 1 | 1 | 1 | 10 | 39 | 34 | 34 |
| Driftsresultat | DR | 1 644 | 2 329 | 2 043 | 2 590 | 3 550 | 3 432 | 2 271 |
| Driftsrelatert skattekostnad | DSK | 530 | 750 | 658 | 835 | 1 143 | 1 107 | 732 |
| Nettoresultat fra driftstilknyttede selskap | NRT | 350 | 330 | 57 | 610 | 768 | 1 144 | 1 463 |
| Netto driftsresultat (etter skatt) | NDR | 1 463 | 1 909 | 1 443 | 2 365 | 3 174 | 3 470 | 3 002 |
| Netto finansinntekt (etter skatt) | NFI | 174 | 256 | 143 | 102 | 123 | 188 | 197 |
| Nettoresultat til sysselsatt kapital | NRS | 1 638 | 2 165 | 1 586 | 2 467 | 3 298 | 3 658 | 3 199 |
| Netto finanskostnad | NFK | 265 | 357 | 271 | 258 | 287 | 347 | 339 |
| Netto minoritetsresultat (oppgitt etter skatt) | NMR | -55 | -85 | 11 | 3 | -20 | 11 | 22 |
| Netto resultat til EK | NRE | 1 428 | 1 893 | 1 303 | 2 206 | 3 030 | 3 299 | 2 838 |
| Unormalt netto driftsresultat | UNDR | -139 | -517 | -2 067 | 1 213 | -391 | 881 | 1 065 |
| Unormalt netto finansresultat | UNFR | -91 | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| Fullstendig nettoresultat til EK | FNR | 1 197 | 1 323 | -281 | 3 427 | 3 170 | 3 806 | 4 209 |
| Netto betalt utbytte | NBU | 0 | 941 | 2 644 | 1 561 | 1 402 | 1 506 | 1 958 |
| Endring i EK | Endr. EK | 1 197 | 381 | -2 925 | 1 865 | 1 768 | 2 300 | 2 251 |

Justert balanse:

| Sysselsatt kapital: | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | DAM | 12 614 | 11 484 | 10 361 | 11 327 | 12 167 | 14 217 | 16 043 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | LDG | 3 024 | 2 837 | 2 607 | 3 076 | 3 642 | 3 878 | 4 198 |
| Netto anleggskapital | NAK | 9 589 | 8 647 | 7 754 | 8 251 | 8 525 | 10 339 | 11 845 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | DOM | 15 384 | 13 403 | 10 963 | 13 588 | 13 810 | 15 452 | 15 497 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | KDG | 6 191 | 4 457 | 4 045 | 5 403 | 6 411 | 6 533 | 6 097 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | 9 193 | 8 946 | 6 918 | 8 185 | 7 399 | 8 919 | 9 399 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 18 783 | 17 594 | 14 671 | 16 436 | 15 924 | 19 258 | 21 245 |
| Finansielle anleggsmidler | FAM | 999 | 781 | 780 | 891 | 501 | 512 | 1 393 |
| Finansielle omløpsmidler | FOM | 620 | 887 | 1 181 | 1 181 | 1 246 | 1 124 | 1 003 |
| FINANSIELLE EIENDELER | FE | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | SSE | 20 402 | 19 262 | 16 632 | 18 508 | 17 671 | 20 894 | 23 640 |
| EGENKAPITAL | EK | 11 070 | 11 451 | 8 527 | 10 393 | 12 161 | 14 461 | 16 712 |
| MINORITETSINTERESSER | MI | 213 | 85 | 85 | 96 | 63 | 77 | 575 |
| Langsiktig finansiell gjeld | LFG | 8 201 | 6 970 | 7 488 | 7 488 | 4 494 | 5 180 | 4 732 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | KFG | 918 | 755 | 531 | 531 | 952 | 1 177 | 1 620 |
| FINANSIELL GJELD | FG | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |
| SYSSELSATT KAPITAL | SSK | 20 402 | 19 261 | 16 631 | 18 508 | 17 670 | 20 894 | 23 640 |

| Netto driftskapital: | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Netto anlegskapital | NAK | 9 589 | 8 647 | 7 754 | 8 251 | 8 525 | 10 339 | 11 845 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | 9 193 | 8 946 | 6 918 | 8 185 | 7 399 | 8 919 | 9 399 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 18 783 | 17 594 | 14 671 | 16 436 | 15 924 | 19 258 | 21 245 |
| Egenkapital | EK | 11 070 | 11 451 | 8 527 | 10 393 | 12 161 | 14 461 | 16 712 |
| Minoritetsinteresser | MI | 213 | 85 | 85 | 96 | 63 | 77 | 575 |
| Finansiell gjeld | FG | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |
| Finansielle eiendeler | FE | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 |
| Netto finansiell gjeld | NFG | 7 500 | 6 057 | 6 058 | 5 947 | 3 699 | 4 720 | 3 957 |
| NETTO DRIFTSKAPITAL | NDK | 18 783 | 17 593 | 14 670 | 16 436 | 15 923 | 19 258 | 21 244 |

Kontantstrøm:

| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Netto driftsresultat | NDR | 1 909 | 1 443 | 2 365 | 3 174 | 3 470 | 3 002 |
| Unormalt netto driftsresultat | UNDR | -517 | -2 067 | 1 213 | -391 | 881 | 1 065 |
| Endring i netto driftseiendeler | endr. NDE | -1 189 | -2 922 | 1 765 | -512 | 3 335 | 1 986 |
| Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital fra drift | FKSD | 2 581 | 2 298 | 1 813 | 3 296 | 1 016 | 2 081 |
| Netto finanskostnad | NFK | 357 | 271 | 258 | 287 | 347 | 339 |
| Endring i finansiell gjeld | endr. FG | -1 394 | 294 | 0 | -2 573 | 910 | -4 |
| Netto minoritetsresultat | NMR | -85 | 11 | 3 | -20 | 11 | 22 |
| Endring i minoritetsinteresser | endr. MI | -128 | 0 | 11 | -33 | 14 | 498 |
| Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift | FKED | 788 | 2 310 | 1 563 | 423 | 1 582 | 2 214 |
| Netto betalt utbytte | NBU | 941 | 2 644 | 1 561 | 1 402 | 1 506 | 1 958 |
| Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift | FKFI | -154 | -334 | 1 | -979 | 76 | 256 |
| Netto finansinntekter | NFI | 256 | 143 | 102 | 123 | 188 | 197 |
| Unormalt netto finansresultat | UNFR | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| Netto kontantstrøm til finansiell investering | NKFI = endr. FE | 49 | 292 | 111 | -326 | -111 | 759 |
| Finansielle eiendeler 1/1 | FEt-1 | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 |
| Finansielle eiendeler 31/12 | FE | 1 668 | 1 960 | 2 072 | 1 746 | 1 636 | 2 395 |

| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Netto driftsresultat | NDR | 1 909 | 1 443 | 2 365 | 3 174 | 3 470 | 3 002 |
| Unormalt netto driftsresultat | UNDR | -517 | -2 067 | 1 213 | -391 | 881 | 1 065 |
| Endring i netto driftseiendeler | endr. NDE | -1 189 | -2 922 | 1 765 | -512 | 3 335 | 1 986 |
| Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital fra drift | FKSD | 2 581 | 2 298 | 1 813 | 3 296 | 1 016 | 2 081 |
| Netto finansinntekter | NFI | 256 | 143 | 102 | 123 | 188 | 197 |
| Unormalt netto finansresultat | UNFR | -54 | 483 | 8 | 530 | -374 | 306 |
| Økning i finansielle eiendeler | endr. FE | 49 | 293 | 111 | -325 | -111 | 760 |
| Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital | FKS | 2 735 | 2 631 | 1 812 | 4 274 | 941 | 1 825 |
| Netto betalt utbytte | NBU | 941 | 2 644 | 1 561 | 1 402 | 1 506 | 1 958 |
| Nettoresultat til minoriteten | NMR | -85 | 11 | 3 | -20 | 11 | 22 |
| Endring i minoritetsinteresser | endr. MI | -128 | 0 | 11 | -33 | 14 | 498 |
| Fri kontantstrøm til finansiell gjeld | FKFG | 1 751 | -24 | 258 | 2 859 | -562 | 343 |
| Netto finanskostnad | NFK | 357 | 271 | 258 | 287 | 347 | 339 |
| Underfinansiering | -endr. FG | 1 394 | -294 | 0 | 2 573 | -910 | 4 |
| Opptak finansiell gjeld | endr. FG | -1 394 | 294 | 0 | -2 573 | 910 | -4 |
| Inngående finansiell gjeld | FGt-1 | 9 119 | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 |
| Utgående finansiell gjeld | FGt | 7 725 | 8 019 | 8 019 | 5 446 | 6 356 | 6 352 |

Analyse av forholdstall:

Likviditetsanalyse:

| Dekomponering av likviditetsgrad 1 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Driftsrelatert likviditetsgrad (DOM/KDG) | 2,4850 | 3,0074 | 2,7100 | 2,5150 | 2,1542 | 2,3652 | 2,5416 |
| Vekt KDG i forhold til KG | 0,8709 | 0,8551 | 0,8840 | 0,9105 | 0,8707 | 0,8474 | 0,7900 |
| Likviditetsgrad 2 (FOM/(KDG+KFG)) | 0,0872 | 0,1702 | 0,2581 | 0,1990 | 0,1692 | 0,1458 | 0,1299 |
| Likviditetsgrad 1 | 2,2513 | 2,7419 | 2,6536 | 2,4889 | 2,0450 | 2,1500 | 2,1379 |

| Rentedekningsgrad: | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| rdgt = NRSt/NFKt (justerte tall) | | | | | | | |
| Netto resultat til sysselsatt kapital (NRSt) | 1 638 | 2 165 | 1 586 | 2 467 | 3 298 | 3 658 | 3 199 |
| Netto finanskostnad (NFKt) | 265 | 357 | 271 | 258 | 287 | 347 | 339 |
| Rentedekningsgrad | 6,18 | 6,06 | 5,84 | 9,56 | 11,49 | 10,53 | 9,43 |

Soliditetsanalyse:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapital i periode t (inkl. MI) | 11 283 | 11 536 | 8 612 | 10 489 | 12 224 | 14 538 | 17 287 |
| Totalkapital i periode t | 29 617 | 26 555 | 23 284 | 26 987 | 27 723 | 31 305 | 33 935 |
| Egenkapitalprosent | 0,3810 | 0,4344 | 0,3699 | 0,3887 | 0,4409 | 0,4644 | 0,5094 |

Common-size resultat og balanse:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektet |
|--|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|
| Driftsinntekter | 1,00000 | 1,00000 | 1,00000 | 1,00000 | 1,00000 | 1,00000 | 1,00000 | 1,00000 |
| Varekostnader | 0,71907 | 0,70675 | 0,69821 | 0,70932 | 0,76182 | 0,78828 | 0,82184 | 0,76272 |
| Lønn og personalkostnader | 0,10663 | 0,09247 | 0,08724 | 0,08389 | 0,07998 | 0,07669 | 0,06866 | 0,07963 |
| Andre driftskostnader | 0,07957 | 0,09912 | 0,11430 | 0,10562 | 0,03948 | 0,02902 | 0,02900 | 0,05778 |
| Avskrivning | 0,04982 | 0,03944 | 0,03919 | 0,03333 | 0,03539 | 0,03093 | 0,03142 | 0,03436 |
| Avskrivning på goodwill | 0,00003 | 0,00003 | 0,00003 | 0,00026 | 0,00091 | 0,00074 | 0,00072 | 0,00054 |
| Driftsresultat | 0,04488 | 0,06220 | 0,06103 | 0,06757 | 0,08243 | 0,07434 | 0,04835 | 0,06498 |
| Driftsrelatert skattekostnad | 0,01448 | 0,02003 | 0,01964 | 0,02179 | 0,02655 | 0,02397 | 0,01559 | 0,02094 |
| Nettoresultat fra driftstilknyttede selskap | 0,00956 | 0,00881 | 0,00170 | 0,01591 | 0,01783 | 0,02478 | 0,03115 | 0,01971 |
| Netto driftsresultat (etter skatt) | 0,03996 | 0,05097 | 0,04309 | 0,06170 | 0,07371 | 0,07515 | 0,06391 | 0,06374 |
| Netto finansinntekt (etter skatt) | 0,00476 | 0,00684 | 0,00428 | 0,00267 | 0,00286 | 0,00408 | 0,00420 | 0,00393 |
| Nettoresultat til sysselsatt kapital | 0,04472 | 0,05782 | 0,04737 | 0,06436 | 0,07657 | 0,07923 | 0,06811 | 0,06768 |
| Netto finanskostnad | 0,00724 | 0,00954 | 0,00811 | 0,00673 | 0,00666 | 0,00752 | 0,00722 | 0,00738 |
| Netto minoritetsresultat (oppgitt etter skatt) | -0,00150 | -0,00228 | 0,00033 | 0,00008 | -0,00045 | 0,00025 | 0,00047 | -0,00008 |
| Netto resultat til EK | 0,03899 | 0,05056 | 0,03893 | 0,05755 | 0,07036 | 0,07146 | 0,06042 | 0,06038 |
| Unormalt netto driftsresultat | -0,00380 | -0,01380 | -0,06175 | 0,03164 | -0,00907 | 0,01908 | 0,02268 | 0,00492 |
| Unormalt netto finansresultat | -0,00250 | -0,00144 | 0,01442 | 0,00020 | 0,01231 | -0,00811 | 0,00651 | 0,00347 |
| Fullstendig nettoresultat til EK | 0,03269 | 0,03532 | -0,00840 | 0,08939 | 0,07360 | 0,08243 | 0,08962 | 0,06877 |
| Netto betalt utbytte | 0,00000 | 0,02513 | 0,07897 | 0,04073 | 0,03255 | 0,03262 | 0,04169 | 0,03930 |
| Endring i EK | 0,03269 | 0,01019 | -0,08737 | 0,04866 | 0,04105 | 0,04981 | 0,04793 | 0,02947 |

| | | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | Tidsvektning |
|--------------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 28 |
| Driftsrelaterte anleggsmidler | DAM | 1,139 | 1,003 | 1,215 | 1,090 | 1,000 | 0,983 | 0,960 | 1,028 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | LDG | 0,273 | 0,248 | 0,306 | 0,296 | 0,300 | 0,268 | 0,251 | 0,276 |
| Netto anleggskapital | NAK | 0,866 | 0,755 | 0,909 | 0,794 | 0,701 | 0,715 | 0,709 | 0,751 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | DOM | 1,390 | 1,170 | 1,286 | 1,307 | 1,136 | 1,069 | 0,927 | 1,121 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | KDG | 0,559 | 0,389 | 0,474 | 0,520 | 0,527 | 0,452 | 0,365 | 0,455 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | DAK | 0,830 | 0,781 | 0,811 | 0,788 | 0,608 | 0,617 | 0,562 | 0,666 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | NDE | 1,697 | 1,536 | 1,721 | 1,581 | 1,309 | 1,332 | 1,271 | 1,418 |
| Finansielle anleggsmidler | FAM | 0,090 | 0,068 | 0,091 | 0,086 | 0,041 | 0,035 | 0,083 | 0,066 |
| Finansielle omløpsmidler | FOM | 0,056 | 0,077 | 0,139 | 0,114 | 0,102 | 0,078 | 0,060 | 0,089 |
| FINANSIELLE EIENDELER | FE | 0,146 | 0,146 | 0,230 | 0,199 | 0,144 | 0,113 | 0,143 | 0,154 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | SSE | 1,843 | 1,682 | 1,951 | 1,781 | 1,453 | 1,445 | 1,415 | 1,572 |
| EGENKAPITAL | EK | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| MINORITETSINTERESSER | MI | 0,019 | 0,007 | 0,010 | 0,009 | 0,005 | 0,005 | 0,034 | 0,014 |
| Langsiktig finansiell gjeld | LFG | 0,741 | 0,609 | 0,878 | 0,720 | 0,370 | 0,358 | 0,283 | 0,480 |
| Kortsiktig finansiell gjeld | KFG | 0,083 | 0,066 | 0,062 | 0,051 | 0,078 | 0,081 | 0,097 | 0,077 |
| FINANSIELL GJELD | FG | 0,824 | 0,675 | 0,940 | 0,772 | 0,448 | 0,440 | 0,380 | 0,558 |
| SYSSELSATT KAPITAL | SSK | 1,843 | 1,682 | 1,950 | 1,781 | 1,453 | 1,445 | 1,415 | 1,572 |

Avkastningskrav:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 00 - 06 |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nibor - rente; 3 mnd | 0,0700 | 0,0750 | 0,0720 | 0,0420 | 0,0200 | 0,0230 | 0,0391 | 0,0487 |
| Risikotillegg; 10% av Nibor | 0,0070 | 0,0075 | 0,0072 | 0,0042 | 0,0020 | 0,0023 | 0,0039 | 0,0049 |
| Risikofirente før skatt | 0,0630 | 0,0675 | 0,0648 | 0,0378 | 0,0180 | 0,0207 | 0,0352 | 0,0439 |
| 28% skatt | 0,0176 | 0,0189 | 0,0181 | 0,0106 | 0,0050 | 0,0058 | 0,0099 | 0,0123 |
| Risikofirente etter skatt | 0,0454 | 0,0486 | 0,0467 | 0,0272 | 0,0130 | 0,0149 | 0,0253 | 0,0316 |
| Justert Beta | 1,0786 | 0,9881 | 1,1037 | 1,0152 | 0,8440 | 0,8583 | 0,7962 | 0,9413 |
| Risikopremie etter skatt | 0,0580 | 0,0420 | 0,0240 | 0,0330 | 0,0540 | 0,0540 | 0,0540 | 0,0456 |
| Likviditetspremie | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Egenkapitalkrav | 0,1079 | 0,0901 | 0,0731 | 0,0607 | 0,0585 | 0,0613 | 0,0683 | 0,0745 |

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 00-06 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Syntesisk rating | BBB/BB | BBB/BB | BBB/BB | BBB | BBB | BBB+ | BBB | BBB |
| Risikofri rente etter skatt | 0,0454 | 0,0486 | 0,0467 | 0,0272 | 0,0130 | 0,0149 | 0,0253 | 0,0316 |
| Premie for kredittrisiko | 0,0181 | 0,0194 | 0,0187 | 0,0109 | 0,0052 | 0,0060 | 0,0101 | 0,0126 |
| Krav til avkastning på finansiell gjeld | 0,0635 | 0,0680 | 0,0653 | 0,0381 | 0,0181 | 0,0209 | 0,0355 | 0,0442 |

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|---------------|
| Kontanter | 563 | 860 | 1 146 | 1 153 | 1 230 | 1 108 | 1 003 | | |
| Finansielle fordringer (+andre finans.anleggsm.) | 999 | 781 | 780 | 891 | 501 | 512 | 1 393 | | |
| Investeringer | 57 | 27 | 35 | 28 | 16 | 16 | 0 | | |
| Finansielle eiendeler 31/12 | 1 619 | 1 668 | 1 961 | 2 072 | 1 747 | 1 636 | 2 396 | | |
| Kontroll: Finans.eiendeler fra justert kont.strøm | | 1 668 | 1 960 | 2 072 | 1 746 | 1 636 | 2 395 | | |
| | | | | | | | | 00 - 06 | |
| Kontantkrav (som rf etter skatt) | 0,045 | 0,049 | 0,047 | 0,027 | 0,013 | 0,015 | 0,025 | 0,032 | |
| Kontantvekt | 0,348 | 0,516 | 0,584 | 0,556 | 0,704 | 0,677 | 0,418 | 0,543 | |
| Finansielt fordringskrav (= fgk) | 0,064 | 0,068 | 0,065 | 0,038 | 0,018 | 0,021 | 0,035 | 0,044 | |
| Finansiell fordringsvekt | 0,617 | 0,468 | 0,398 | 0,430 | 0,287 | 0,313 | 0,582 | 0,442 | |
| Investeringskrav | 0,091 | 0,095 | 0,093 | 0,073 | 0,059 | 0,061 | 0,071 | 0,078 | |
| Investeringsvekt | 0,035 | 0,016 | 0,018 | 0,014 | 0,009 | 0,010 | 0,000 | 0,015 | |
| Krav til finansielle eiendeler (fek) | 0,058 | 0,058 | 0,055 | 0,033 | 0,015 | 0,017 | 0,031 | 0,038 | |
| | | | | | | | | 00 - 06 Vekt: | |
| Kravet til netto finansiell gjeld (nfgk): | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 28 | |
| Krav til finansiell gjeld | 0,064 | 0,068 | 0,065 | 0,038 | 0,018 | 0,021 | 0,035 | 0,044 | 0,0361 |
| Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld | 1,216 | 1,275 | 1,324 | 1,348 | 1,472 | 1,347 | 1,605 | 1,370 | |
| Krav til finansielle eiendeler | 0,058 | 0,058 | 0,055 | 0,033 | 0,015 | 0,017 | 0,031 | 0,038 | 0,0309 |
| Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld | 0,216 | 0,275 | 0,324 | 0,348 | 0,472 | 0,347 | 0,605 | 0,370 | |
| Krav til netto finansiell gjeld (nfgk) | 0,065 | 0,071 | 0,069 | 0,040 | 0,020 | 0,022 | 0,038 | 0,046 | 0,0382 |

Netto driftskrav:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 00 - 06 |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav (ekk) | 0,1079 | 0,0901 | 0,0731 | 0,0607 | 0,0585 | 0,0613 | 0,0683 | 0,0745 |
| EK/NDK | 0,5894 | 0,6509 | 0,5812 | 0,6323 | 0,7637 | 0,7509 | 0,7867 | 0,6793 |
| Minoritetskrav | 0,1379 | 0,1201 | 0,1031 | 0,0907 | 0,0885 | 0,0913 | 0,0983 | 0,1045 |
| MI/NDK | 0,0113 | 0,0048 | 0,0058 | 0,0058 | 0,0040 | 0,0040 | 0,0271 | 0,0090 |
| Netto finansielt gjeldskrav | 0,0647 | 0,0707 | 0,0687 | 0,0400 | 0,0197 | 0,0221 | 0,0380 | 0,0463 |
| NFG/NDK | 0,3993 | 0,3443 | 0,4129 | 0,3618 | 0,2323 | 0,2451 | 0,1863 | 0,3117 |
| Netto driftskrav (ndk) | 0,0910 | 0,0836 | 0,0715 | 0,0534 | 0,0496 | 0,0518 | 0,0635 | 0,0660 |

Krav til avkastning på sysselsatt kapital:

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 00 - 06 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Krav til egenkapitalen | 0,1079 | 0,0901 | 0,0731 | 0,0607 | 0,0585 | 0,0613 | 0,0683 | 0,0745 |
| EK/SSK | 0,5426 | 0,5945 | 0,5127 | 0,5615 | 0,6882 | 0,6921 | 0,7070 | 0,6141 |
| Krav til minoritetsinteresser | 0,1379 | 0,1201 | 0,1031 | 0,0907 | 0,0885 | 0,0913 | 0,0983 | 0,1045 |
| MI/SSK | 0,0104 | 0,0044 | 0,0051 | 0,0052 | 0,0036 | 0,0037 | 0,0243 | 0,0081 |
| Krav til finansiell gjeld | 0,0635 | 0,0680 | 0,0653 | 0,0381 | 0,0181 | 0,0209 | 0,0355 | 0,0442 |
| FG/SSK | 0,4470 | 0,4011 | 0,4822 | 0,4333 | 0,3082 | 0,3042 | 0,2687 | 0,3778 |
| Krav til sysselsatt kapital (skk) | 0,0884 | 0,0814 | 0,0695 | 0,0511 | 0,0462 | 0,0491 | 0,0602 | 0,0633 |

Fremskrivning:

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nibor - rente; 3 mnd | 0,0402 | 0,0413 | 0,0424 | 0,0436 | 0,0447 | 0,0458 | 0,0469 | 0,0480 | 0,0491 | 0,0502 | 0,0514 | 0,0525 | 0,0525 |
| Risikotillegg; | 0,0040 | 0,0041 | 0,0042 | 0,0044 | 0,0045 | 0,0046 | 0,0047 | 0,0048 | 0,0049 | 0,0050 | 0,0051 | 0,0052 | 0,0052 |
| Rente før skatt | 0,0362 | 0,0372 | 0,0382 | 0,0392 | 0,0402 | 0,0412 | 0,0422 | 0,0432 | 0,0442 | 0,0452 | 0,0462 | 0,0472 | 0,0472 |
| 28% skatt | 0,0101 | 0,0104 | 0,0107 | 0,0110 | 0,0113 | 0,0115 | 0,0118 | 0,0121 | 0,0124 | 0,0127 | 0,0129 | 0,0132 | 0,0132 |
| Rente etter skatt | 0,0261 | 0,0268 | 0,0275 | 0,0282 | 0,0289 | 0,0297 | 0,0304 | 0,0311 | 0,0318 | 0,0326 | 0,0333 | 0,0340 | 0,0340 |
| Justert Beta | 0,9509 | 0,9607 | 0,9706 | 0,9808 | 0,9912 | 1,0018 | 1,0126 | 1,0237 | 1,0350 | 1,0466 | 1,0584 | 1,0706 | 1,0706 |
| Risikopr. etter skatt | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 | 0,0650 |
| Likviditetspremie | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Ekk før eus | 0,0879 | 0,0892 | 0,0906 | 0,0920 | 0,0934 | 0,0948 | 0,0962 | 0,0977 | 0,0991 | 0,1006 | 0,1021 | 0,1036 | 0,1036 |
| (1 – eff. utbytteskatt) | 1,00000 | 0,99727 | 0,99455 | 0,99182 | 0,98909 | 0,98636 | 0,98364 | 0,98091 | 0,97818 | 0,97545 | 0,97273 | 0,97000 | 0,97000 |
| Egenkapitalkrav | 0,0879 | 0,0895 | 0,0911 | 0,0927 | 0,0944 | 0,0961 | 0,0978 | 0,0996 | 0,1013 | 0,1031 | 0,1049 | 0,1068 | 0,1068 |

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav (ekk) | 0,0879 | 0,0895 | 0,0911 | 0,0927 | 0,0944 | 0,0961 | 0,0978 | 0,0996 | 0,1013 | 0,1031 | 0,1049 | 0,1068 | 0,1068 |
| EK/NDK | 0,7799 | 0,7731 | 0,7664 | 0,7596 | 0,7528 | 0,7461 | 0,7393 | 0,7325 | 0,7257 | 0,7190 | 0,7122 | 0,7054 | 0,7054 |
| Minoritetskrav (mik) | 0,1179 | 0,1186 | 0,1194 | 0,1202 | 0,1211 | 0,1219 | 0,1228 | 0,1237 | 0,1246 | 0,1255 | 0,1264 | 0,1274 | 0,1274 |
| MI/NDK | 0,0257 | 0,0242 | 0,0228 | 0,0214 | 0,0200 | 0,0186 | 0,0172 | 0,0157 | 0,0143 | 0,0129 | 0,0115 | 0,0101 | 0,0101 |
| Netto fin. gjeldskrav (nfgk) | 0,0387 | 0,0394 | 0,0401 | 0,0408 | 0,0415 | 0,0423 | 0,0430 | 0,0437 | 0,0444 | 0,0451 | 0,0458 | 0,0465 | 0,0465 |
| NFG/NDK | 0,1944 | 0,2026 | 0,2108 | 0,2190 | 0,2272 | 0,2354 | 0,2436 | 0,2517 | 0,2599 | 0,2681 | 0,2763 | 0,2845 | 0,2845 |
| Netto driftskrav (ndk) | 0,0791 | 0,0800 | 0,0810 | 0,0820 | 0,0829 | 0,0839 | 0,0849 | 0,0859 | 0,0869 | 0,0878 | 0,0888 | 0,0898 | 0,0898 |

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Krav til egenkapitalen | 0,0879 | 0,0895 | 0,0911 | 0,0927 | 0,0944 | 0,0961 | 0,0978 | 0,0996 | 0,1013 | 0,1031 | 0,1049 | 0,1068 | 0,1068 |
| EK/SSK | 0,7011 | 0,6952 | 0,6893 | 0,6834 | 0,6775 | 0,6716 | 0,6657 | 0,6598 | 0,6539 | 0,6480 | 0,6420 | 0,6361 | 0,6361 |
| Krav til minoritetsinteresser | 0,1179 | 0,1186 | 0,1194 | 0,1202 | 0,1211 | 0,1219 | 0,1228 | 0,1237 | 0,1246 | 0,1255 | 0,1264 | 0,1274 | 0,1274 |
| MI/SSK | 0,0231 | 0,0218 | 0,0205 | 0,0193 | 0,0180 | 0,0167 | 0,0154 | 0,0142 | 0,0129 | 0,0116 | 0,0104 | 0,0091 | 0,0091 |
| Krav til finansiell gjeld | 0,0362 | 0,0369 | 0,0377 | 0,0384 | 0,0391 | 0,0398 | 0,0406 | 0,0413 | 0,0420 | 0,0428 | 0,0435 | 0,0442 | 0,0442 |
| FG/SSK | 0,2759 | 0,2830 | 0,2902 | 0,2973 | 0,3045 | 0,3117 | 0,3189 | 0,3260 | 0,3332 | 0,3404 | 0,3476 | 0,3548 | 0,3548 |
| Krav til sysselsatt kapital (ssk) | 0,0743 | 0,0752 | 0,0762 | 0,0771 | 0,0780 | 0,0790 | 0,0799 | 0,0809 | 0,0819 | 0,0828 | 0,0838 | 0,0848 | 0,0848 |

Egenkapitalmetoden:

| Superprofittmodellen: | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|--------------|-------|-------|
| EK2006T | 16 712 | | | | | | | | | | | | | | |
| SPEt (=NREt - (ekkt * Ekt-1)) | | 1 677 | 2 091 | 2 200 | 2 288 | 2 348 | 2 374 | 2 358 | 2 292 | 2 167 | 1 974 | 1 704 | 1 347 | 1 180 | 1 245 |
| (1+ekko6)* ...*(ekkt) | | 1,088 | 1,185 | 1,293 | 1,413 | 1,546 | 1,695 | 1,861 | 2,046 | 2,253 | 2,486 | 2,747 | 3,040 | 3,365 | |
| Sum NV (SPEt; t< 2018) | 14 751 | 1 541 | 1 764 | 1 701 | 1 619 | 1 519 | 1 401 | 1 267 | 1 120 | 962 | 794 | 620 | 443 | | |
| | | | | | | | | | | | | | 22 779 | | |
| | | | | | | | | | | | | | <u>3,040</u> | | |
| Sum NV (SPEt; t> 2018) | 7 493 | | | | | | | | | | | | 7 493 | | |
| VEK2006 | 38 957 | mill | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 131,74 | | | | | | | | | | | | | | |
| Superprofittvekstmodellen: | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| NRE07/ekko7 | 35 796 | | | | | | | | | | | | | | |
| Endr.SPEt ((1+ekko5)*SPEt)- ((1+ekkt)*SPEt-1)/(1+ekkt) | | | 411 | 103 | 78 | 46 | 8 | -37 | -91 | -151 | -220 | -296 | -380 | -188 | 44 |
| (1+ekko7)* ...*(ekkt-1) | | | 1,088 | 1,185 | 1,293 | 1,413 | 1,546 | 1,695 | 1,861 | 2,046 | 2,253 | 2,486 | 2,747 | 3,040 | |
| Sum NV (endr. SPEt; t< 2013)/ekko7 | 9 | 377 | 87 | 60 | 33 | 5 | -22 | -49 | -74 | -98 | -119 | -138 | -62 | | |
| | | | | | | | | | | | | | | 842 | |
| | | | | | | | | | | | | | <u>3,040</u> | | |
| Sum NV (endr SPEt; t> 2013) /ekko7 | 3 152 | | | | | | | | | | | | 277 | | |
| VEK2006 | 38 957 | mill | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 131,74 | | | | | | | | | | | | | | |

Selskapskapitalmetoden:

NDK-metoden:

| Superprofitt modellen | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| NDK2006 | 21 244 | | | | | | | | | | | | | | |
| SPDt | | 1 665 | 2 126 | 2 242 | 2 338 | 2 407 | 2 443 | 2 438 | 2 384 | 2 273 | 2 095 | 1 842 | 1 503 | 1 235 | 1 303 |
| (1+ndk) ^{t-2006} | | 1,0791 | 1,1655 | 1,2598 | 1,3631 | 1,4761 | 1,6000 | 1,7358 | 1,8848 | 2,0485 | 2,2285 | 2,4265 | 2,6445 | | |
| Sum NV(SPDt; t ≤ 2018) | 16 067 | 1 543 | 1 824 | 1 780 | 1 715 | 1 631 | 1 527 | 1 405 | 1 265 | 1 110 | 940 | 759 | 568 | | |
| | | | | | | | | | | | | | | 35 431 | |
| | | | | | | | | | | | | | | | 2,6445 |
| Sum NV(SPDt; t > 2018) | 13 398 | | | | | | | | | | | | | | 13 398 |
| VNDK2006 | 50 709 | | | | | | | | | | | | | | |
| NFG2006 | 3 957 | | | | | | | | | | | | | | |
| MI2006 | 575 | | | | | | | | | | | | | | |
| VEK2006 | 46 177 | | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 156,15 | | | | | | | | | | | | | | |
| Superprofittvekst modellen. | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| NDR2007/ndk | 42 295 | | | | | | | | | | | | | | |
| endr. SPDt | | | 459 | 112 | 90 | 61 | 25 | -18 | -69 | -128 | -195 | -270 | -354 | -280 | 55 |
| (1+ndk) ^{t-2006} | | | 1,0791 | 1,1655 | 1,2598 | 1,3631 | 1,4761 | 1,6000 | 1,7358 | 1,8848 | 2,0485 | 2,2285 | 2,4265 | 2,6445 | |
| Sum NV(endr.SPDt; t ≤ 2018)/ndk | 862 | | 426 | 96 | 71 | 45 | 17 | -11 | -40 | -68 | -95 | -121 | -146 | -106 | |
| | | | | | | | | | | | | | | | 1 579 |
| | | | | | | | | | | | | | | | 2,6445 |
| Sum NV(endr.SPDt; t > 2018)/ndk | 7 552 | | | | | | | | | | | | | | 597 |
| VNDK2006 | 50 709 | | | | | | | | | | | | | | |
| NFG2006 | 3 957 | | | | | | | | | | | | | | |
| MI2006 | 575 | | | | | | | | | | | | | | |
| VEK2006 | 46 177 | | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 156,16 | | | | | | | | | | | | | | |

SSK – Metoden:

| Superprofitt modellen | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|---------------|------------|------|
| SSK2005 | 23 640 | | | | | | | | | | | | | | |
| SPSt (= NRSt – (sskt*SSKt-1)) | | 1659 | 2137 | 2254 | 2352 | 2422 | 2460 | 2457 | 2405 | 2296 | 2120 | 1869 | 1533 | 1252 | 1321 |
| (1+ssk07)*...*(1+sskt) | | 1,0743 | 1,1551 | 1,2431 | 1,3390 | 1,4435 | 1,5575 | 1,6820 | 1,8181 | 1,9669 | 2,1298 | 2,3083 | 2,5040 | | |
| Sum NV (SPSt; t ≤ 2018) | 16 590 | 1 544 | 1 850 | 1 813 | 1 756 | 1 678 | 1 580 | 1 461 | 1 323 | 1 167 | 996 | 810 | 612 | | |
| | | | | | | | | | | | | | 42 060 | | |
| | | | | | | | | | | | | | <u>2,5040</u> | | |
| Sum NV (SPSt; t > 2018) | 16 797 | | | | | | | | | | | | 16 797 | | |
| VSSK2005 | 57 027 | | | | | | | | | | | | | | |
| FG 2006 | 6 352 | | | | | | | | | | | | | | |
| MI 2006 | 575 | | | | | | | | | | | | | | |
| VEK 2006 | 50 099 | | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 169,43 | | | | | | | | | | | | | | |
| Superprofittvekst modellen | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| NRS2007 / ssk2007 | 45 966 | | | | | | | | | | | | | | |
| endr. SPSt (1+ssk07)*...*(1+sskt-1) | | | 476 | 114 | 91 | 63 | 27 | -16 | -67 | -125 | -192 | -267 | -351 | -293 | 56 |
| | | | 1,0743 | 1,1551 | 1,2431 | 1,3390 | 1,4435 | 1,5575 | 1,6820 | 1,8181 | 1,9669 | 2,1298 | 2,3083 | 2,5040 | |
| Sum NV (endr. SPSt; t ≤ 2018)/ssk2007 | 929 | | 443 | 98 | 73 | 47 | 19 | -10 | -40 | -69 | -98 | -126 | -152 | -117 | |
| | | | | | | | | | | | | | | 1 885 | |
| | | | | | | | | | | | | | <u>2,5040</u> | | |
| Sum NV (endr. SPSt; t > 2018)/ssk2007 | 10 132 | | | | | | | | | | | | | 753 | |
| VSSK2005 | 57 027 | | | | | | | | | | | | | | |
| FG 2006 | 6 352 | | | | | | | | | | | | | | |
| MI 2006 | 575 | | | | | | | | | | | | | | |
| VEK 2006 | 50 099 | | | | | | | | | | | | | | |
| P2006 | 169,43 | | | | | | | | | | | | | | |