



Rørosmeieriet AS

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Anne Marie Istad

Veileder: Øystein Gjerde

Master i økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med utredningen er å verdsette Rørosmeieriet for potensielle investorer. For å estimere egenkapitalverdien gjennomføres det en fundamental verdivurdering.

I den første delen av utredningen utføres en kvalitativ analyse, som beskriver underliggende faktorer til lønnsomheten i Rørosmeieriet og bransjen. Denne konkluderer med at bransjen er lønnsom å investere i, på grunn av fraværet av betydelige trusler fra leverandører, potensielle inntrengere og kunder. Disse truslene begrenses ved politiske og lovmessige forhold, spesielt innen tilskuddsordningen og tollavgifter. Endringer av disse forholdene kan utgjøre en betydelig trussel for bransjen. Videre resulterte analysen i en strategisk fordel knyttet til samarbeidet med COOP som har skapt betydelige verdier for Rørosmeieriet.

I andre delen av utredningen foretas en kvantitativ regnskapsanalyse som fastslår hvorvidt forventningene i den kvalitative analysen er rimelig. Det foreligger en strategisk fordel på 26,7%. Denne fordelen kan forklares ut i fra den betydelige inntektsveksten i forhold til veksten i eiendelene. Denne inntektsveksten skyldes hovedsakelig landsdekkende leverandøravtaler. Disse avtalene forventes ikke å generere like høy driftsinntektsvekst i fremtiden, og dermed vil den strategiske fordelen heller ikke være varig.

I den tredje delen av utredningen benyttes innsikten fra del en og to til å budsjettere det fremtidige regnskapet. Den historiske driftsinntektsveksten skyldes hovedsakelig bedre leverandøravtaler som på sikt ikke vil kunne skape den samme veksten. På sikt vil det dermed være nødvendig med produktinnovasjon for å opprettholde inntektsveksten med bakgrunn i den historiske melkereduksjonen. Det forventes videre at omløpet i netto driftseiendeler konvergerer mot bransjen som følge av at den kvantifiserte fordelen ikke anses vare over tid. Fra fremtidsregnskapet estimeres en strategisk fordel på 3,2%, og denne forventes å være tilknyttet bransjen basert på antagelsen om at de politiske og lovmessige forhold holder på sikt. Det er dermed en betydelig usikkerhet tilknyttet verdiestimatet. Fremtidsregnskapet legger videre grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen.

Basert på den fundamentale verdsettelsen estimeres verdien av egenkapitalen til Rørosmeieriet AS på 147 757 tusen NOK den 31.12.16. Det er betydelig usikkerhet knyttet til det endelige verdiestimatet, fordi det baseres på et punkttestimat.

Forord

Denne utredningen er skrevet som en del av mastergraden i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Med bakgrunn i *økonomisk styring* som hovedprofil ble *strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse* et naturlig valg, siden en verdsettelse krever innsikt i samtlige fagområder, hvor strategi, finans og regnskap står sentralt. Videre vil dette være relevant i arbeidslivet.

Valget falt på Rørosmeieriet, fordi det er flere spennende momenter ved bransjen og selskapet. Tine er markedsleder med en markedsposisjon på 95% som tidligere monopolist, og det kan derfor være interessant å se på den positive utviklingen til Rørosmeieriet, som er en av markedets minste aktører. Videre skiller Rørosmeieriet seg ut fra deres konkurrenter ved å være et heløkologisk meieri med fokus på å være i takt med naturen.

Masterutredningen er hovedsakelig basert på kurset BUS440 – *Rekneskapsanalyse og verdivurdering* undervist av Kjell Henry Knivsflå. Verdsettelsen har vært en lærerik og tidkrevende prosess som har gitt et godt innblikk i Rørosmeieriet og meieriindustrien, samt en dypere forståelse av fagområdet.

Jeg vil spesielt takke veileder Øystein Gjerde for gode innspill og råd gjennom hele verdsettelsesprosessen, samt for motiverende tilbakemeldinger.

Oslo, Juni 2018

Anne Marie Istad

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG.....	2
FORORD.....	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	8
1.1 MÅLSETTING.....	8
1.2 AVGRENSNING	8
1.3 STRUKTUR.....	9
2. PRESENTASJON AV BRANSJE OG VIRKSOMHET	11
2.1 INTRODUKSJON TIL MEIERIDRIFT	11
2.1.1 <i>Historisk tilbakeblikk og dagens situasjon.....</i>	<i>11</i>
2.1.2 <i>Økologiske meieriprodukter</i>	<i>15</i>
2.1.3 <i>Verdikjeden</i>	<i>18</i>
2.2 MAKROFORHOLD	22
2.2.1 <i>Politiske og lovmessige forhold</i>	<i>22</i>
2.2.2 <i>Miljømessige forhold</i>	<i>24</i>
2.3 KONKURRENTER.....	25
2.3.1 <i>Tine SA.....</i>	<i>26</i>
2.3.2 <i>Q-meieriene AS.....</i>	<i>27</i>
2.4 RØROSMEIERIET AS.....	28
2.4.1 <i>Historie.....</i>	<i>28</i>
2.4.2 <i>Virksomhetsområder</i>	<i>30</i>
2.4.3 <i>Satsingsområder.....</i>	<i>31</i>
2.4.4 <i>Hvordan Rørosmeieriet avviker fra “gjennomsnittsbedriften” i bransjen</i>	<i>32</i>
3. VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK.....	34
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	34
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE	35
3.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	35
3.4 VALG AV HOVEDTEKNIKK – FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	36
3.5 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	37
4. STRATEGISK ANALYSE	39
4.1 RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	39
4.2 EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE.....	40

4.2.1	<i>Makroforhold</i>	40
4.2.2	<i>Bransjeforhold</i>	45
4.3	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	49
4.3.1	<i>VRIO-analyse</i>	49
4.3.2	<i>Oppsummering av ressursene</i>	53
4.4	OPPSUMERING AV STRATEGISK ANALYSE	54
5.	REGNSKAPSANALYSE	57
5.1	RAMMEVERK.....	57
5.1.1	<i>Praktiske valg</i>	58
5.2	PRESENTASJON AV REGNSKAPSTALL	59
5.3	OMGRUPPERING	61
5.3.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	62
5.3.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	67
5.4	JUSTERING AV MÅLEFEIL.....	69
5.5	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE	70
6.	ANALYSE AV RISIKO.....	72
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE	72
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE	77
6.3	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING	80
7.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	83
7.1	TEORI FOR AVKASTNINGSKRAV	83
7.2	EGENKAPITALKRAV OG MINORITETSKRAV	83
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	84
7.2.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	84
7.2.3	<i>Historisk gjennomsnittlig egenkapitalbeta</i>	85
7.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	90
7.2.5	<i>Egenkapitalkrav</i>	90
7.3	FINANSIELLE KRAV	91
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	91
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	93
7.3.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	95
7.4	SELKAPSKRAV	96
7.5	OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAV	98
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STRATEGISK FORDEL	99
8.1	STRATEGISK FORDEL	99

8.2	RAMMEVERK.....	102
8.3	DRIFTSFORDEL.....	102
8.3.1	<i>Strategisk fordel drift</i>	103
8.3.2	<i>Gearingfordel drift</i>	110
8.3.3	<i>Oppsummering av driftsfordel</i>	111
8.4	FINANSIERINGSFORDEL.....	111
8.4.1	<i>Fordel netto finansiell gjeld</i>	112
8.4.2	<i>Oppsummering av finansieringsfordel</i>	114
8.5	OPPSUMMERING AV STRATEGISK FORDEL.....	114
9.	FRAMTIDSREGNSKAP	116
9.1	RAMMEVERK FOR FRAMTIDSREGNSKAP	116
9.2	PRAKTISKE VALG.....	117
9.3	ANALYSE AV DRIFTSINNTEKTSVEKST	118
9.4	ANDRE BUDSJETTDRIVERE.....	124
9.4.1	<i>Netto driftseiendeler</i>	124
9.4.2	<i>Netto driftsresultat</i>	127
9.4.3	<i>Netto finansiell gjeld</i>	128
9.4.4	<i>Netto finanskostnad</i>	132
9.5	FREMTIDIG RESULTATREGNSKAP, BALANSE OG FRI KONTANTSTRØM.....	133
10.	FREMTIDSKRAV OG FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL.....	135
10.1	FREMTIDSKRAV TIL EGENKAPITAL	135
10.2	FREMTIDIG FINANSIELLE KRAV	137
10.3	FREMTIDIG SELSKAPSKRAV	141
10.4	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL.....	141
11.	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	144
11.1	EGENKAPITALMETODE.....	144
11.1.1	<i>Utbyttmodellen</i>	144
11.1.2	<i>Fri kontantstrøm-modellen</i>	145
11.1.3	<i>Superprofittmodellen</i>	145
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	145
11.2	SELSKAPSKAPITALMETODE.....	146
11.2.1	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	146
11.2.2	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	146
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT.....	147
11.4	OPPSUMMERING AV FUNDAMENTALT VERDIESTIMAT	148

11.5	ANALYSE AV USIKKERHET.....	148
11.5.1	<i>Konkurssannsynlighet</i>	149
12.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	151
12.1	OPPSUMMERING	151
12.2	KONKLUSJON	153
13.	VEDLEGG	154
13.1	VEDLEGG 1: SAMARBEID MELLOM TINE OG REMA 1000	154
13.2	VEDLEGG 2: LØNNKOSTNAD	154
	LITTERATURLISTE	159

1. Innledning

Målsettingen med utredningen presenteres først, deretter presenteres nødvendige avgrensninger. Avslutningsvis presenteres videre struktur for masterutredningen.

1.1 Målsetting

Hovedformålet med denne masterutredningen er å verdsette Rørosmeieriet AS, heretter Rørosmeieriet. Da Rørosmeieriet ikke er et børsnotert selskap innebærer dette at man ikke har en markedspris som gir en god indikasjon på verdien av selskapet. Derfor vil det være spesielt viktig å gjennomføre en grundig verdsettelse av selskapet ved et oppkjøp. Denne utredningen er dermed utarbeidet med hensyn til investorer som vurderer å kjøpe opp Rørosmeieriet. Analysene gir innsikt i Rørosmeieriet og bransjen som gjør det mulig å predikere fremtiden. Regnskapstallene er hentet fra offentlige årsrapporter frem til 2016. Det er nødvendig å påpeke usikkerheten knyttet til verdiestimatet på bakgrunn av verdsettelsesmetoder og mangelfull informasjon.

1.2 Avgrensning

Det er foretatt avgrensninger i forbindelse med utredningen på grunn av tilgang til informasjon og tidsbruk. Først er det tatt en avgrensning til metode. Bruk av flere verdsettelsesmetoder fører til et bedre verdigrunnlag. Verdiestimatet vil hovedsakelig være basert på en *fundamental verdsettelse*.

Masterutredningen er betraktet fra et eksternt perspektiv og er utelukkende basert på offentlig informasjon om Rørosmeieriet. Det har ikke vært noen kontakt med ansatte fra verken Rørosmeieriet eller konkurrenter. Informasjonen er hentet fra følgende kilder:

- Rørosmeieriets hjemmeside
- Bransjens årsrapporter
- Bransjepublikasjoner
- Faglitteratur innen verdsettelse
- Andre hensiktsmessige kilder

Bransjen begrenses til tre meierier inkludert Rørosmeieriet. Det er nødvendig å begrense

bransjen fordi meieriaktørene har ulike produktsortiment, dermed vil flere meierier ikke nødvendigvis konkurrere direkte med Rørosmeieriet. I tillegg består Rørosmeieriets produkter hovedsakelig av melk, og dermed utgjør Tine og Q-meieriene bransjeutvalget. Det fører også til at utredningen hovedsakelig er konsentrert rundt melkeproduksjon. Dette er nærmere diskutert i kapittel 2.

Utredningen er avgrenset til den nyeste informasjonen som er offentlig tilgjengelig. For Rørosmeieriet er kun årsrapporter frem til og med 2016 tilgjengelig, og derfor utføres verdsettelsen basert på disse. Det samme gjelder for det komparative selskapet Q-meieriene, mens for Tine er årsrapporten for 2017 tilgjengelig. Denne årsrapporten benyttes kun ved prognosene for fremtiden. Det eksisterer ikke offentlige kvartalsrapporter for Rørosmeieriet, og derfor vil det ikke være mulig å utføre trailing. På bakgrunn av dette avgrenses verdsettelsesdatoen til 31.12.16. Dessuten kan ikke estimatet sammenlignes med en børskurs, fordi Rørosmeieriet ikke er børsnotert.

1.3 Struktur

Masterutredningen følger strukturen til kurset i *Regnskapsanalyse og verdivurdering* undervist av Kjell Henry Knivsflå ved Norges Handelshøyskole, og består av fire deler.

Den første delen består av kapittel 2, 3 og 4. I kapittel 2 blir Rørosmeieriet, konkurrentene og bransjen presentert. Videre tar kapittel 3 seg for ulike verdsettelsesteknikker og valg av verdsettelsesmetode begrunnes. På bakgrunn av informasjonen i kapittel 2 gjennomføres en strategisk analyse av de eksterne og interne omgivelser til Rørosmeieriet i kapittel 4. De eksterne forholdene blir analysert ved bruk av *PESTEL* og *Porters Five Forces*, mens de interne forholdene blir analysert gjennom *VRIO-rammeverket*. Til slutt oppsummeres de viktigste funnene i en *SWOT-analyse*.

Den andre delen av utredningen består av kapittel 5 til 8. Kapittel 5 tar for seg regnskapsanalyse der regnskapstall blir presentert før det foretas en omgruppering av resultatregnskapet og balansen justeres for eventuelle målefeil. Videre analyserer kapittel 6 både den kortsiktige og langsiktige risikoen før den oppsummeres i en syntetisk rating. Det historisk avkastningskrav blir presentert i kapittel 7, mens en analyse av lønnsomheten gjennomføres i kapittel 8 gjennom den eventuelle strategiske fordelene.

Den tredje delen består av kapittel 9 til 10. I kapittel 9 utføres en prognose for den fremtidige utviklingen, og regnskapstall for budsjettperioden settes. Videre beregnes fremtidige avkastningskrav i kapittel 10 basert på informasjon i kapittel 7 før den fremtidige strategiske fordelene presenteres.

Den fjerde delen av utredningen består av kapittel 11 og 12. Det fundamentale verdiestimatet beregnes og presenteres i kapittel 11, og usikkerheten til verdiestimatet analyseres. Estimatet er beregnet basert på egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Videre oppsummeres de viktigste funnene i kapittel 12, og en konklusjon blir presentert.

2. Presentasjon av bransje og virksomhet

I følgende kapittelet presenteres bakgrunnsinformasjon om Rørosmeieriet og meieribransjen. Meieridrift blir introdusert ved et historisk tilbakeblikk der viktige forhold trekkes frem etterfulgt av informasjon om økologisk meieridrift, meieridriftens verdikonfigurasjon og prisdannelse. Videre trekkes viktigste makroforholdene i bransjen frem. Til slutt presenteres konkurrentene kort, før det utføres en mer omfattende presentasjon av Rørosmeieriet.

2.1 Introduksjon til meieridrift

Meieriene vokste frem på midten av 1800-tallet, og meieridriften hadde sin glansperiode fra 1900 frem til 1950 (MiA Museumstjenesten, 2018; Tine, 2018a, s. 2). Siden 1950-tallet har melkeforbruket blitt redusert betydelig. Da lettmelk ble introdusert på 1980-tallet skjedde det et skifte i melkevaner fra fet til mager melk (Helsedirektoratet, 2017, s. 20). I 1996 åpnet Stortinget for konkurranse i meierisektoren, og frem til da hadde Tine monopol. Synnøve Finden kjøpte opp et nedlagt meieri i 1995, mens Q-meieriene og Rørosmeieriet ble stiftet på begynnelsen av 2000-tallet (Q-meieriene, 2018a; Synnøve Finden, 2018a; Rørosmeieriet, 2018a). Det har også vokst frem flere ysterier siden 1990-tallet (Aursnes & Ottesen, 2017). I 2005 merket Tine økt konkurranse etter å bli beskyldt for å ha brutt konkurranseloven (Tine, 2018a, s. 46). Likevel har Tine en markedsandel av melk på 95% og beholder derfor fremdeles sin ledende markedsposisjon i dag (Gaasland, 2017).

2.1.1 Historisk tilbakeblikk og dagens situasjon

Meieriene vokste frem på midten av 1800-tallet på grunn av industrialiseringen, byens raske befolkningsvekst og misnøyen med melkesalget (Lædre, 2013). Melkeproduksjonen gikk fra produksjon til eget forbruk til byenes forbruk, og meieridriften økte enormt. Bare i Akershus økte antallet meierier fra 8 i 1870 til 56 i 1900 (MiA Museumstjenesten, 2018). Den første meieriforeningen ble etablert i 1881 og var begynnelsen på Tine (Tine, 2018b). I 1898 ble det innført offentlig kontroll av melken, som førte til både forbedring og nedleggelse av meierier. Videre ble det innført egne forskrifter for melk og fløte i 1935. I 1900 var 780 meierianlegg i virksomhet som er det høyeste antall meierier Norge har hatt (Tine, 2018a, s. 2). Meieriene hadde sin glanstid fra 1900 frem til 1950 (MiA Museumstjenesten, 2018).

Meieriproduksjonen ble modernisert ved to typer maskiner på 1800-tallet; melkeseparatoren og melkemaskinen. Melkeseparatoren var en enkel oppfinnelse som skilte fløte og skummetmelk, og gjorde det mulig å lage smør. I forhold til melk kunne smør transporteres over større avstander. Melkemaskinen var derimot avhengig av tilgang på elektrisk kraft. Det var i tillegg nødvendig med godt veinett for at maskinen skulle være lønnsom. Disse to maskinene ble tatt i bruk i Norge mot slutten 1800-tallet, og antallet melkemaskiner seksdoblet i løpet av 1940-tallet (Roll-Hansen, 2015).

Det ble opprettet en melkesentral i 1930. Den samordnet meieridrift og melkedistribusjon innad i distriktet. Etter den første etableringen ble det opprettet tre nye melkesentraler, denne ordningen varte frem til 1982, da de første distriktsmeieriene ble etablert. (Bratberg, 2018). Tine opprettes i 1928 som Norske Meieriers Eksportlag, og eksporterer hovedsakelig smør og ost (Tine, 2018b; Tine, 2018a, s. 2). Senere knyttes Tine til den første meieriforeningen som er meierisamvirkets paraplyorganisasjon (Tine, 2018b). Selskapet hadde monopol i markedet fram til 1996 da myndighetene åpnet for konkurranse i meierisektoren. Synnøve Finden kjøpte et nedlagt meieri allerede i 1995, mens Q-meieriene og Rørosmeieriet ble stiftet i 2000 og 2001 (Q-meieriene, 2018a; Synnøve Finden, 2018a, Rørosmeieriet, 2018a). Det har også vokst frem flere små lokale ysterier fra 1990-tallet etter myndighetene oppmuntret til småskala matproduksjon og lokal foredling (Aursnes & Ottesen, 2017).

I 2005 skiftet konkurransesituasjonen seg for Tine (Tine, 2018a, s. 8). Tine ble beskyldt for å ha brutt konkurranseloven etter at Synnøve Findens produkter ble fjernet fra hyllene i Rema 1000 (Tine, 2018a, s. 46; Dagens Næringsliv, 2005). Det førte til økende konkurranse i alle Tines produktkategorier, spesielt melk og ost, fra Q-meieriene og Synnøve Finden (Tine, 2018a, s. 8; Bugjerde, 2005). Salget til Q-meieriene økte betydelig som følge av Tine-saken (Frich, 2005). I tillegg gjorde NorgesGruppen det mulig for Q-meieriene å distribuere og selge Q-melken over hele landet (Bjerke, 2005). Tine beholdt likevel sin markedsposisjon og har i dag en markedsandel av melken på 95% (Gaasland, 2017).

I dag har Tine 31 meierier, mens konkurrentene, Synnøve Finden, Q-meieriene og Rørosmeieriet, har 2 meierier hver (Tine, 2018b; Synnøve Finden, 2018b; Q-meieriene, 2018a; Rørosmeieriet, 2018a). Det er altså en betydelig reduksjon fra 780 meierier i 1900. Dette skyldes blant annet den teknologiske utviklingen, som gjorde det mulig å frakte melk over lengre distanser og fremdeles beholde kvaliteten (Bratberg, 2018). I tillegg har det samlede forbruk av melk også blitt redusert betydelig fra 1950-tallet frem til i dag.

Melkeforbruket er redusert med omtrent 43%, fra over 200 kg til omtrent 85 kg melk per person per år (Helsedirektoratet, 2017). Til tross for denne nedgangen er Norge et av de ti landene i verden som drikker mest melk (Bøhler, 2014). Andre meieriproduktene har ikke hatt den samme reduksjon som melk. De siste årene har forbruk av fløte og rømme redusert, mens margarin har i lengre tid blitt redusert. Margarin har tapt markedsandeler til matoljer som har hatt en salgsøkning siden 1995. Smør har derimot holdt seg stabilt over lang tid. Ost og yoghurt skiller seg betydelig ut fra de andre meieriproduktene med en økning over lengre tid. Likevel var det ingen økning det siste året for ost og det holdt seg på 18,5 kg per innbygger per år (Helsedirektoratet, 2017).

	1979	1989	1999	2000	2006	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ¹
Melk	186,4	175,1	127,2	122,1	109,8	101,8	99,5	96,7	94,3	92,1	90,0	87,4	85
Yoghurt			6,7	6,8	8,2	9,2	9,1	9,2	9,1	9,4	9,9	10,3	10,4
Fløte, rømme ²	6,6	6,9	6,7	6,7	8,1	6,8	6,9	7,8	7,7	7,5	7,5	7,4	7,3
Smør	5,4	3,3	3,3	3,3	3,3	2,9	3,0	3,3	3,6	3,3	3,3	3,3	3,3
Margarin ³	15,2	13,0	12,1	11,1	9,8	10,3	9,9	9,6	9,3	10,0	9,5	9,2	9,4
Lettmargarin	0,2	1,9	2,5	2,5	2,6	2,5	2,3	2,3	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Ost	12,0	13,2	14,5	14,5	17,1	16,8	16,9	17,0	17,1	17,7	18,2	18,5	18,5
Folkemengde 1000 stk.	4073	4227	4462	4491	4661	4829	4889	4953	5019	5080	5137	5190	5236

Tabell 2.1: Meieriforbruk på engrosnivå. Kg per innbygger per år. Tall hentet fra Helsedirektoratet (2017).

De siste tiårene har det vært et økt fokus på sunnhet. Da lettmelk ble introdusert på markedet i 1984 tok den en stor markedsandel fra helmelk (Helsedirektoratet, 2017, s. 20). Fra 1979 til 1989 ble forbruket av helmelk redusert med nesten 10 kg per innbygger per år. Det er en nedgang på omtrent 40 prosent. Forbruket av lettmelk og mager melk (skummet og lettmelk med høyest 0,7 prosent fett) økte derimot med forholdsvis 16 kg og 1 kg per innbygger per år (Tabell 2.2). Forbruket av melk har som nevnt tidligere hatt en vridningen fra fet til mager melk som har fortsatt helt fram til i dag (Helsedirektoratet, 2017, s. 20). Det er også i tråd med Helsedirektoratet (2018) anbefaling om å *la magre meieriprodukter være en del av det daglige kostholdet*. Ut fra tabell 2.2 har forbruket av mager melk holdt seg stabilt og økt noe over de siste årene, derimot har forbruket av helmelk og lettmelk hatt en betydelig reduksjon.

¹ Foreløpige tall.

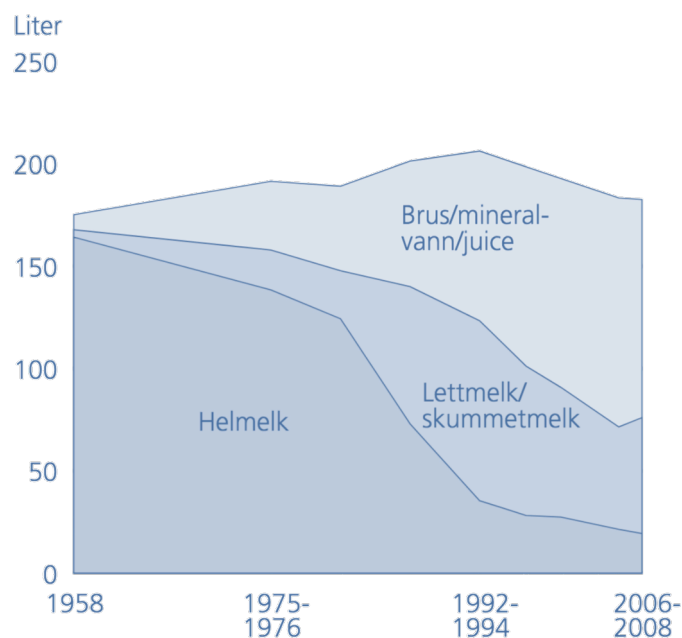
² 38% fett.

³ Inkludert lett-margarin.

	1979	1989	1999	2000	2006	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ⁴
Helmelk	160,1	63,6	32,4	30,3	24,2	19,5	19,1	18,5	18,1	17,7	17,3	17,0	16,7
Lett melk		79,3	72,6	60,0	58,3	53,6	51,9	50,1	48,4	46,4	44,0	41,7	40,1
Mager melk ⁵	26,3	32,2	22,2	31,8	27,3	28,7	28,5	28,1	27,8	28,0	28,7	28,7	28,2
Folkemengde 1000 stk.	4073	4227	4462	4491	4661	4829	4889	4953	5019	5080	5137	5190	5236

Tabell 2.2: Melkeforbruk på engrosnivå. Kg per innbygger per år. Tall hentet fra Helsedirektoratet (2017).

Forbrukerne står stadig overfor flere og flere produktalternativer. Meieriene utvikler hele tiden nye produkter og smaker. I dag har forbrukeren i tillegg flere alternative drikkevarer som juice, smoothies og plantebasert melk. Melk taper markedsandeler til andre drikker som mineralvann, juice og brus (Kristiansen, 2010a). Andelen mineralvann, juice og brus har økt siden 1950, og denne økningen tilsvarer omtrent melkereduksjonen i samme periode (Figur 2.1). Meieriene taper også markedsandeler til plantebaserte varianter av melk på grunn av vridningen fra sukkerholdige og fete produkter. Meieriene holder seg konkurransedyktige i den sunne trenden ved å utvikle produkter med lavere fettprosent og sukkerinnhold, og høyere innhold av proteiner (Nationen, 2018). Tine og Q-meieriene arbeider aktivt for å redusere sukkerinnholdet i deres produkter (Tine, 2018c; Q-meieriene, 2018b).



Figur 2.1: Forbruket av melk og mineralvann fra 1958 til 2008 (Kristiansen, 2010b). Liter per person.

⁴ Foreløpige tall.

⁵ Skummet og lettmelk med høyest 0,7 prosent fett.

Forbruket av ost og yoghurt har som tidligere nevnt i motsetning til andre meieriprodukter økt stabilt over lengre tid. Disse produktene merker også stadig økt konkurranse fra utlandet, mens importen av andre meieriprodukter er betydelig lavere (Landbruksdirektoratet, 2018). I begynnelsen av 2010 ble Norge og EU enig om å gjensidig øke kvoten på osteimport med 2700 tonn. Kvoten ble da økt fra 2500 tonn i år 2000 til 7200 tonn i år 2012. Nylig økte den med 1200 tonn til 8400 tonn (Aalerud et.al., 2012; Regjeringen, 2018; Norsk Landbrukssamvirke, 2017). Til tross for høyere tollsatser på ost øker andelen av importen utenfor kvoten fortsatt, og har en betydelig større økning enn den innenfor ostekvoten. Import utenfor ostekvoten har hatt en økning på omtrent 89% fra 2012 til 2016 (Vermes, 2017). Mens importen øker betydelig, blir kun 30% av den 7200 tonn eksportkvoten benyttet. Det forventes i tillegg at den fortsetter å synke med utfasingen av eksportsubsidiene (Regjeringen, 2018). Importen av yoghurt har også økt de senere årene, men fra 2015 til 2017 ble importen av yoghurt redusert med 11% i 2016 og 6% i 2017. Med redusert melkeleveranse og ofte høyere produksjon enn etterspørsel har Norge et uutnyttet potensiale innen meieriprodukter som ost og yoghurt (Landbruksdirektoratet, 2018; Aalerud et.al., 2012).

2.1.2 Økologiske meieriprodukter

Til tross for det reduserte melkeforbruket har andelen økologisk melk økt fra 1,7% i 2005 til 3,6% i 2013 og holdt seg relativt stabil siden (Landbruksdirektoratet, 2018b). Flere forbrukere ønsker å kjøpe økologiske matvarer, og myndighetene har som mål om å øke produksjonen av økologiske matvarer (Landbruksdirektoratet, 2018c; Landbruks- og matdepartementet, 2009). Likevel har andelen av økologisk produksjon blitt redusert, også produksjon av økologisk melk har fortsatt trenden siden 2013 med en reduksjon på 1,7% (Landbruksdirektoratet, 2018b). I samarbeid med ni europeiske land har Norsk senter for bygdeforskning forsket på hva som kreves for å øke salget av økologiske matvarer. De vellykkede selskapene karakteriseres ved å tilby lokal produserte matvarer med bakgrunn innen kultur og historie fra produksjonsområdet. Produktene karakteriseres av høy kvalitet og en unik smak basert på tradisjonelle oppskrifter, og de er ofte merket som *spesialmat* i Norge. Andre forhold som kan påvirke salget er at selskapet stiller høyere krav enn regelverket for økologisk produksjon, fokusere på å redusere klimautslippet, har et fravær av skadelige tilsetningsstoffer og gir matsikkerhet til kundene. Altså, selskapet gir matsikkerhet ved å spore produktene tilbake til gårdene (Bjørkhaug og Kvam, 2016).

	Total kumelk (million liter)	Økologisk melk (million liter)	Andel økologisk kumelk
2005	1 511	25,6	1,7 %
2012	1 531	53,9	3,5 %
2013	1 525	54,5	3,6 %
2014	1 509	51,8	3,4 %
2015	1 536	51,4	3,4 %
2016	1 523	51,2	3,4 %
2017	1 495	50,3	3,4 %
Ending siste året	-1,8 %	-1,7 %	0,1 %

Tabell 2.3: Totalt innmålt kumelk og innmålt økologisk kumelk⁶ (Landbruksdirektoratet, 2018b).

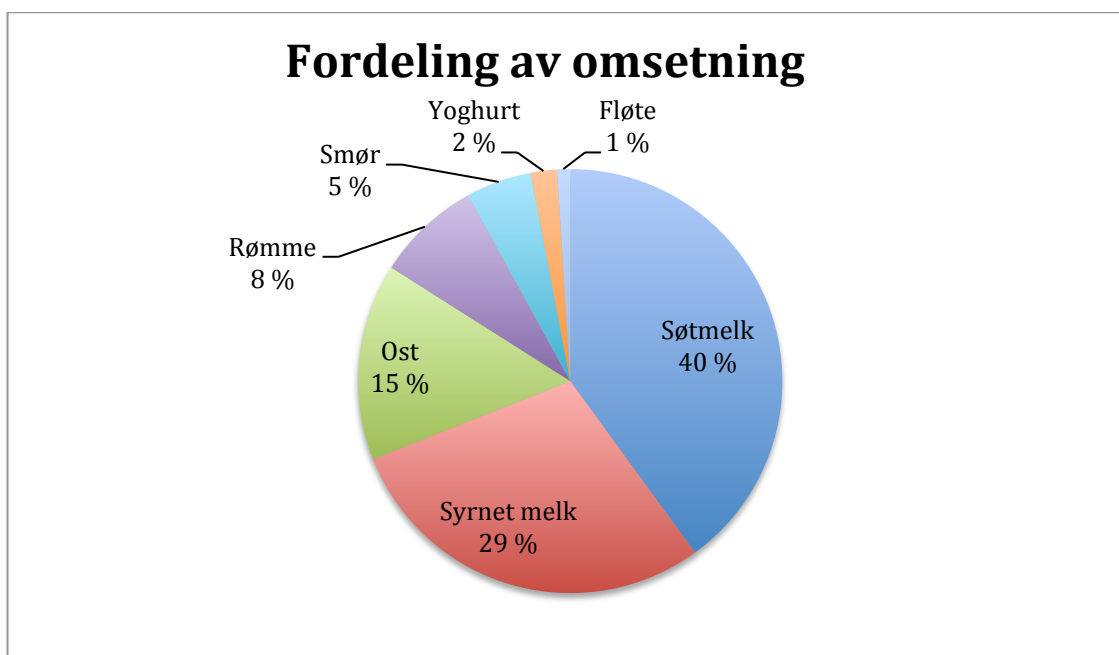
Dagligvarekjedene viser også en interesse for økologiske meieriprodukter. Coop lanserte i samarbeid med Rørosmeieriet selskapets egen økologiske lettmelk med 0,7% fett i 2010, etterfulgt av økologisk lettmelk med 1,2% fett, helmelk og syrnet melk. Melken merkes med Rørosmeieriet og selskapets økologiske merkevare Coop Änglamark. Rema 1000 har selv vurdert å selge melk under eget merkevare, men har derimot i et samarbeid med Tine utviklet eget design på økologiske meieriprodukter for å gjøre det enklere å velge økologisk. Enkelte av Tines økologiske produkter selges kun hos Rema 1000 med deres design (Dagligvarehandelen, 2015; Rema 1000, 2018). Designet på de økologiske produktene er merket med begge varemerker, men likevel er produktene dominert med Tines logo (se vedlegg 1). NorgesGruppen satser også på økologisk melk ved å tilby Rørosmeieriet økologiske melk landsdekkende fra 2015 og 2016 (NorgesGruppen, 2015; NorgesGruppen, 2016). Dette førte til en økning i andel salg av den økologiske melkeråvaren fra 2015 til 2017 som Rørosmeieriet hovedsakelig stod for, mens Tines mengde reduserte. Det har ellers vært en stabil økning i andel salg av råvaren siden 2010. Til tross for Rørosmeieriets økende salg er Tine fremdeles markedsleder av økologiske meieriprodukter. Q-meieriene til forskjell fra Tine og Rørosmeieriet leverer kun konvensjonelle meieriprodukter, og har dermed ikke et økologisk sortiment (Landbruksdirektoratet, 2018b).

⁶ Totalt innmålt melk inneholder melk fra Tine Råvare og Q-meieriene, mens den innmålte økologisk melk kun fra Tine Råvare (Landbruksdirektoratet, 2018b).

	2015	2016	2017	Endring siste år	Andel økologisk
Melk	229,4	255,6	249,8	-2 %	4,0 %
Søtmelk	133,1	148,1	146,3	-1 %	2,7 %
Syrnet melk	96,3	107,5	103,5	-4 %	13,4 %
Ost	43,3	53,5	54,9	3 %	0,7 %
Rømme	32,5	35,2	28,2	-20 %	3,9 %
Smør	14,9	17,0	16,7	-2 %	3,1 %
Yoghurt	1,4	7,9	7,1	-10 %	0,7 %
Fløte	1,6	4,9	4,7	-5 %	0,4 %
Totalt	323,3	374,3	361,5	-3 %	2,0 %

Tabell 2.4: Omsetningen av økologiske meierivarer i dagligvarehandelen (Landbruksdirektoratet, 2018b).

Etter flere år med økende salg av økologiske meieriprodukter i dagligvarekjedene reduserte salget i 2017 med 3 prosent. Søtmelk, syrnet melk og ost utgjør det største salget av økologiske meieriprodukter med forholdsvis 40, 29 og 15 prosent i 2017, mens de resterende 16 prosent fordeles på rømme, smør, yoghurt og fløte med forholdsvis 8, 5, 2 og 1 prosent. Alle økologiske meieriprodukter utenom ost opplevde reduksjon i salget fra fjoråret. Den største reduksjonen var innen rømme og yoghurt med henholdsvis 20 og 10 prosent, mens de andre meieriproduktene som søtmelk, sur melk, smør og fløte hadde en betydelig mindre reduksjon på henholdsvis 1, 4, 2 og 5 prosent. Andelen av syrnet melk skiller seg ut med en betydelig høyere prosentandel på 13,4 enn andre økologiske meieriprodukter fordi flere varianter av syrnet melk kun selges økologisk (Landbruksdirektoratet, 2018b).



Figur 2.2: Fordeling av omsetning av økologiske meieriprodukter i 2017 (Landbruksdirektoratet, 2018b).

2.1.3 Verdikjeden

I følgende delkapittel beskrives meieridriftens verdikjede, for å gi viktig bakgrunnsinformasjon om meieridrift i Norge. Denne verdikjeden består av flere ledd; kuen, bonden og gården, melkehenting, meieriet, salg og distribusjon, og forbrukeren (Tine, 2018d).



Figur 2.3: Verdikjeden

Kua

Kuene og geitene leverer råvaren, altså melken. Melking av dyrene gjøres hver dag året rundt, og en forutsetning for at dyrene kan melkes hver dag er at de er friske (Tine, 2018d). Innen landbruk bruker Norge minst antibiotika sammenlignet med 30 andre europeiske andre land, viser en rapport fra European Medicines Agency (Regjeringen, 2017b). Disse tallene er ikke nødvendigvis sammenlignbare, fordi bruken av antibiotika varierer fra dyrearter. For eksempel brukes det en lav andel antibiotika i fiskeindustrien, som er en betydelig andel av norsk matproduksjonen. Ved å holde fiskeindustrien utenfor blir bruken av antibiotika i norsk landbruk tre ganger høyere. Et land som Danmark med relativt høy svineproduksjon og lavere fisk- og lammeproduksjon blir dermed straffet i denne rapporten (Dagens Næringsliv, 2017). Likevel har Norge fremdeles et relativt lavt forbruk av antibiotika i matproduksjonen, og myndighetene vil fortsette å redusere bruken av antibiotika (Regjeringen, 2017b; Dagens Næringsliv, 2017; Veterinærinstituttet, 2018). Ifølge forskrift om hold av storfe § 10 annet ledd har kuene i Norge krav om mulighet til å beite ute i minimum 8 uker i sommerhalvåret. Hvis kua derimot produserer økologisk melk har kua krav til å kunne velge mellom å være ute og beite eller inne. Det betyr at de økologiske kuene får beite mye ute, og at de i tillegg får de mye økologisk fôr. De får dermed et mer variert kosthold som fører til sunnere kuer (Rørsmeieriet, 2018b). I tillegg har de økologiske kalvene krav på å die fra moren i minst 3 dager etter fødsel jf. økologiforskriften § 16. Dersom det er svikt i dyrenes velferd eller bonden som dyreeier bryter loven skal Mattilsynet gripe inn (Mattilsynet, 2012).

Bonden og gården

Norske gårder skifter stadig ut melkemaskinene med automatiserte melkesystemer (AMS) som fører til helautomatisert melking. Forskning viser at gårder med melkeroboter fører til redusert fysisk arbeid for bonden. Norge har flest antall melkeroboter i forhold til andel melkeforbruk selv om maskinene kun er lønnsomme med en viss størrelse melkeproduksjon (Herje og Høva, 2017). Flere bønder har de siste årene også gått over til økologisk melkeproduksjon ettersom interessen for økologisk mat har økt (Tine, 2018d). Økologisk melkeproduksjon er med på å redusere bruk av nitrogenholdig mineralgjødsel som bidrar til redusert klimautslipp. Likevel fører økologisk produksjon til samlet mer klimagassutslipp ved blant annet at det tillater grønningsgjødsling (Grønlund og Harstad, 2014, s. 48). Grønningsgjødsling betyr at bonden gjødsler med planter som inneholder nitrogen (NIBIO, 2009). Denne gjødslingen antas å ha høyere utslipp av lystgass enn mineralgjødsele (Grønlund og Harstad, 2014, s. 48).

Jordbruket står for 9 prosent av det norske klimagassutslippet, halvparten av metangassutslippet og tre fjerdedeler av lystgassutslippet (Miljødirektoratet, 2017a; Miljødirektoratet, 2017b; Miljødirektoratet, 2018a). Det er likevel en betydelig usikkerhet i beregning av klimautslipp innen jordbruk. Det meste av klimautslippet fra jordbruk kommer av dyrehold, men en del kommer også fra håndtering av gjødsel. Det er drøvtyggerne, ku og sau, som bidrar mest til utslipp av metangass, men også lagring av gjødsel bidrar til utslippet. Utslipp av lystgass kommer hovedsakelig fra spredning av gjødsel, både husdyr- og kunstgjødsel. Siden 1990 har klimautslippet i det norske jordbruket blitt redusert med 4 prosent. En av de viktigste årsakene til reduksjonen er bedre utnyttelse av melkeproduksjonen (Miljødirektoratet, 2017a). Siden 1940-tallet har den gjennomsnittlige melkekua hatt en firedobling i årlig produksjon fra omtrent 2000 til 8000 liter melk i dag. Bøndene setter også i gang tiltak for å redusere klimautslipp ved blant annet endring av fôr (Tine, 2018d). De øker bruken av kraftfôr og reduserer bruk av nitrogenholdig mineralgjødsel, som bidrar til reduksjon av jordbrukets klimautslipp (Miljødirektoratet, 2017a).

Melkehenting

Tine Råvare har ansvaret for håndtering av melkehenting fra gårdstank til noteringstidspunkt og er pålagt forsyningsplikt til alle aktører i markedet (Tine, 2018e; Bratberg, 2018). Henting

av melk på gårdene rundt om i landet er kun en av oppgavene til Tines sjåfører. De har også ansvaret for å sikre kvaliteten på melken, både før tanking og under transport (Tine, 2018d). Norge har strenge krav til kvalitet på melk. Noen melkeprodukter trenger dessuten høyere kvalitet på melk enn kravene tilsier (Schanche og Vik, 2016). Melk som inneholder rester av antibiotika vil ikke bli benyttet, og dersom sjåføren begynner tanking av melk uten tilstrekkelig kvalitet vil tankbilen selv stoppe tankingen. Tankbilen tar ytterligere prøver av melken under tappingen som leveres til meieriet. Det er også strenge krav for hygiene, og sjåføren har ansvar for hygienen på innsiden og utsiden av tankbilen. Videre under transporten må sjåførene holde temperaturen under 4 grader. Dette er et krevende arbeid under kontinuerlig temperatursvingninger (Tine, 2018d). Transport står for den høyeste andel av det norske klimautslippet med 16,5 prosent. Bare personbiler står for en større andel enn varebiler og tungt kjøretøy (Miljødirektoratet, 2018b). Tine Råvare har redusert forbruket av drivstoff til tankbilsjåførene med 10 prosent ved å endre kjøreadferden deres (Tine, 2018d).

Meieriet

Tine Råvare eier melken helt til den overføres med tank til meieriene (Tine, 2018d). Meieriene kjøler, pasteuriserer og homogeniserer melken før den tappes i melkekartonger, eller foredles til andre meieriprodukter som innpakkes i emballasje (Bratberg, 2018). Innpakningen er en viktig del av prosessen ettersom den bidrar til holdbare produkter (Tine, 2018d). Tine Råvare har henteplikt av overskuddsmelk fra andre aktører, og når det er betydelige overskudd blir melken tørket av Tine (Bratberg, 2018; Tine, 2018d).

Meieridrift bidrar til klimagassutslipp, og flere meierianlegg moderniseres både for å redusere utslipp av CO₂ og effektivisere produksjonen (Enova, 2018; Enova, 2017; Tine, 2008). Rørosmeieriet har hatt utfordringer knyttet til energibruk. Selskapet begynte derfor et internasjonal innovativt prosjekt i 2015 som bidrar til energieffektivisering og reduserer klimagassutslipp (Rørosmeieriet, 2018a). Meieriet benytter seg av den kalde melken som skal oppvarmes for å kjøle ned melken istedenfor å nedkjøle kaldt vann. Videre vil de nye varmpumpene bruke CO₂ som arbeidsmedium for å varme opp melken ved å hente luft utenfor meieriet. Denne nye teknologien vil redusere utslippet av CO₂ med omtrent 150 tonn årlig (Enova, 2018).

Salg og distribusjon

Melken og meieriprodukter transporteres videre til kunden. Kundene til meieriaktørene består av butikker, men også skoler, barnehager, sykehus, forsvarsanlegg, kaffebarer, kiosker, bensinstasjoner, hoteller og restauranter. De tre store dagligvarekjedene, NorgesGruppen, Rema 1000 og COOP med markedsandel på forholdsvis 42, 24 og 19 prosent, er viktige kunder for meieriene (Tine, 2018d; Virke, 2018). Over de siste årene har det oppstått et nytt kundesegment med hjemlevering av mat både via nettbutikk og abonnement på matkasser.

Hjemlevering utgjør kun en liten andel av mathandel med omtrent 1% av den totale omsetningen i 2016 (Lundanes og Saltermark, 2017). Til tross for lav omsetning i markedet er hjemlevering i kraftig vekst (Steen og Ulsaker, 2017). Fra 2016 til 2017 nærmest doblet den norske befolkningens handel av matvarer på nett til omtrent 12% (Molthe, 2017). Det er småbarnsfamiliene med travle hverdager som er netthandels største kunder av matvarer og -kasser, men det forventes en økning blant eldre (Mikalsen og Valvik, 2016; Byberg, 2017). I dag er de største aktørene i markedet Kolonial, Adams Matkasse og Godt Levert, men også de tradisjonelle dagligvarekjedene har begynt investert i netthandel av matvarer til tross for at dette øker deres kostnader med økt betjening (Virke, 2018; Steen og Ulsaker, 2017). Rema 1000 har investert i Kolonial gjennom både samarbeid og eierskap, mens Meny, Spar og Joker har investert i deres egne nettbutikker (Valvik, 2017; Steen og Ulsaker, 2017; Joker, 2018). Meny jobber blant annet med Trine Sandberg, en av Norges fremste matblogger, for å øke netthandelen deres og redusere forspranget til aktørene utenfor den tradisjonelle matvarebransjen (Tobiassen, 2017). Trines matblogg er utstyrt med en handlevogn-knapp som legger varene i handlekurven, og fra handlekurven kan brukeren velge å skrive ut handlekurven eller å kjøpe ingrediensene via Menys nettbutikk (Trines matblogg, 2018a; Trines matblogg, 2018b).

Forbrukeren

Meieriaktørenes kunder videreselger meieriens produkter til forbrukeren. Forbrukeren av melk og meieriprodukter er potensielt hele Norges befolkning (Tine, 2018d). Det er likevel folk som utelukker disse produktene fra sitt kosthold. Dette kan være av ulike grunner som allergi, diett og livssyn. Veganer er blant dem som utelukker produkter av animalsk opprinnelse fra kostholdet deres slik som meieriprodukter, og det er en økning i interessen for vegansk livsstil (Bjørneboe, 2018; Busterud, 2012). Synnøve Finden har nylig lanserte

Go' Vegan, et merke med ulikt sortiment av vegansk ost, for å hindre tap til dette segmentet (Synnøve Finden, 2018).

2.2 Makroforhold

Makroforhold er eksterne forhold som kan påvirke konkurransesituasjonen i bransjen, og selskapene har ofte begrenset innflytelse over dem. Disse forholdene er dermed like for alle konkurrenter, og kategoriseres ofte som politiske og lovmessige forhold, økonomiske forhold og miljømessige forhold. I følgende delkapittel presenteres viktige makroforhold for meierisektoren.

2.2.1 Politiske og lovmessige forhold

Meierisektoren er en av Norges mest regulerte bransjer i matindustrien. Landbruksdirektoratet overvåker pris og markedet langs hele verdikjeden både nasjonalt og internasjonalt, og myndighetene regulerer verdikjeden gjennom alle leddene fra krav til sommerbeite for kuene til krav om helse, miljø og sikkerhet på meieriene (Landbruksdirektoratet, 2018d). Endringer i disse forholdene kan påvirke bransjen i ulik grad, og i følgende presenteres viktige politiske, lovmessige og miljømessige forhold som tilskuddsordninger, kvalitet på melk og melkeprodukter, økologisk produksjon og merking, import og eksport av meieriprodukter, prisdannelsen, klimagassutslipp og matsvinn.

Tilskuddsordninger

Det er hovedsakelig to typer tilskuddsordninger til melkeprodusenter, grunntilskudd for geitemelk og distriktstilskudd for melk. Melkeprodusentene kan få tildelt ulikt distriktstilskudd for ku- og geitemelk som er produsert innenfor kvote innen ti geografiske soner. Myndighetene gir dette tilskuddet for å bidra til bosetning og sysselsetning i disse distriktene (Landbruksdirektoratet, 2018e). Det utdeles også produksjonstilskudd til økologisk landbruk som er godkjent av Debio. Melkeprodusentene gis tilskudd for antall husdyr som er omlagt eller under omleggelse til økologisk produksjon, og for arealet som er omlagt. Dette tilskuddet kommer i tillegg til det ordinære produksjonstilskuddet, og utdeles for å øke den økologiske landbruksproduksjonen (Landbruksdirektoratet, 2018f).

Prisutjevningsordningen for melk er en form for tilskuddsordning for meieriene, og skal bidra til å sikre like konkurransevilkår for meieriene ved samme pris for melk uavhengig av

anvendelsesområde og geografisk lokalisering. Denne prisutjevningsordningen består i hovedsak av tre deler. For det første utjevnes prisen mellom anvendelsesområdet til melken, og det blir pålagt en avgift eller utdelt et tilskudd etter hvilken produktgruppe melkeproduktet tilhører og hvilket marked melkeproduktet selges i. Den andre prisutjevningen er biproduktutjevning. Biprodukter er produksjonsfløte, myse og kjernemelk, og brukes i produksjonen av kremfløteprodukter, smørprodukter, mysoster og melkeprodukter med kjernemelk. Disse produktene blir også pålagt avgift eller utdelt tilskudd etter anvendelsesområdet slik som melkeanvendelsen. Det er for eksempel avgift på fløte anvendt til kremfløteprodukter og tilskudd til fløte anvendt til smør. Geografiutjevningen er den tredje prisutjevningen, og går ut på å gi mulighet for lik pris uavhengig av geografisk lokalisering av meieriene (Landbruksdirektoratet, 2017a).

Økologisk produksjon og merking

Begrepet *økologisk* er vernet innen landbruk, og Debio er utøvende kontrollinstans som betyr at de forvalter, regulerer og kontrollerer den økologiske produksjonen og regelverket. Videre sertifiserer Debio økologiske produkter og garanterer for at produkter med deres godkjenningsmerker er økologisk og bærekraftig produsert (Landbruksdirektoratet, 2017b; Debio, 2018). Økologiregelverket er med på å sikre at kravene til økologisk produksjon blir overholdt når produkter markedsføres som økologiske, og det kommer stadig forslag og endringer for å forbedre dette regelverket (Mattilsynet, 2013; Mattilsynet, 2018). For at den økologiske sertifiseringen skal gi merverdi til produktene er det nødvendig at kunder er fortrolige og har kjennskap til Debio, deres sertifisering og regelverket.

Myndighetene jobber målrettet for å øke den økologiske produksjonen. Regjeringen fastsatte en ny målsetting i september 2009 om at 15 prosent av produksjon og forbruk av mat skal være økologisk innen 2020 (Landbruks- og matdepartementet, 2009). Myndighetene gir derfor tilskudd til økologiske produksjon og til prosjekter som utvikler kunnskap eller reduserer barrierer knyttet til den økologiske produksjonen og markedet (Landbruksdirektoratet, 2017c; Landbruksdirektoratet, 2018g). Hittil er det igangsatt 19 prosjekter som arbeider med å fremme økologisk produksjon og salg av mat i Norge (Landbruksdirektoratet, 2018h).

Import og eksport av meieriprodukter

I Norge er meierisektoren beskyttet av importvern. Likevel har importkvoten på meierivarer økt og tollavgiftene redusert, mens eksportkvoten har vært stabil. Eksportkvoten blir

dessuten ikke utnyttet, tvert i mot synker eksporten av meierivarer. Dette blir forklart i delkapittel 2.1.1. Reduksjonen i eksport av meierivarer skyldes sannsynligvis høye produksjonskostnader i Norge, i tillegg til avvikling av subsidier på eksportvarer hvilket har medført at deler av Tines produksjon av Jarlsberg-osten er flyttet til utlandet (Regjeringen, 2015; Christensen, 2018). Landbruksdirektoratet overvåker både pris og markedet langs hele verdikjeden nasjonalt og internasjonalt, for å bidra til et fungerende importvern og oppfylle internasjonale plikter og rettigheter (Landbruksdirektoratet, 2018d). Hvis priser på representantvarer overstiger øvre grense i to uker, vil tollavgiftene nedsettes. Tollavgiftene kan også nedsettes for å forhindre at den gjennomsnittlige årlige markedsprisen overstiger målprisen. Dette er to metoder målprissystemet kan forhindre høye priser ved å nedsette tollavgiftene (Landbruksdirektoratet, 2018i).

Andre forhold

Det er flere politiske og lovmessige forhold som kan påvirke meierisektoren gjennom blant annet regjeringssammensetning, lover og forskrifter. Forurensningsloven, arbeidsmiljøloven, forskrift om kvalitet på melk og melkeprodukter, forskrift om kvoteordning for melk og forskrift om avgift ved overproduksjon av melk er kun noen av lovene og forskriftene som kan påvirke meieriene. Disse lovene kan påvirke meieriene i ulik grad ved endring av for eksempel krav til å redusere eksisterende forurensing.

2.2.2 Miljømessige forhold

Klimagassutslipp

Matindustrien bidrar til 25-30% av verdens klimautslipp, der meieriindustrien er en av matvareindustriene som bidrar mest (IntoFood, 2018). Meierisektoren bidrar til klimagassutslipp gjennom flere ledd i verdikjeden som forklares i delkapittel 2.1.3. Både jordbruk, transport og meieriene bidrar til økt klimautslipp. Jordbruket har siden 1990 redusert klimautslippet hovedsakelig på grunn av bedre utnyttelse av melkeproduksjonen (Miljødirektoratet, 2017a). Fokuset på økologiske matvarer har ført til diskusjoner om hvorvidt økologisk jordbruk faktisk er mer miljøvennlig enn tradisjonelt jordbruk, fordi økologisk melkeproduksjon som tidligere nevnt tillater grønngjødsling (Grønlund og Harstad, 2014, s. 48). Transport står for den høyeste andel av det norske klimautslippet, og har i motsetning til jordbruk økt siden 1990 (Miljødirektoratet, 2018b). Meieridrift bidrar også til klimagassutslipp, og det er derfor flere meierianlegg moderniseres (Enova, 2018; Enova, 2017; Tine, 2008).

Matsvinn

Matsvinn er et miljømessig problem for matindustrien, og det er store miljømessige gevinster, i tillegg til samfunnsøkonomiske gevinster, ved å redusere matsvinn gjennom hele verdikjeden. Fra 1995 til 2010 økte matsvinnet stabilt i Norge, men trenden er blitt brutt. Fra 2010 til 2015 reduserte matsvinnet med 12%. Prosjektet som ble igangsatt for å redusere matsvinnet nådde allikevel ikke målet sitt hvilket var å redusere matsvinnet med 25%. I fjor inngikk regjeringen og matvarebransjen en avtale om å redusere matsvinn i Norge med 50% innen 2030 (Regjeringen, 2017a). Undersøkelser viser at mest matsvinn (hele 61%) foregår i de norske husholdningene, og ofte fordi maten har utgått på dato (Hanssen et al, 2015; Tine, 2018i). For å redusere matsvinnet begynte Q-meieriene med en ny merking av produktene med *”best før, men ikke dårlig etter”* i 2016 (Q-meieriene, 2018g). Kort tid etter innførte Tine også denne ny merkingen, fordi det kan redusere matsvinnet i norske husholdninger (Tine, 2018i).

2.3 Konkurrenter

Den norske meierisektoren er preget av få aktører etter markedet lenge var monopolistisk. Rørosmeieriet er en av markedets mindre aktører sammen med Lillehammer Ysteri. Tine, tidligere monopolist, er derimot den største meieriaktøren, mens Synnøve Finden, Q-meieriene og Normilk er tre mellomstore aktører i meierisektoren (Landbruksdirektoratet, 2018a, s. 26). Det eksisterer også flere små lokale ysterier, og det har også vokst frem flere internasjonale konkurrenter med økt kvoter på import av meieriprodukter som ost og yoghurt.

Det er nødvendig å definere bransjen og Rørosmeieriets konkurrenter, fordi meieriaktørene ikke konkurrerer direkte med hverandre ettersom de produserer ulike meieriprodukter. Q-meieriene og Rørosmeieriet produserer hovedsakelig drikkemelk, Synnøve Finden og ysteriene produserer hovedsakelig ost, mens Normilk produserer melkepulver (Landbruksdirektoratet, 2018a). Tine konkurrerer med alle de mindre aktørene ettersom de til en viss grad produserer både drikkemelk, ost, yoghurt og melkepulver. For å finne et komparativt utvalg som sammen med Rørosmeieriet utgjør bransjen blir enkelte aktører innen meierisektoren utelukket. Det er lagt vekt på produktsortiment for å definere komparative selskap i bransjen. Det innebærer at selskap med ulikt produktsortiment blir utelukket. I tillegg er det nødvendig at de komparative selskapene konkurrerer innen

drikkemelk ettersom Rørosmeieriets hovedsakelig produserer melk. De minste aktørene som ysteriene blir utelukket, fordi de har et annet produktsortiment, men også fordi produktene deres ikke selges på samme plattformer på et like utbredt område. I tillegg blir de internasjonale aktørene utelukket siden de enten kun konkurrerer med Rørosmeieriet på enkelte områder, eller ikke konkurrerer innen samme produktkategori. De større norske selskapene som Lillehammer Ysteri, Synnøve Finden og Normilk blir utelukket fordi også disse har ulikt produktsortiment. Det kan allikevel diskuteres om Synnøve Finden skal inkluderes i bransjen ettersom de produserer yoghurt som Rørosmeieriet (Synnøve Finden, 2018d). Disse aktørene er derimot ikke inkludert i bransjen, fordi yoghurt ikke utgjør en betydelig del av Rørosmeieriets sortiment, og dermed er de ikke helt komparative selskap.

Rørosmeieriet konkurrerer ikke kun med meierier ved salg av melk, men også med selskap som produserer plantebaserte alternativer til meieriprodukter som Alpro og Dream (Alpro, 2018; Dream 2018). I tillegg ble det danske selskapet Naturli' med økologiske plantebaserte alternativer til melk nylig lansert i Norge. Dette selskapet har en markedsandel på 70% innen platebaserte alternativer til melkeprodukter i Danmark (Orkla, 2018). Disse selskapene er likevel ikke inkludert i bransjen ettersom de ikke direkte konkurrerer med Rørosmeieriet, men produserer substitutter for meieriprodukter. Tine og Q-meieriene utgjør dermed det komparative utvalget, ettersom de er Rørosmeieriets fremste konkurrenter. I følgende delkapittel presenteres hver av disse selskapene. Informasjonen er hovedsakelig hentet fra selskapenes nettside og årsrapport, og det er dermed nødvendig å ha et kritisk perspektiv, ettersom kildene bærer preg av markedsføring.

2.3.1 Tine SA

Tine er den største aktøren i den norske meierisektoren, og selskapet leverte omtrent 80% av den anvendte melken i 2016 (Landbruksdirektoratet, 2018a, s. 26). Til tross for Tines markedsposisjon taper selskapet markedsandeler til både internasjonale og norske konkurrenter, og får kritikk for å være mindre innovative enn deres norske konkurrenter (Tine, 2018e; Solem, 2018). Tine har røtter tilbake til begynnelsen av meieriindustrien i Norge, og har dermed bygget opp en enorm egenkapital (Gaasland, 2017). Selskapets virksomhetsområder er *produksjon av melk, melkehenting, bearbeiding og foredling, salg og distribusjon* og *forskning og utvikling*. Til forskjell fra deres konkurrenter begynner Tines virksomhetsområde allerede på gården med produksjon av melk (Tine, 2018d). Etter eksportsubsidiene på meieriprodukter falt bort har Tine flyttet noe av deres foredlingen til

utlandet (Solem, 2018). Selskapet leverer ost til blant annet USA, Australia, Canada, Storbritannia, Sverige og Danmark, og eier flere datterselskap som foredler, markedsfører og distribuerer ost til det internasjonale markedet. I tillegg eier Tine datterselskapene Diplom Is og delvis Fjordland som produserer blant annet is og ferdigmat (Tine, 2018f; Tine, 2018g). Tine har et utbredt produktsortiment med over 300 produkter. Selskapet produserer meieriprodukter som smør, ost, yoghurt og melk, men også andre produkter som juice (Tine, 2018h). Selv om selskapet opplever økt konkurranse og forbruket av melk går stadig nedover opplever de en positiv utvikling på smaksatt melk og syrnede produkter (Solem, 2018). Undersøkelser utført av Tine (2018i) viser at nordmenn vil spise sunnere og være mer aktive. Tine satser derfor på utvikling av sunne produkter, og vil bidra til økt kunnskap om ernæring med deres samarbeidspartner Helse-Norge. Selskapet har som mål å være den mest bærekraftige matprodusenten. Videre satser Tine på miljøet ved å basere industri- og logistikkvirksomhet på fornybare energikilder for å redusere klimautslipp, som har bidro til å redusere utslippene med 12% i 2007. Til tross for Tines mål har klimagassutslippet økt med 5,7% fra 2016 til 2017 (Tine, 2018j). Det som skiller Tine fra sine konkurrenter, utenom deres solide markedsposisjon og egenkapitalen, er deres posisjon som markedsregulator med mottak- og forsyningsplikt av melk gjennom Tine Råvare (Tine, 2018k).

2.3.2 Q-meieriene AS

Q-meieriene er en mellomstor meieriaktør i Norge (Landbruksdirektoratet, 2018a, s. 26). Begynnelsen på Q-meieriene var i 1994 da myndighetene åpnet for konkurranse i meierisektoren. To meierier ble opprettet og leverte lokalt før O. Kavli AS kjøpte opp alle aksjene og stiftet Q-meieriene i 2000. Da Tine ble beskyldt for å presse ut andre aktører fra butikkene i 2005 reagerte forbrukerne voldsomt. Det førte til både høyere etterspørsel etter Q-meierienes produkter og bedre kjennskap til selskapet (Q-meieriene, 2018a). Selskapets virksomhetsområder består av *melkehenting, bearbeiding og foredling, salg og distribusjon og forskning og utvikling*. Q-meieriene produserer ulike varianter av yoghurt, melk og juice, i tillegg til diverse andre meieriprodukter som blant annet fløte og rømme (Q-meieriene, 2018c). I mai 2018 lanserte Q-meieriene Skyr is, og de produserer deres egne is i motsetning til deres konkurrenter (Q-meieriene, 2018c). Selskapet tar hensyn til helseaspektet ved produktutvikling, og satser på å redusere sukkerinnholdet i deres produkter (Q-meieriene, 2018d; Q-meieriene, 2018b). Q-meieriene satser også på å redusere matsvinnet i hele deres verdikjede, og selskapets målsetting innen 2020 er å halvere matsvinn på meieriprodukter

(Q-meieriene, 2018e; Q-meieriene, 2018f). Som tidligere nevnt for å redusere matsvinnet har Q-meieriene innført ny merking *best før, men ikke dårlig etter* på deres produkter (Q-meieriene, 2018g). I tillegg gjennomførte selskapet en undersøkelse som viste at man ikke smakte forskjell på fersk og utgått melk (Q-meieriene, 2018h). Det som skiller Q-meieriene fra sine konkurrenter er deres verdier om å skape en nærhet til forbrukeren gjennom blant annet Q-idé. Via Q-idé kan forbrukerne dele sine idéer om med selskapet som gjennomgår en godkjenningssprosess før de eventuelt lanseres (Q-meieriene, 2018i; Q-meieriene, 2018j). Nærheten til forbrukerne kommer frem i en rangering fra YouGov der merkevarer med mest positiv omtale kartlegges. Resultatene viste at Q-meieriene har best omdømme i bransjen like foran Tine (Q-meieriene, 2018k). Q-meieriene skiller seg også ut fra Rørosmeieriet ved at selskapet henter egen melk på gårder, istedenfor å motta fra markedsregulatoren Tine Råvare (Landbruksdirektoratet, 2018b). I motsetning til deres konkurrenter går deler av profitten til humanitært arbeid (Q-meieriene, 2018d).

	Omsetning	Egenkapital
Tine	18 415 327 000	7 124 017 000
Q-meieriene	1 386 954 000	151 058 000
Rørosmeieriet	131 990 000	37 215 000

Tabell 2.5: Nøkkeltall for bransjeutvalget for 2017. Tall hentet fra Proff (2018a; 2018b; 2018c).

2.4 Rørosmeieriet AS

I følgende delkapittel gis en grundig presentasjon av Rørosmeieriet, der elementer som skiller selskapet fra konkurrentene trekkes frem til slutt. Disse ulikhetene benyttes ved utførelsen av den interne analysen i kapittel 4.

2.4.1 Historie

Rørosmeieriet er et heløkologisk meieri som tilbyr meieriprodukter fra Rørostraktene. Meieriet står for 37% av omsetningen av den videresolgte mengden økologisk melk i Norge (Rørosmeieriet, 2018a; Landbruksdirektoratet, 2018a). Meieriet ble opprettet av fire gründere i januar 2001. Målsettingen med opprettelsen av det nye meieriet var å videreføre driften i et tidligere Tine meieri som skulle nedlegges i år 2000. De fire gründerne bestod av økobønder og tidligere ansatte ved det nedlagte Tine meieriet. De samlet sammen egenkapital ved hjelp av Innovasjon Norge og Tine. Meieriet satset på produkter med lang tradisjon fra lokalområdet. I begynnelsen var det kun gründerne som arbeidet på meieriet,

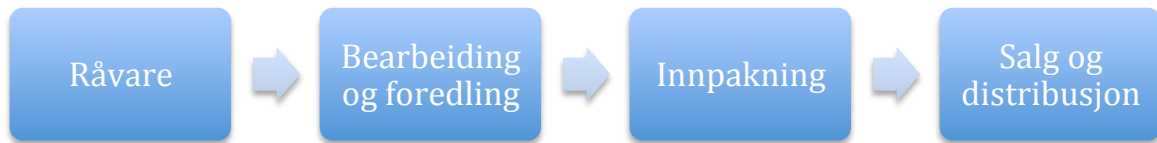
mens smørproduksjonen foregikk på lokale gårder som sendte smøret til meieriene. De opplevde flere utfordrende år, spesielt da meieriet i 2002 investerte i en smørkjerne fra Danmark for å flytte smørproduksjonen fra gårdene til meieriet. Etter investeringen i smørkjernen var Rørosmeieriet nær ved å gå konkurs (Rørosmeieriet, 2018a; Telle, 2015).

Utviklingen i Rørosmeieriet opplevde et skifte i 2009, og meieriet gikk fra en omsetning på omtrent 124.000 kr i 2008 til 664.000 kr i 2009 (Proff, 2018c). Omsetningen økte i 2011 som følge av produksjonen av økologiske meieriprodukter for COOP, og den økte smørinntekten grunnet smørkrisen som rammet Tine. Smørkrisen førte til en tredobling av smørproduksjon (Lynum, 2012). I tillegg økte salget av Rørosmeieriets egne varer gjennom NorgesGruppen. Meny og Spar begynte å tilby Rørosmeieriets økologiske melk landsdekkende fra 2015, og fra 2016 i Kiwis butikker (NorgesGruppen, 2015; NorgesGruppen, 2016). Denne økningen i salg har ført til utvidelse av produksjonen med et nytt anlegg på Tolga og utbygging av meieriet på Røros (Rørosmeieriet, 2018a). Til tross for Rørosmeieriets økende salg er Tine fremdeles markedsleder av økologiske meieriprodukter. Likevel øker den økologiske produksjonen til Rørosmeieriet, mens Tines økologiske produksjon har blitt redusert (Landbruksdirektoratet, 2018a).

Da Rørosmeieriet ble stiftet begynte gründerne produksjon av produkter med lang tradisjon i Røros som skjørost, tjukkmlk, rømme og smør (Telle, 2015). Både skjørost og tjukkmlk har fått tildelt beskyttet geografisk betegnelse, altså det er *en svært nær sammenheng mellom produktenes egenskaper eller kvalitet og det geografiske produksjonsmiljø*. Rømme og smør er derimot merket med spesialitetsmerke, som betyr at det betraktes som god lokal mat. I dag produserer meieriet primært økologisk melk, i tillegg produserer meieriet andre økologiske produkter som cottage cheese, skjørost, fløte, rømme, smør, yoghurt, syrnet melk og tjukkmlk. Rørosmeieriet produserer også Ånglemark økologisk melk og syrnet melk for COOP (Rørosmeieriet, 2018a; Matmerk, 2018b; Matmerk, 2018a). Meieriet leverer økologisk fløte til Hennig-Olsens produksjon av økologisk softis. Det er Norges første økologiske softis, og vil foreløpig kun selges i Kristiansand Dyrepark og spesialforretningen Gutta på Haugen i Oslo (Rørosmeieriet, 2018e). Alle produktene fra Rørosmeieriene er økologiske og merket med Debio-Ø (Rørosmeieriet, 2018a).

2.4.2 Virksomhetsområder

Verdikjeden til Rørosmeieriet består av fire ledd; råvare, bearbeiding og foredling, innpakning, og salg og distribusjon.



Figur 2.4: Verdikjeden til Rørosmeieriet

Råvare

Rørosmeieriet deltar i prisutjevningsordningen, og får levert råmelk fra markedsregulatoren Tine Råvare. Dette ble tidligere forklart i delkapittel 2.1.3 og 2.2.1. Rørosmeieriets hovedråvare er først og fremst melk, fordi alle produktene foredles av melk. Meieriet har også andre leverandører som for eksempel deres utenlandske leverandører av bær, i tillegg til Elopak og Superfos som leverer forholdsvis kartonger og beger (Rørosmeieriet, 2018d; Rørosmeieriet, 2018a).

Bearbeiding og foredling

Rørosmeieriet produserer som tidligere nevnt økologiske meieriprodukter med tradisjonelle, lokale oppskrifter som cottage cheese, skjørøst, fløte, rømme, smør, yoghurt, melk, syrnet melk og tjukkmylk. Meieriet behandler og produserer råvaren skånsomt ved forholde seg til lavpasteurisert i den grad dette er mulig (Rørosmeieriet, 2018a). Yoghurten blir for eksempel ikke lavpasteurisert (Rørosmeieriet, 2018d). I tillegg er meieriet den eneste som produserer ikke-homogenisert melk (Rørosmeieriet, 2018c). Deres skånsomme produksjonsmetode kan være årsaken til at noen allergikere oppgir at de ikke reagerer på enkelte av meieriets produkter (Rørosmeieriet, 2018d; Julies Matblogg, 2017).

Innpakning

Rørosmeieriet benytter kartonger fra Elopak. Kartongene fra Elopak ble tilnærmet lik 100 prosent fornybare i 2016. Dette er kartonger som er estimert å ha 20 prosent lavere klimagassutslipp enn de konvensjonelle kartongene. Kartongene som er FSC sertifisert er laget av papp fra tømmer som kommer fra Nordeuropeiske skoger hvor det garanteres for samfunnsansvar (Rørosmeieriet, 2018a; FSC, 2018). Meieriet bruker også beger fra Superfos

til innpakning. Rørosmeieriet foreslår å bruke begerne til gjenbruk som for eksempel bærspann, matboks eller til nedfrysning av matrester (Rørosmeieriet, 2018a).

Salg og distribusjon

Rørosmeieriet er samarbeidspartner med Rørosmat SA som er et verktøy for salg, distribusjon og markedsutvikling av regional mat (Rørosmeieriet, 2018a; Lokalmat, 2018). Det er grossister som distribuerer varene for Rørosmeieriet (Rørosmeieriet, 2018d). Kundene til Rørosmeieriet består av COOP, NorgesGruppen (Meny, Spar, Kiwi og Joker), flere norske spesialforretninger, Hennig-Olsen og nettbutikkene Kolonial, Kolonihagen og Handleriet (Rørosmeieriet, 2018f). Rørosmeieriet markedsfører deres produkter blant annet gjennom egen og andres matblogger (Rørosmeieriet, 2018g; Julies Matblogg, 2017).

2.4.3 Satsingsområder

Rørosmeieriets satsingsområder vises gjennom deres mål, visjon, forretningsidé og ledestjerne. Selskapet har både som mål og visjon å være *Norges fremste økologiske meieri*. Rørosmeieriet er den eneste aktøren som kun produserer økologiske meieriprodukter sertifisert med Debio-Ø merket (Rørosmeieriet, 2018a). Til tross for dette er selskapet ikke markedsledende innen den økologiske meieriindustrien. Rørosmeieriet er derimot på rett spor til å bli *Norges fremste økologiske meieri* ved deres økende markedsandel (Landbruksdirektoratet, 2018a).

Forretningsidéen deres er å tilby *økologisk mat av høy kvalitet gjennom industrialisert håndverksproduksjon, med utspring i rike mattradisjoner og gode råvarer fra Røros-traktene*. Videre satser meieriet på kvalitet. Rørosmeieriets satsing på kvalitet har gitt resultater og i 2013 ble Røros Smør kåret til beste norske meieriprodukt, og i 2015 ble Røros Rømme kåret til årets meieriprodukt. I tillegg er fire av deres produkter merket med spesialitetsmerket, som betyr at produktet er god lokal mat eller drikke (Rørosmeieriet, 2018a; Matmerk, 2018a). Likevel kan det diskuteres om produktene faktisk er lokalt produsert, fordi det ikke produseres nok økologisk melk i området, må over halvparten av melken hentes fra områder utenfor Rørosområdet (Rørosmeieriet, 2018b). Produktene deres blir likevel merket med Røros-traktene, som betyr at produktene anses som regional mat (Lokalmat, 2018). Flere av produktene har i tillegg røtter fra lokale oppskrifter som tjukkmei og skjørost. Det finnes ingen tilgjengelige økologiske bær fra Norge, derfor bruker meieriet utenlandske bær i deres

yoghurt og syrnet melk (Rørosmeieriet, 2018d). På bakgrunn av dette følger meieriet til dels forretningsidéen om *gode råvarer fra Røros-traktene*.

Meieriet behandler melken mindre enn deres konkurrenter ved å lavpasteurisere den, samt er Rørosmeieriet det eneste meieriet som tilbyr ikke-homogenisert melk (Rørosmeieriet, 2018c). Selskapet har også satt i gang flere miljøtiltak og i 2015 vant de Tolga Venstres miljøpris. Forbrukerne kåret nylig Rørosmeieriet til en fjerdeplass innen bærekraftig merke, foran Q-meieriene (femteplass) og Tine (niendeplass) (Hørecanytt, 2018). På bakgrunn av dette følger Rørosmeieriet ledestjernen deres om å være *i takt med naturen*.

2.4.4 Hvordan Rørosmeieriet avviker fra “gjennomsnittsbedriften” i bransjen

I dette delkapittelet vises det hvordan Rørosmeieriet skiller seg fra ”gjennomsnittsbedriften” i bransjen. Først presenteres selskapenes likheter i bransjen, etterfulgt av ulikheter ved Rørosmeieriets ressurser i forhold til meieribransjen. Dette utgjør bakgrunnen for den interne analysen i kapittel 4.

Det er flere likheter mellom aktørene. De har et lignende produktsortiment med unntak av bredden i sortimentet. Dette kommer av seleksjonen av bransjeutvalget fra delkapittel 2.3. Selskapene er alle miljøbevisste og skårer høyt på bærekraft i forbrukerundersøkelser. I tillegg har de fokus på høy kvalitet og sunnhet, og meieriene utvikler sunne produkter ved eksempelvis høyt innhold av proteiner. Til tross for likhetene skiller Rørosmeieriet seg ut ved å være en mindre aktør med heløkologisk meieri fra Rørostraktene. Meieriet er den eneste leverandøren av skjørost, tjukkmjølke og gårdsmjølke, og samarbeider med blant annet COOP og Hennig-Olsen.

Selskapene i meieribransjen skiller seg ut ved blant annet størrelse. Tine er markedsleder, mens Q-meieriene er en mellomstor aktør. Rørosmeieriet er kun en liten aktør i meierimarkedet, men er en betydelig større aktør i det økologiske meierimarkedet. Likevel er Tine fremdeles markedsleder og produserer økologiske meieriprodukter i tillegg til konvensjonelle meieriprodukter. Q-meieriene på sin side produserer kun konvensjonelle meieriprodukter. I motsetning til sine konkurrenter har Rørosmeieriet et større fokus på det lokale, altså ved at råvarer, oppskrifter og produksjon er lokalt. Flere av produktene deres er merket med *spesialitet – unik smak* som skiller produktene ut ved å være den beste lokale maten. I tillegg er alle produktene merket med Røros-traktene. Likevel er enkelte av Tines

produkter også merket med *spesialitet – unik smak*, og Q-meieriene er konsentrert rundt to områder (Matmerk, 2018c; Q-meieriene, 2018a)

Rørosmeieriet har unike produkter som kun de leverer. Blant annet tjukkmjølk og skjørost som har beskyttet geografisk betegnelse. Meieriet er også det eneste som per dags dato leverer ikke-homogenisert melk på markedet. I tillegg til deres unike produkter, samarbeider meieriet med COOP ved å produsere Änglemark melk for bedriften. I dag er Rørosmeieriet det eneste meieriet i Norge som driver med leieproduksjon av melk. Det nærmeste er samarbeidet mellom Tine og Rema 1000, som har utviklet en unik emballasje på de økologiske meieriproduktene, siden enkelte av disse produktene kun selges hos Rema 1000. Likevel selges de fleste produktene i andre butikker med et annet design. De leverer også fløte til sin samarbeidspartner Hennig-Olsen for produksjon av økologisk softis, og deres samarbeidspartner er per dags dato den eneste produsenten av økologiske softisen i Norge.

3. Valg av verdsettelsesteknikk

Det finnes mange ulike metoder for å verdsette et selskap og det trekkes frem tre metoder i denne utredningen; *fundamental verdsettelse*, *komparativ verdsettelse* og *opsjonsbasert verdsettelse*. For å gi et mest korrekt verdsettelsesestimat supplerer man teknikker. I det følgende kapitlet presenteres de ulike verdsettelsesmetoder, etterfulgt av metodevalget for verdsettelsen av Rørosmeieriet. Til slutt kartlegges rammeverket for metodevalget.

3.1 Fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdivurderingen benytter strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav til å estimere selskapet. Altså, baseres verdiestimatet på sentrale og grunnleggende økonomiske forhold. Metoden baseres på offentlig informasjon og følger en systematisk prosess der Penman (2013) gir uttrykk for fem steg som bør inngå:

Steg 1: Kjennskap til selskapet og forståelse av bransjen

Steg 2: Mulighet for å analysere og benytte seg av informasjonen

Steg 3: Prognoser for fremtidig avkastning

Steg 4: Neddiskontering

Steg 5: Investeringsbeslutning

Det er to metoder innen fundamental verdsettelse, *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. Innen disse to metodene kan man benytte seg av tre ulike modeller, *fri kontantstrømmodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*, som alle gir likt verdiestimat ved korrekt bruk. Egenkapitalmetoden estimerer egenkapitalen direkte, mens selskapsmetoden estimerer egenkapitalen indirekte ved å beregne selskapskapitalen for å trekke fra finansiell gjeld. I forhold til komparativ og opsjonsbasert verdsettelse gir fundamental verdsettelse et grundig innblikk i de underliggende økonomiske forholdene ved å ta i betraktning flere fagområder (regnskap, finans og strategi). Ved å benytte flere fagområder i verdsettelsen øker påliteligheten og treffsikkerheten til verdiestimatet. Dette fører også til en omfattende og tidkrevende prosess, og er sannsynligvis grunnlaget for at verdsettelsesmetoden ikke blir benyttet mye i praksis (Knivsflå, 2018a).

3.2 Komparativ verdsettelse

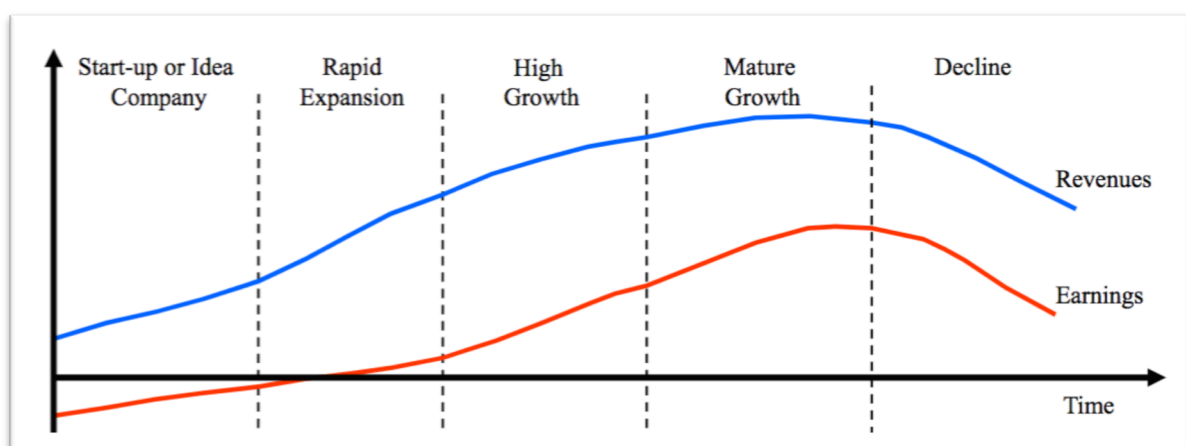
Komparativ verdsettelse er basert på å sammenligne selskapets verdier med andre selskap innen samme virksomhetsområde. Det er to ulike modeller innen komparativ verdsettelse, *multiplikatormodellen* og *substansverdimodellen*. Multiplikatormodellen sammenligner selskapets verdi på egenkapital eller selskapskapitalen med tilsvarende selskap innad i samme bransje. I multiplikatormodellen blir markedsbaserte forholdstall fra komparative selskap (multiplikatoren) multiplisert med en basis, eksempelvis pris/bok-forhold multiplisert med resultatet. Ved behov kan man justere for ulikheter. Tilsvarende for fundamental verdivurdering er det mulig å bruke to metoder, *egenkapitalmetoden* (direkte verdsettelse av egenkapitalen) og *selskapskapitalmetoden* (indirekte verdsettelse av egenkapitalen). Substansverdimodellen sammenligner eiendelene i selskapet med salgpris eller salgsværdien til sammenlignbare eiendeler. Substansverdien finnes ved å trekke gjelden fra værdien til eiendelene. Denne metoden er en enklere verdsettelsesteknikk sammenlignet med en fundamental verdivurdering. Den er mindre tidkrevende og mindre kostbar, og derfor oftest brukt i praksis. Det eksisterer likevel en utfordring knyttet til å finne sammenlignbare selskap som ofte krever justeringer. I tillegg er det mulig å manipulere værdiestimatet ettersom det eksisterer flere forholdstall. Videre er estimatet dårlig egnet under bobletendenser i aksjemarkedet, og vil øke risikoen for overprising i et optimistisk marked og motsatt øke risiko for underprising i et pessimistisk marked (Knivsflå, 2018w).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse tar hensyn til fleksibilitet, og er dermed en utvidelse av den fundamentale verdivurderingen. Denne teknikken tar i betraktning fleksibilitet ved ulike investering, som for eksempel muligheten til å utvide eller utsette et prosjekt. Denne metoden blir derfor ofte brukt som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Værdiestimatet beregnes ved å legge nåværdien av særlig fleksibilitet til den statiske værdien. Den statiske værdien er som oftest den fundamentale værdien med unntak av opsjonene. Det oppstår derfor et problem knyttet til dobbelberegning. Videre er denne verdsettelsesteknikken vanskelig å gjennomføre. Det er ofte betydelig usikkerhet knyttet til værdiestimatet, og metoden er ikke brukt mye i praksis. Det er to mulige metoder innen opsjonsbasert verdsettelse, *bionomisk tilnærming* og *closed-form solutions* (Knivsflå, 2018x).

3.4 Valg av hovedteknikk – fundamental verdsettelse

Det er flere faktorer å ta hensyn til ved valg av hovedteknikk. Det er nødvendig med tilgjengelig informasjon. Rørosmeieriet ble opprettet i 2001, og det er dermed tilgjengelige regnskapstall fra flere år tilbake i tid. Det er i tillegg to komparative selskap innen bransjen som er nødvendig både i en fundamental og komparativ verdsettelse. De ulike verdsettelsesteknikkene krever ulik arbeidsmengde, og dermed er disponibel tid for utførelsen av verdsettelsen en viktig faktor. Verdsettelsen er det selvstendige arbeidet under mastergraden ved Norges Handelshøyskole, og det er dermed et semester disponibelt. Det gjør det mulig med en mer tidkrevende verdsettelsesform som den fundamentale verdsettelsen. Videre er det hensiktsmessig å ta livssyklusfasen til selskapet i betraktning (se figur 3.1). I startfasen når bedrifter etableres eller er i rask ekspansjon finnes det lite eller ingen historisk informasjon og selskapet har lav eller negativ inntekt. Det vil derfor være mest hensiktsmessig å benytte multiplikatormodellen. Videre når selskapet er i høy eller moden vekstfase vil det eksistere mer historisk informasjon og inntektene vil øke betydelig eller stabilt. Det vil da være mer hensiktsmessig med en fundamental verdsettelse. Til slutt når flere selskap i bransjen går konkurs og inntektene reduseres vil substansmodellen være hensiktsmessig (Knivsflå, 2018a). Rørosmeieriet ble stiftet i 2001, og hadde flere vanskelige år fram til utviklingen snudde i 2009. Siden 2010 har selskapet hatt en betydelig vekst, og det antas dermed at Rørosmeieriet er innen den høye vekstfasen. Det er dermed fordelaktig å foreta en fundamental verdsettelse.



Figur 3.1: Livssyklus til selskap (Knivsflå, 2018a)

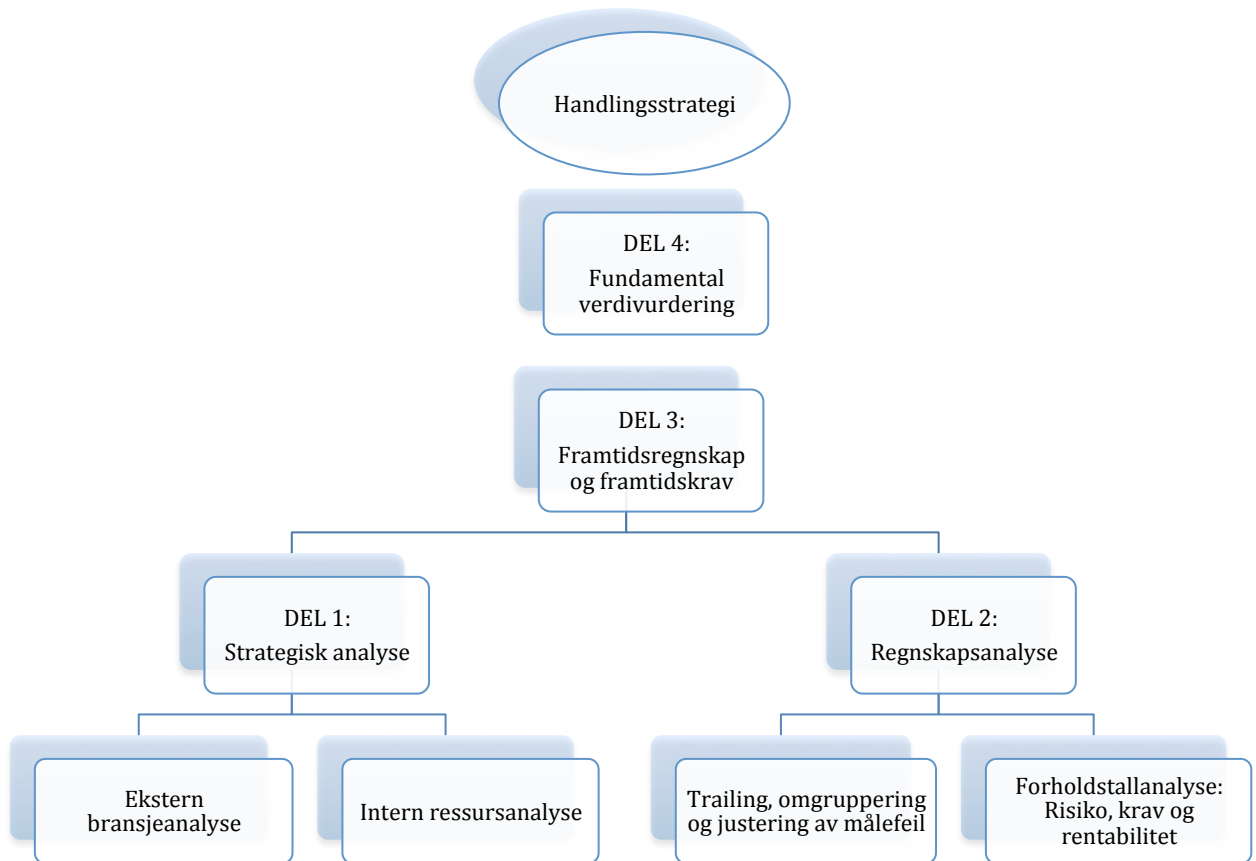
Basert på diskusjonen ovenfor antas en fundamental verdivurdering å være mest hensiktsmessig ved verdsettelse av Rørosmeieriet. Tatt i betraktning den tilgjengelige

informasjonen og den disponible tiden til rådighet er det mulig å utføre en fundamental verdivurdering. Det vil dermed utføres en fundamental verdsettelse av Rørosmeieriet. Videre ville det vært optimalt å kombinere ulike verdsettelsesmetoder for å øke påliteligheten og treffsikkerheten til estimatet (Knivsflå, 2018a).

3.5 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Den fundamentale verdsettelsen følger rammeverket til kurset i *Regnskapsanalyse og verdivurdering* undervist av Kjell Henry Knivsflå ved Norges Handelshøyskole (se figur 3.2). Formålet er å få innsikt i de økonomiske forholdene til Rørosmeieriet og deres bransje. Rammeverket består av fire deler.

Den første delen av rammeverket er en strategisk analyse som vurderer både den eksterne bransjen og de utvalgte interne ressursene til Rørosmeieriet. Formålet med den strategiske analysen er å få innsikt i Rørosmeieriets strategiske posisjon som blir benyttet i framtidsregnskapet i del 3. Den andre delen er en regnskapsanalyse som benytter tilgjengelige regnskapstall for å utføre trailing, omgruppering og justering av regnskapet og balansen for at analysen skal være mer investeringsorientert. Etterfulgt av en analyse av den kortsiktige og langsiktige risikoen som resulterer i en syntetisk rating. Den syntetiske ratingen brukes til å beregne avkastningskrav for Rørosmeieriet. Deretter analyseres rentabiliteten hvor drifts- og finansieringsfordelen blir identifisert. På bakgrunn av første og andre del utarbeides framtidsregnskap og framtidskrav i den tredje delen. Den fjerde delen utfører den fundamentale verdsettelsen basert på de tidligere delene. Egenkapitalverdien estimeres kan estimeres ved bruk av fire ulike modeller; *utbyttmodellen*, *fri kontantstrømmodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. Disse modellene kan benyttes direkte eller indirekte ved henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ettersom metodene gir ulik verdiestimat vil det være hensiktsmessig å benytte en konvergeringsprosedyre som resulterer estimatet i et felles verdi. Avslutningsvis analyseres usikkerheten til verdiestimatet, fordi det er betydelig usikkerhet knyttet til et estimeringspunkt.



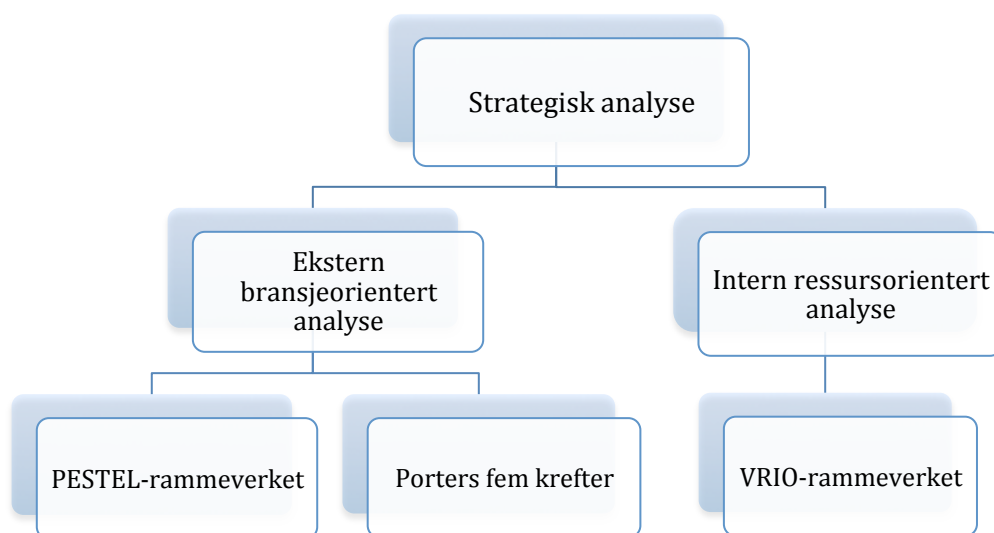
Figur 3.2: Rammeverket for fundamental verdsettelse.

4. Strategisk analyse

I følgende kapittel analyseres Rørosmeieriets strategiske posisjon, altså *evnen til å generere en strategisk fordel* (Barney, 2014). Først presenteres rammeverket for den strategiske analysen etterfulgt av den eksterne og interne analysen før de oppsummeres i en SWOT-analyse. De strategiske analysene baseres på informasjonen om Rørosmeieriet og deres bransje presentert i kapittel 2.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen er å undersøke Rørosmeieriets strategiske posisjon. Det undersøkes ved å se hvorvidt ressursallokering til Rørosmeieriet genererer høyere avkastning enn avkastningskravet, i tillegg ser man om det foreligger en superrentabilitet og om den kommer av egenskaper ved bransjen eller selskapets ressurser (Knivsfå, 2018b). Den strategiske analysen deles inn i en ekstern- og intern analyse. Den eksterne analysen er delt inn i en analyse av makroforhold og bransjeforhold, der PESTEL-rammeverket analyserer makroforholdene, mens Porters fem krefter analyserer bransjeforholdene. Den interne analysen anvender VRIO-rammeverket for å analysere ressursene til Rørosmeieriet. Til slutt blir analysene oppsummert i en SWOT-analyse som gir en oversikt over Rørosmeieriets styrker, svakheter, muligheter og trusler. Det strategiske rammeverket er oppsummert i figuren under.



Figur 4.1: Rammeverk for strategisk analyse.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen betrakter makroforholdene som meieribransjen må forholde seg til og deres spesifikke bransjeforhold. Først analyseres makroforholdene gjennom PESTEL-rammeverket, etterfulgt av en analyse av bransjeforholdene ved bruk av Porters fem krefter. Resultatet av analysene vil være felles for hele bransjen.

4.2.1 Makroforhold

PESTEL-rammeverket

PESTEL-rammeverket er et verktøy for å analysere makroforholdene som påvirker bransjen. Disse forholdene kategoriseres inn i seks; *politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold* (Johnson et.al., 2012). Denne analysen vil evaluere bransjen strategiske posisjon gjennom å identifisere kritiske faktorer rundt bransjens strategiske muligheter og trusler, spesielt viktig er faktorene som endrer seg ettersom disse har mest effekt.

Politiske og lovmessige forhold

I denne analysen er de politiske og lovmessige forholdene slått sammen ettersom disse inngår innen flere av de samme områdene, og dermed til dels overlapper hverandre. Her er det myndighetene som påvirker bransjen, og det kan potensielt føre til betydelige konsekvenser for bransjens lønnsomhet.

Tilskuddsordninger

Meieribransjen er sterkt regulert blant annet gjennom statlig subsidier ved distriktstilskudd for melk, produksjonstilskudd til økologisk landbruk og prisutjevningsordningen. Disse ordningene fører til lavere, stabile og forutsigbar råvarepris på melk, og eventuelle endringer eller utfasing av tilskuddsordningene vil ha betydelige konsekvenser for bransjen. Per dags dato er disse ordningene ikke under særlig press ettersom Norge har råd til å opprettholde tilskuddsordningene. Denne type regulering av markedet er derimot ikke samfunnsøkonomisk optimalt, og kan derfor på sikt føre til endringer eller utfasing av ordningene tvinges fram, spesielt gjennom både et økonomisk og internasjonalt press (Myhrvold-Hanssen, 2004). Det utgjør dermed en betydelig fremtidig trussel for bransjens lønnsomhet.

Internasjonalt press

Norge blir påvirket av verdenssamfunnet gjennom blant annet EØS-avtalen, EU og WTO. Meierimarkedet er strengt regulert ved blant annet importvern og høye tollavgifter, og et internasjonalt press kan true disse forholdene ved krav om å øke importkvotene, redusere tollavgifter eller åpne grensene for internasjonal konkurranse. Et eksempel på dette er det internasjonale presset fra blant annet WTO som kan ha hatt en betydning i utfasing av eksportsubsidier (Regjeringen, 2015). Lettelser innen importvernet kan føre til flere internasjonale aktører i markedet, og dermed utgjøre en trussel ved økt rivalisering i bransjen. Det kan også føre til en potensiell mulighet for internasjonal ekspansjon. Likevel er det derimot svært usannsynlig ettersom eksportkvoten ikke benyttes fullt ut i dag, og har dermed vært stabil de siste årene imens importkvoten på enkelte meieriprodukter har økt. I tillegg har norske selskap en konkurranseulempa grunnet høye kostnader og strengt regelverk.

Strengt regelverk

I Norge stilles det strenge krav gjennom regelverket til blant annet mattrygghet og kvalitet på melk og meieriprodukter. Det er krav til for eksempel hygiene og merking. Videre stiller myndighetene også krav til forurensning, og meieriene har over årene hatt behov for å gjøre forbedringer for å oppfylle kravene. Det er et stort fokus på økologisk mat, og myndighetene ønsker å øke den økologiske produksjonen. Dette fører til kontinuerlig endringer og forbedringer innen økologiloven. Betydelige endringer i regelverket kan føre til økte kostnader for bransjen, og dermed utgjøre en potensiell trussel.

Regjeringssammensetning

De politiske og lovmessige forholdene nevnt ovenfor kan alle bli påvirket av regjeringssammensetningen i Norge og partienes politiske ideologier. Senterpartiet er for subsidier og tollbarrierer i meieriindustrien, og er dermed imot internasjonale reformer (Senterpartiet, 2018). Fremskrittspartiet er derimot for fri konkurranse, og kan derfor utgjøre en trussel for bransjen ved en betydelig økning i partiets tilslutning (Fremskrittspartiet, 2018).

Økonomiske forhold

I følgende avsnitt analyseres hvorvidt økonomiske forholdene kan påvirke bransjen som makroøkonomiske faktorer, inkludert rentenivå, inflasjonsrate, valutakurs, arbeidsledighetsraten, grad av disponibel inntekt og økonomisk utvikling. Meieribransjen er

i mindre grad påvirket av konjunktursvingninger i økonomien ettersom forbrukere sjeldent kutter matvarer i nedgangstider. Forbrukerne kan derimot bli mer prisbevisste og velge billigere varer framfor produkter med høyere kvalitet eller økologisk merking, og etterspørselen etter mindre nødvendige meieriprodukter som sjokolademelk og nisjeprodukter kan også falle. I gode tider vil forbrukerne derimot stille høyere krav til kvalitet og økologisk merking. Forbrukerne har bedre råd og har dermed høyere betalingsvillighet for andre attributter som kvalitet og økologisk merking. Makroøkonomiske endringer innen rentenivå, arbeidsledighet, disponibel inntekt og økonomisk vekst vil dermed kun ha en begrenset påvirkning på lønnsomheten til meieribransjen. På sikt derimot kan en langsiktig negativ økonomisk utvikling endre tilskuddsordningene i jordbruket. Ettersom bransjen i all hovedsak har sine inntekter og kostnader i norske kroner, påvirker bransjen i liten grad av endringer i valutakursen. På grunnlag av dette er det ingen betydelige muligheter eller trusler innen de økonomiske forhold per dags dato.

Sosiokulturelle forhold

De sosiokulturelle forholdene blir påvirket ved endringer i livsstil og verdier. Disse kan føre til potensielle muligheter eller trusler i markedet, og under analyseres fire forhold, *helseaspektet, veganisme, økologi og miljø*.

Helse

Det har lenge vært et økt fokus på helse blant forbrukerne, og meieriene utvikler stadig nye produkter med høyt proteininnhold, lav fettprosent og mindre sukker. Det er naturlig å anta at dette vil være et viktig tema fremover. Ofte blir produkter med mettet fett og sukker kategorisert som usunne. Melk inneholder begge disse, og således kan helseaspektet utgjøre en trussel ved å gjøre produktene mindre attraktive. Likevel er det nødvendig å ta i betraktning at et av myndighetene kostråd er å ha melk i det daglige kostholdet. Plantebaserte varianter av melk oppleves som et sunnere alternativ til melk til tross for at disse produktene ofte er mindre sunne alternativer. Ved å øke bevisstheten til hvilke produkter som faktisk er sunne kan magre meieriprodukter oppfattes som det sunne alternativet. Helseaspektet kan videre utgjøre en mulighet ved å produsere produkter med fokus på sunnhet, og dermed bli mer attraktiv for forbrukeren. På bakgrunn av dette vil fokus på helse utgjøre en større mulighet enn trussel.

Veganisme

Veganisme har blitt mer populært hos forbrukerne, og det kommer stadig flere veganprodukter ut i markedet. Det har for eksempel blitt mer vanlig med ulike varianter av plantebasert melk og meieriprodukter, og Synnøve Finden har nylig lansert vegan ost. I dag utgjør veganere en marginal andel, men på sikt kan veganisme og vegan måltider øke, dette kan være med på å true lønnsomheten i bransjen, spesielt ved utviklingen av vegan alternativer til meieriproduktene. Det utgjør også en mulighet ved å produsere plantebaserte varianter av meieriprodukter (slik som meieriene produserer juice), men det blir hovedsakelig sett på som en trussel ettersom disse truer lønnsomheten til meierienes hovedprodukt.

Økologi

Økologiske produkter blir stadig mer ettertraktet blant kunder og forbrukerne, og økologisk mat oppleves som trendy. Myndighetene har mål om å øke den økologiske matproduksjonen og matforbruket, og det kan derfor antas at dette blir en mer varig trend. Forbrukerne er blir stadig mer bevisste på økologisk mat, og det skaper ofte høyere betalingsvillighet for mat merket med Debio-Ø. Det kan dermed utgjøre en mulighet for selskapene i bransjen. Hittil utgjør dette kun en liten del av markedet, og til tross for at etterspørselen øker har andelen av økologisk produksjon blitt redusert. På grunnlag av dette er det større usikkerhet knyttet til attraktiviteten til økologisk produksjon og varer som kan påvirke grad av varighet til trenden.

Miljø

Det har vært et langvarig fokus på miljø som trolig vil fortsette. Kunder foretrekker ofte miljøbevisste selskap, og det kan derfor utgjøre en forskjell i valg av produkt hos kunden. Det oppstår dermed en mulighet til å øke lønnsomheten både ved å stjele kunder fra andre selskap og ved å ta høyere betalt for å være miljøbevisste. Dette kan også representere en trussel ved økende kostnader gjennom hele bransjen som ikke nødvendigvis blir dekket av den potensielle økingen i lønnsomhet. I meieribransjen er det allerede et gjennomgående betydelig fokus på miljø og bærekraft, og dermed utgjør miljøet ingen særlig trussel eller mulighet innen de sosiokulturelle forholdene.

Teknologiske forhold

De siste årene har tollkvoten på ost og yoghurt økt, i tillegg har importen av ost og yoghurt utenfor kvoten med toll også økt. Utenlandske selskap har muligheten til å produsere til en lavere pris, og det er derfor viktig for norske meierier å redusere kostnader slik at de kan

holde seg konkurransedyktig på disse produktområdene. Meieriene fornyer teknologien for å redusere klimagassutslipp og øke effektiviseringen, men dette er minimale teknologiske endringer i kontrast med andre bransjen som for eksempel IT- og telebransje. Dermed er det ikke betydelige potensiale innen de teknologiske forholdene, og derfor utgjør de heller ingen betydelig trussel eller mulighet.

Miljømessige forhold

Med miljømessige forhold er faktorer som klima, geografisk lokalisasjon og miljøkrav. Matindustrien bidrar til 25-30% av klimautslippet der meieriindustrien er en av de verste bidragsyterne. Det er blant annet fordi drøvtyggerne bidrar til et betydelig utslipp av metangass. Med det økende fokus på miljøet vil det være naturlig å stadig øke utslippskravene for å bli mer miljøvennlig, og dette kan gjøre en trussel dersom kravene fører til betydelig økning av kostnadene. Den største andelen av matsvinn er hos konsumentene med hele 61 prosent. Hovedårsaken til at konsumentene kaster mat er fordi maten har utgått på dato. Ved å redusere matsvinnet vil etterspørselen etter meieriprodukter naturlig falle, og dette kan dermed utgjøre en marginal trussel for bransjelønnsomheten.

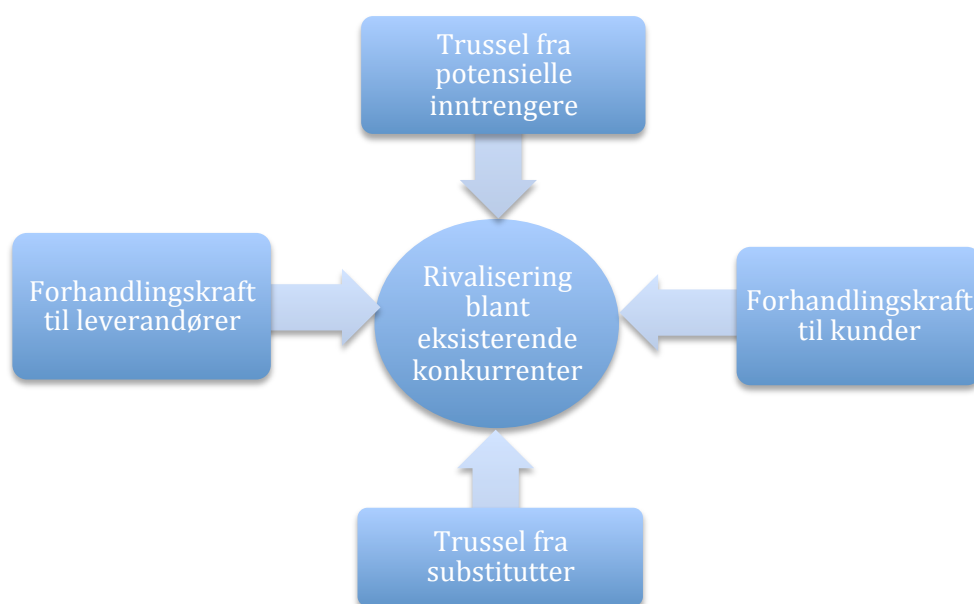
Oppsummering av makroforhold

De største truslene er knyttet til de politiske og lovmessige forhold ved subsidier, internasjonalt press og regjeringssammensetning. Markedsreguleringen i meieribransjen er ikke samfunnsøkonomisk lønnsom, og kan dermed på sikt føre til endringer eller utfasing av subsidier som vil øke kostnaden på melk. Videre kan et internasjonalt press svekke importvernet ved å øke importkvoten og redusere tollavgiftene. Det kan føre til flere aktører i markedet, og utgjør en trussel for bransjen ved økt rivalisering. En betydelig endring i tilslutning til Fremskrittspartiet kan utgjøre en trussel for bransjen gjennom letting av importvern. Det er også nødvendig å nevne at strengere regelverket eller miljøkrav kan føre til økte kostnader, og dermed også utgjøre en trussel. I tillegg kan økt veganisme på sikt true salget, og dermed utgjøre en trussel. De største mulighetene synes å være ved de sosiokulturelle forholdene ved å fokusere på helse og økologi. Ved å markedsføre og bevisstgjøre forbrukeren på sunne alternativer kan selskaper øke lønnsomheten deres. Hvis forbrukeren har høyere betalingsvillighet for økologiske produkter kan produksjon av disse føre til økt lønnsomhet. Det eksisteres også muligheter innen veganisme og miljøbevissthet, likevel kan disse også oppleves som trussel for bransjen.

4.2.2 Bransjeforhold

Porters fem krefter

I det følgende avsnittet analyseres konkurransekraften i den definerte bransjen ved bruk av Porters fem krefter. Denne modellen analyserer graden av konkurranse gjennom fem faktorer, forhandlingskraft til leverandører, forhandlingskraft til kunder, trussel fra nyetablerte, trussel fra substitutter, og rivalisering blant eksisterende konkurrenter, som illustrert i figur 4.1 (Porter, 1979). Lønnsomheten i bransjen vil variere ved ulik grad av tilstedeværelse til konkurransekraftene, og ved en sterk tilstedeværelse er det mindre sannsynlig å oppnå lønnsomhet over bransjegjennomsnittet (Peterson og Wergeland, 2016).



Figur 4.2: *Porters fem krefter* (Porter, 1979).

Forhandlingskraft til leverandører

Leverandører kan bruke forhandlingskraften sin til å øke prisen, eller redusere kvaliteten på varen eller tjenesten deres. Dette vil påvirke lønnsomheten i bransjen. Det er kun en leverandør av melk i Norge; Tine Råvare. For meieriene betyr dette at det ikke finnes alternative leverandører, eller et substitutt for melk, og melk er nødvendig for å produsere meieriproduktene. Tatt i betraktning at Tine er vertikalt integrert hadde dette ført til en høy forhandlingskraft. Likevel blir bransjen regulert av myndighetene og gjennom prisutjevningsordningen er Tine Råvare forpliktet til å selge melk til lik pris til alle aktører inkludert Tine uavhengig av geografisk lokalisering og anvendelse på meieriet. Dette medfører en lav forhandlingskraft til leverandøren Tine Råvare. Likevel på sikt kan denne forhandlingskraften endres for økologisk melk. Med økende etterspørsel etter økologiske

produkter og reduksjonen av økologisk jordbruk kan det i fremtiden oppstå mangel på økologisk melk. Andre leverandører som leverer blant annet emballasje, frukt, grønnsaker og bær kan derimot ha mer forhandlingskraft, siden disse markedene ikke er regulert i like stor grad.

Forhandlingskraft til kunder

Kundenes forhandlingsmakt er deres mulighet til å påvirke pris og andre betingelser. Det er flere kunder i markedet som nevnt i delkapittel 2.1.3, men i denne analysen tar hensyn til meierienes viktigste kunde for å nå forbrukeren, COOP, Rema 1000 og NorgesGruppen. Disse er tre store aktører med betydelige markedsandeler som kjøper store kvantum av meieriprodukter. Få, men store kunder gir normalt sterk forhandlingskraft til kunden. Forhandlingskraften til kunden reduseres av at meieriprodukter er nødvendighetsvare som kundene må ha inne i deres butikker. Det eksisterer flere leverandører som fører til at forhandlingskraften styrkes siden dagligvarekjedene har mulighet til å organisere butikkhyllene etter eget ønske. I 2005 opplevde Tine tap etter å bli beskyldt for å presse konkurrentene ut av butikkhyllene som fører til at Konkurransetilsynet, media og forbrukerne dermed begrenser forhandlingskraften til dagligvarekjedene. Dette fører til at forhandlingskraften til kundene anses som moderat.

Trussel fra potensielle inntrengere

En trussel fra potensielle inntrengere kan true lønnsomheten i markedet ved nyetableringer som øker kapasiteten i markedet, og dermed også øker konkurransesituasjonen. Etableringstrusselen avhenger av hvilke etableringshindre som eksisterer og hvordan de eksisterende selskap reagerer på en eventuell inntrenger. Et etableringshinder er at det allerede eksisterer veletablerte merkenavn i bransjen som kan føre til høye markedsføringskostnader for en potensiell inntrenger. Det er i tillegg et lavt antall dagligvarekjeder med store markedsandeler. Disse aktørene, COOP, Rema 1000 og NorgesGruppen, har derfor en viss makt over hvilke produkter som når markedet og forbrukerne, i tillegg har de muligheten til å plassere produktene vanskelig til i butikkhyllene. Det eksisterer også et etableringshinder ved eksisterende selskaps brede produktportefølje som gir fordeler ved læringseffekt blant annet ved forbrukernes respons til nye produkter. Likevel er det viktig å ta hensyn til potensielle inntrengere ettersom de kan utgjøre en trussel for etablerte selskap. En undersøkelse av industrivirksomheter i USA fra 1963 til 1982 viste at omtrent 30 til 40 prosent av selskapene ble byttet ut innen 5 år. Disse selskapene var relativt små og stod for 12 til 20 prosent av produksjonsvolumet. Det viste

seg også at inn- og utgangen av selskapene var like store, og at de fleste nyetablerte selskapene ikke klarte seg i markedet over lang tid. Det var kun 40 prosent av selskapene som eksisterte etter 10 år. Likevel varierer det fra industrier, og i matvareproduksjon var det få aktører som kom inn og gikk ut av markedet (Navarsete og Selseng, 2008). I tillegg har det samlede forbruket av melk redusert siden 1950-tallet som gjør meieriindustrien mindre attraktiv for potensielle inntrengere, mens andre meieriprodukter som ost og yoghurt derimot har hatt en positiv økning. Flere internasjonale selskaper har vokst frem i markedet med den økte tollkvoten. Disse internasjonale selskapene har en fordel ved lavere kostnader, og har dermed muligheten til å konkurrere med de norske selskaper over tollkvoten til tross for tollavgift. Til gjengjeld vil derimot transportkostnaden være høyere, og for meieriprodukter med kort holdbarhet vil transporttiden ha negativ effekt. På bakgrunn av forskjellig utvikling innen meieriprodukter anses trusselen fra potensielle inntrengere å være lav til moderat.

Trussel fra substitutter

Substitutter er produkt eller tjenester som tilbyr lignende fordeler til en bransjes produkter eller tjeneste som kan føre til at lønnsomheten i bransjen blir påvirket (Johnson et. al., 2012). Meieriene har et bredt utvalg meieriprodukter fra drikker til matvarer, fra melk til Biola og fra yoghurt til grøt. Hvis man kategoriserer melk som en drikke kan potensielt alle drikkevarer være substitutter. Ved en annen tilnærming kan man ende opp med en mer konsentrert substitutt som andre meieridrikker. I denne utredningen definerer substitutt et sted imellom de tidligere nevnte drikkevarene. Til tross for at alle drikkevarer kan være substitutter for melk skiller denne utredningen kald fra varm drikke og kullsyreholdig drikke fra drikker uten. Dermed utelukkes drikker som brus, kaffe og te, og substituttene utgjør blant annet vann, juice, smoothie og plantebasert drikke. Melk er ikke kun en drikkevare, men brukes også til matlagning. Melk brukes blant annet til baking, grøt og frokostblandinger. Likevel hvis man for eksempel skal bake uten melk brukes ofte vann eller plantebasert variant av melk som allerede inngår i utvalget av substitutter. I grøt uten melk blir ofte plantedrikk benyttet, mens smoothie, yoghurt og andre meieridrikker erstatter melk i frokostblandingen. Det er dermed få substitutter som blir utelukket ved å se på melk som en drikkevare.

Hvis man ser på det samlede melkeforbruket har det blitt redusert betydelig med omtrent 43% fra 1950-tallet og frem til i dag. Andelen mineralvann, juice og brus har derimot økt siden 1950, og økningen til disse drikkevarene tilsvarer omtrent melkereduksjonen (se figur 2.1 i kapittel 2). Plantebaserte varianter av melk og meieriprodukter er blitt mer populært og

markedet er i sterk vekst. Den økte interessen for veganisme er også negativt for meierisektoren og øker etterspørselen etter plantebaserte produkter. Til tross for økt sunnhetsinteresse og myndighetenes anbefaling om å inkludere meieriprodukter i det daglig kostholdet går melkeforbruket stadig nedover. Likevel viser en rapport at nordmenn er et av ti land som drikker mest melk. Det er også kun en liten årlig reduksjon i melkeforbruket. Det fører til at trusselen fra substitutter anses å være moderat. Hvis prisen på substituttene reduseres betydelig eller reduksjonen av det samlede melkeforbruket fortsetter kan derimot trusselen fra substituttene øke. De andre meieriproduktene har de hatt en mer stabil utvikling de siste årene, og enkelte meieriprodukter som yoghurt og ost har økt stabilt. Substituttene til disse produktene vil sannsynlig ikke utgjøre en like stor trussel som for melk.

Intern rivalisering

Intern rivalisering er intensiteten i konkurransen mellom etablerte selskap i samme bransjen. Dersom rivalisering er høy trues lønnsomheten i bransjen. Graden av intern rivalisering påvirkes av antall konkurrerende selskap, bransjevekst og produktdifferensiering. Det er få aktører i markedet og Tine leverer omtrent 80% av den anvendte drikkemelken som gjør Tine til markedsleder. Markedslederen har mulighet til å sette standard i forhold til pris og mengde, og dermed føre til redusert rivalisering. Det er derfor Konkurransetilsynet ikke lar Tine utøve sin makt som markedsleder. Bransjeveksten varierer fra produkt til produkt, hvor melk opplever et redusert forbruk, mens de andre meieriproduktene er stabile eller øker noe. Likevel opplever markedene med bransjevekst som ost og yoghurt sterkere konkurranse fra utlandet. Det er begrenset produktdifferensiering i flere av produktkategoriene i meierisektoren, men likevel differensierer Rørosmeieriet deres produkter ved å være heløkologiske og lavpasteuriserte. Det oppstår også differensiering i form av andel fettprosent i produktene, og produkter som yoghurt og meieridrikker har en større grad av differensiering. På bakgrunn av dette anses intensiteten på den interne rivaliseringen å være moderat.

Oppsummering av bransjeforhold

Basert på analysen av de fem konkurransekrefter kan man konkludere med at bransjen blir utsatt for et visst press fra omgivelsene, men fraværet av betydelige trusler gjør bransjen strategisk å investere i. Forhandlingskraften til leverandør av råvaren er lav, ettersom myndighetene regulerer bransjen. Kundernes forhandlingskraft er derimot moderat, fordi det er få og store aktører. Likevel reduseres kundernes forhandlingskraft med

Konkurransetilsynets mulighet til å gripe inn. Trusselen fra potensielle inntrengere er lav til moderat på grunn av etableringshindre som sterke merkevarer og butikkjedenes makt over hvilke produkter som får hylleplass. Derimot er det en større mulighet for inntrengere fra internasjonale selskaper med lavere kostnader for enkelte meieriprodukter med lengre holdbarhet. Det eksisterer en moderat trussel fra substitutter, men melk og meieriprodukter er fortsatt en viktig del av nordmenns hverdag. Intensiteten fra rivaliseringen er moderat, ettersom Konkurransetilsynet reduserer makten til maktlederen Tine. Likevel vokser det frem flere internasjonale aktører innen enkelte meieriprodukter som er med å øke graden av rivaliseringen. Resultatene fra analysen er oppsummert i tabellen under:

	Lav	Moderat	Høy
Forhandlingskraft til leverandører	X		
Forhandlingskraft til kunder		X	
Trussel fra potensielle inntrengere		X	
Trussel fra substitutter		X	
Intern rivalisering		X	

Tabell 4.1: Oppsummering av Porters fem krefter.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Den interne ressursorienterte analysen kartlegger de interne forholdene i Rørosmeieriet ved å analysere deres ressurser. I denne utredningen blir *heløkologisk meieri, produktene skjørost, tjukkmylk og gårdsmjølk, samarbeidet med Coop og Hennig-Olsen og Rørosmeieriets omdømmet* analysert. Disse ressursene er valgt med hensyn til informasjonen om bransjen og Rørosmeieriet fra kapittel 2, spesielt fra delkapittel 2.4.5 om hvordan selskapet avviker fra ”gjennomsnittsbransjen”. For å analysere ressursenes mulighet for varig konkurransefortrinn benyttes VRIO-analysen.

4.3.1 VRIO-analyse

VRIO-analysen undersøker i hvilken grad ressursene er *verdifulle, sjeldne, vanskelig å imitere og effektivt organisert*, og en ressurs som oppfyller alle betingelsene er et varig konkurransefortrinn. Om ressursen er *effektivt organisert* betyr det at selskapet benytter ressursens fulle potensiale (Barney, 2014).

Heløkologisk meieri

Rørosmeieriet er et heløkologisk meieri, hvilket vil si at de kun produserer økologiske produkter. Med denne spesialiseringen utelukkes omsetning fra forbrukere som kjøper konvensjonell melk. Sammenligner man det totale melkeforbruket med det økologiske er det en mye bedre trend i det økologiske forbruket. Det økologiske forbruket har vokst helt fram til 2013 da forbruket stabiliserte seg, med unntak av en reduksjonen på 1,7 prosent av det siste året, mens det totale melkeforbruket har redusert siden 1990. Det er altså et skifte fra konvensjonell melk til økologisk melk. Likevel utgjør det økologiske meierimarkedet kun en liten andel av det totale. Til tross for dette øker etterspørselen etter økologiske produkter. Det konkluderes dermed at et heløkologisk meieri er verdifullt.

Rørosmeieriet er det *eneste* heløkologiske meieriet i Norge. Til tross for dette er Tine fremdeles markedsleder foran Rørosmeieriet. Tine har et bredt produktutvalg og leverer både økologisk melk og konvensjonell melk. Det kan diskuteres i hvilken grad ressursen er sjelden ettersom på den ene siden er det kun et heløkologisk meieri i Norge, men økologiske meieriprodukter leveres av flere selskap og er ikke sjeldne i markedet. Det at Rørosmeieriet er et eneste heløkologiske meieriet er tungtveiende, og ressursen konkluderes dermed som sjelden.

De andre aktørene i markedet produserer enten kun konvensjonelle meieriprodukter som Q-meieriene, eller både konvensjonelle og økologiske meieriprodukter som Tine. Ved å gå fra delvis eller helt konvensjonell produksjon til økologisk må deres leverandører også endre produksjonen. Dette er en krevende produksjonsomlegging, spesielt for større selskap som Q-meieriene og Tine. Det stilles i tillegg krav til økologisk produksjon slik som plass til kuene, og det vanskeliggjør omlegging av store deler av produksjon til økologisk. Det er derimot lettere for mindre nye aktører å imitere denne egenskapen. Likevel er trusselen fra nyetablerte aktører ansett for å være lav til moderat i eksternanalysen, og det oppstår fortsatt problemer knyttet til å omlegging av større deler av produksjonen. Alt tatt i betraktning, konkluderes et heløkologisk meieri til å være ikke-imiterbar selv om dette kan diskuteres når det gjelder nyetableringer.

Rørosmeieriet produserer økologiske meieriprodukter som cottage cheese, skjørøst, fløte, rømme, smør, yoghurt, melk, syrnet melk og tjukkmylk. Sortimentet deres er begrenset til enkelte varianter av meieriproduktene. Rørosmeieriet produserer flere varianter av melk, men de har et begrenset sortiment av ost og yoghurt. Innen ost produserer meieriet kun

skjørøst og cottage cheese. I tillegg produserer meieriet kun to forskjellige smaksvarianter av yoghurtene deres (Rørosmeieriet, 2018h). Til forskjell fra de andre meierimarkedene har markedet innen ost og yoghurt opplevd vekst. På bakgrunn av dette har Rørosmeieriet et utnyttet potensiale innen enkelte deler av meierimarkedet, og det konkluderes derfor at det heløkologiske meieriet ikke er effektivt organisert.

Produkter

Rørosmeieriet skiller seg ut med tre produkter, skjørøst, tjukkmjølke og gårdsmjølke, som blir analysert under. Disse tre produktene skaper merverdier for selskapet i større eller mindre grad gjennom salgsinntekter, og de er derfor alle verdifulle. Til forskjell fra andre produkter blir ikke disse solgt like utbredt i Norge gjennom NorgesGruppen og COOP sine butikkjeder, og produktene er dermed ikke utnyttet til deres fulle potensiale. Det betyr at produktene ikke er effektivt organisert.

Skjørøst

Rørosmeieriet er det eneste meieriet som produserer skjørøst. Skjørøsten er en surmelksost slik som gamalost og pultost. Tine produserer de to andre surmelksostene, gamalost og pultost, men til forskjell fra disse er skjørøsten en ferskost (Lovdata, 2016; Tine, 2018l). På grunnlag av ulikheten i osten blir den kategorisert som sjelden. Videre er det mulig for konkurrentene å imitere produktet, men produktet er geografisk beskyttet som betyr at det skal være foredlet i Røros-traktene av melk produsert i bestemte fylker (Lovdata, 2016). Det gjør det dermed vanskeligere å imitere, og det konkluderes med at skjørøsten er ikke-imiterbar.

Tjukkmjølke

Rørosmeieriet er også det eneste meieriet som produserer tjukkmjølke. Til tross for at det finnes lignende produkter går tjukkmjølken igjennom en unik produksjonsprosess, og derfor kategoriseres den som sjelden. Dette produktet er også geografisk beskyttet ved at den skal produseres i Røros og melkeråvaren skal komme fra et begrenset antall kommuner (Lovdata, 2004). Noe som gjør dette produktet vanskeligere å imitere. I tillegg er produktet vanskelig å foredle, og Rørosmeieriet har selv fått problemer ved produksjon av tjukkmjølke (Rørosmeieriet, 2018i). Det konkluderes derfor at tjukkmjølke ikke er imiterbart.

Gårdsmjøl

Gårdsmjøl er en type melk som skiller seg fra annen melk i butikkene ved at den ikke er homogenisert. Rørosmeieriet er den eneste som produserer og leverer ikke-homogenisert melk i markedet, hvilket gjør gårdsmjølken spesiell. Hvis det skulle være betydelige inntekter er det lett for konkurrentene å eliminere homogeniseringen fra produksjonsfasen. Det er derfor lett imiterbart.

Samarbeid

Rørosmeieriet har flere samarbeidspartner, og under blir to av samarbeidsavtalene deres analysert.

COOP

Samarbeidet med COOP går ut på at Rørosmeieriet produserer melk for butikkjeden, og dette førte til betydelig høyere omsetning i 2011. Til tross for at COOP er en av de minste aktørene i markedet har samarbeidet skapt en økonomisk merverdi for Rørosmeieriet, og derfor kategoriseres det som verdifullt. Rørosmeieriet er det eneste meieriet som driver med leieproduksjon. Det nærmeste er Tine som i samarbeid med Rema 1000 har utviklet et eget design til de økologiske meieriproduktene. Dette designet selges kun hos Rema 1000, men det er mulig å få kjøpt Tines økologiske meieriprodukter med annet design i andre butikker, med unntak av enkelte produkter. Samarbeidet med COOP anses derfor som sjeldent. Det er også mulighet for å imitere dette samarbeidet med en av de andre butikkjedene som Rema 1000 eller NorgesGruppen. Likevel er det nødvendig for de andre aktørene å vurdere hva en slik avtale vil innebære for deres merkevarer og profitt, på grunn av deres nåværende gode kjennskap og omdømme i markedet. Tines melk selges fremdeles i COOP butikkene, og man kan dermed se på dette som et utnyttet potensiale. Likevel vil det være i strid med konkurranseloven å presse deres melk ut av hyllene som dermed gjør det til et utnyttet potensiale. Videre produserer Rørosmeieriet kun ulike typer melk for COOP, og det eksisterer derfor et utnyttet potensiale for andre meieriprodukter som for eksempel smør, rømme og yoghurt. Det er likevel viktig å ta i betraktning hvilken påvirkning dette kan ha på merkevaren, også for Rørosmeieriet ved eventuell utvidelse til andre produktkategorier. Det konkluderes dermed at samarbeidet med COOP ikke er effektivt organisert.

Hennig-Olsen

Rørosmeieriet leverer økologisk fløte til Hennig-Olsen. Dette samarbeidet fører til økte inntekter og skaper dermed en merverdi for meieriet. Hennig-Olsen har en sterk

merkeidentitet og assosieres med kvalitet. De er dessuten markedsledende innen softis, derfor kan samarbeidet gjøre Rørosmeieriet mer kjent hos forbrukerne (Rørosmeieriet, 2018e). Ressursen kategoriseres derfor som verdifull til tross for begrenset salgsområde til en spesialforretning og Dyreparken i Kristiansand. Leverandør av økologisk fløte er i utgangspunktet ikke sjeldent, men Hennig-Olsen bruker denne fløten til å lage økologisk softis. Dette gjør samarbeidet mer unikt, siden det er den eneste økologiske softisen på markedet. Likevel kategoriseres ikke samarbeidet som sjeldent. Det er flere produsenter av is og softis som gjør samarbeidet imiterbart. Samarbeidet har ikke utnyttet sitt fulle potensiale ettersom Hennig-Olsen tilbyr andre varianter av is, og Rørosmeieriet kan potensielt levere økologisk fløte til disse produktene. På bakgrunn av dette er samarbeidet ikke effektivt organisert.

Omdømme

Rørosmeieriet ble stemt frem til fjerdeplass blant bærekraftige selskap i en undersøkelse av forbrukerne. Dette gir positive indikasjoner om meieriets omdømme, og kan påvirke selskapet positivt. Et godt omdømme er verdifullt for Rørosmeieriet. Meieriet er mindre kjent enn Tine og Q-meieriene som skåret høyt på omdømmerangeringen fra YouGov. I tillegg skåret disse meieriene også høyt på rangeringen av bærekraftige selskap. Det anses derfor ikke sjeldent med godt omdømme i bransjen. Det er i tillegg mulig å imitere et godt omdømme ved å fokusere på bærekraft gjennom blant annet å være miljøbevisste. Ettersom Rørosmeieriet antas å være mindre kjent enn deres konkurrenter har deres gode omdømme ikke potensiale fullt utnyttet, og dermed heller ikke effektivt organisert.

4.3.2 Oppsummering av ressursene

I tabell 4.2 under oppsummeres VRIO-analysen. For et heløkologisk meieri er det et potensielt konkurransefortrinn, ettersom det er sjeldent og vanskelig å imitere. Det har potensialet til å bli et varig konkurransefortrinn hvis Rørosmeieriet kan effektivisere organiseringen ved for eksempel å tilby et bredere sortiment av meieriprodukter. Produktene skjørst og tjukk mjølk er også potensielle konkurransefortrinn ettersom disse produktene også er både verdifulle og sjeldne, i tillegg til at det er vanskelig å imitere produktene. Produktene er derimot ikke kjente i hele markedet og selges ikke landsdekkende. Det oppstår et midlertidig konkurransefortrinn for gårdsmjølken og samarbeidet med COOP ettersom disse ressursene er mulig å imitere. Samarbeidet med Hennig-Olsen utgjør et paritetsfortrinn ettersom det er verdifull ressurs som flere konkurrenter har (Baardsen et al, 2016).

	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Utnyttet	Konkurransimplikasjon
Heløkologisk meieri	Ja	Delvis ja	Delvis nei	Nei	Potensielt fortrinn
Skjørøst	Ja	Ja	Delvis nei	Nei	Potensielt fortrinn
Tjukkmjølke	Ja	Ja	Delvis nei	Nei	Potensielt fortrinn
Gårdsmjølke	Ja	Ja	Ja	Nei	Midlertidig fortrinn
Samarbeid med COOP	Ja	Ja	Ja	Delvis nei	Midlertidig fortrinn
Samarbeid med Hennig Olsen	Ja	Delvis nei	Ja	Nei	Paritetsfortrinn
Omdømme	Ja	Nei	Ja	Nei	Paritetsfortrinn

Tabell 4.2: Oppsummering av VRIO-analysen

Fra VRIO-analysen kan man konkludere med at Rørosmeieriet ikke besitter noen varige konkurransefortrinn. Det er flere av ressursene som kan imiteres av konkurrenter og nyetablerte, og alle ressursene kan organiseres mer effektivt. Det er med andre ord få ressurser som skiller seg fra konkurrentene i bransjen. Rørosmeieriet skiller seg ut ved å være et heløkologisk meieri med produktene skjørøst og tjukkmjølke, dessuten er Rørosmeieriet det eneste meieriet som driver leieproduksjon av melk. Økologiske produkter utgjør kun en liten andel i markedet og skjørøst og tjukkmjølke utgjør kun en mindre del av omsetningen til Rørosmeieriet. Likevel blir økologiske produkter stadig mer ettertraktet.

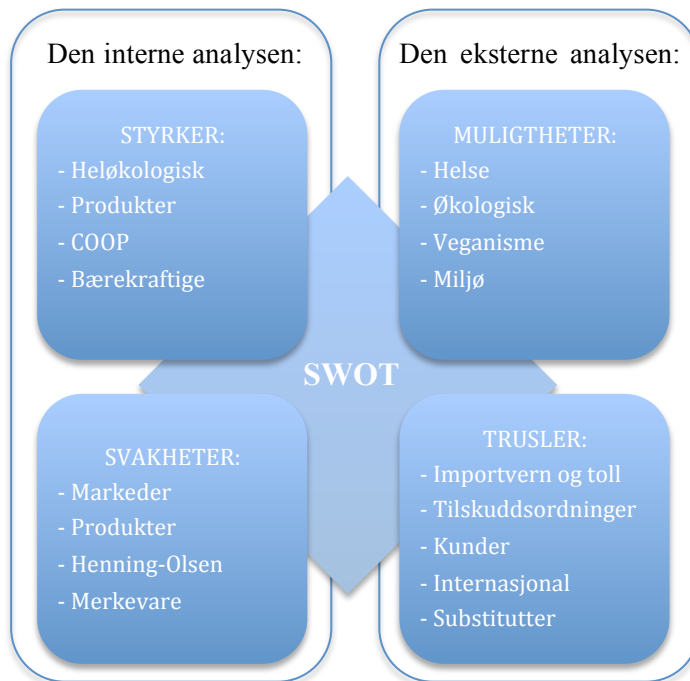
4.4 Oppsummering av strategisk analyse

Funnene fra den strategiske analysen vil bli oppsummert i SWOT-rammeverket. SWOT er et akronym for *Strength, Weakness, Opportunities* og *Treaths* (Johnson et. al., 2012). Gjennom den interne og eksterne analysen er Rørosmeieriets sterke og svake sider, og bransjens muligheter og trusler identifisert. Hensikten med rammeverket er at selskapet bør utnytte mulighetene, nøytralisere truslene, opprettholde de sterke sidene og forbedre eller unngå de svake sidene.

Ut fra den interne analysen kommer man fram til styrkene og svakhetene i selskapet. Av styrker trekkes frem *heløkologisk meieri, unike produkter, samarbeidet med COOP* og *bærekraft*. Økologisk mat blir stadig mer etterspurt og Rørosmeieriet differensierer seg fra konkurrentene ved å være et heløkologisk meieri. Videre produserer meieriet unike produkter med røtter til Røros-traktene. Samarbeidet med COOP gir økt lønnsomhet og fører til stabilt salg. Likevel kan samarbeidet med COOP utnyttes bedre ved å få inn andre produkter enn melk. I tillegg viser en undersøkelse at Rørosmeieriet er kjent for å være

bærekraftig blant forbrukerne. Av svakheter trekkes frem *utnyttelse av markeder, produktutvalg, og Hennig-Olsen og svak merkevare*. Rørosmeieriet produserer hovedsakelig melk, og utnytter dermed andre markeder i meieribransjen dårlig. I tillegg er det lite differensiert produktutvalg med få smaker. Meieriet leverer fløte til kun et av Hennig-Olsens produkter, og anses dermed som en svakhet. Meieriet har i tillegg en svakere merkevare enn deres konkurrenter.

Ut fra den eksterne analysen kommer man fram til mulighetene og truslene i bransjen. Av muligheter vil *helse og økologi* trekkes frem. Ved å markedsføre og bevisstgjøre forbrukeren om sunne meierialternativer kan bransjen øke lønnsomheten. I tillegg kan bransjelønnsomheten økes ved produktutvikling som fokuserer på helseaspektet. Det økende fokus på økologi og forbrukerens betalingsvillighet for økologiske produkter kan i tillegg utgjøre en mulighet til å øke lønnsomheten. Det eksisterer også muligheter innenfor veganisme, men forholdet vil sannsynlig gjøre en større trussel for bransjens lønnsomhet. Av trusler vil *tilskuddsordninger, importvern og toll, kunder, internasjonale aktører, substitutter og manglende tilgang på råvarer* trekkes frem. Meierimarkedet er strengt regulert ved blant annet importvern og høye tollavgifter, og et internasjonalt press fra eksempelvis EU kan true disse forholdene ved krav om å øke importkvotene, redusere tollavgifter eller åpne grensene for internasjonal konkurranse. Dette kan føre til flere internasjonale aktører i markedet, og utgjør en trussel for rivalisering i bransjen. Både importvernet og tilskuddsordninger kan bli påvirket av økonomisk forhold og regjeringssammensetningen i Norge. Fremskrittspartiet med deres ideologi om fri konkurranse kan derfor utgjøre en trussel for bransjen. Kundene har makt over hvilke produkter som når forbrukerne, og de vil derfor ha muligheten til utgjøre en trussel. Det finnes flere substitutter for melk og meieriprodukter, og i den senere tid er plantebaserte varianter av melk og meieriprodukter blitt mer attraktivt noe som utgjør en trussel for bransjen. Videre kan økende salg og etterspørsel etter økologisk melk sammen med reduserende økologisk landbruk føre til manglende tilgang på økologiske råvarer, og dermed utgjøre en trussel på sikt. Andre marginale trusler er veganisme og reduksjon av matsvinn. På neste side i figur 4.3 oppsummeres resultatene fra SWOT-rammeverket.



Figur 4.3: Oppsummering av strategisk analyse i SWOT-rammeverket.

5. Regnskapsanalyse

I denne delen av utredningen fra kapittel 5 til og med kapittel 8, utføres en kvantitativ regnskapsanalyse for å avdekke og klargjøre de underliggende økonomiske forholdene. Dette vil gi innsikt i Rørrosmeieriets historiske og nåværende posisjon, og sammen med den strategiske analysen (kapittel 4) legger det grunnlaget for framtidsregnskapet i kapittel 9. Regnskapsanalysen følger rammeverket til Knivsfå (2018c), og består av fire steg som er ytterligere forklart under.

5.1 Rammeverk

Rammeverket til Knivsfå (2018c) følger fire steg:

Steg 1: Trailing

Steg 2: Omgruppering

Steg 3: Analyse og justering av målefeil

Steg 4: Forholdstallanalyse av risiko og rentabilitet

Steg 1: Trailing

I det første steget utarbeides en trailing ved bruk av kvartalstall for innværende år og regnskapstall fra fjoråret til å estimere innværende årsregnskap. Denne verdsettelsen bruker offentlig informasjon. På grunn av mangelfull tilgang på offentlig regnskapsinformasjon fra Rørrosmeieriet utføres ikke trailing av regnskapet. Det finnes verken offentlig rapporterte kvartalstall for 2018 eller regnskapstall fra 2017. Det blir derfor benyttet eldre regnskapstall som kan føre til mindre treffsikkerhet og pålitelighet ved verdiestimatet.

Steg 2: Omgruppering

I det andre steget omgrupperes rapporterte regnskapstall. Omgrupperingen gjøres fordi det er mer relevant med et investororientert fokus i en verdsettelse, og de rapporterte regnskapstallene fra årsrapporten har et kreditororientert fokus (Penman, 2013). Ved å omgruppere regnskapstallene skilles det mellom driftsrelaterte og finansielle poster, samt normale og unormale poster (Knivsfå, 2018d).

Steg 3: Analyse og justering av målefeil

I det tredje steget analyseres og justeres målefeil for det omgrupperte regnskapet. Det kan forekomme uklar, upresis eller imperfekt rapportering av regnskapstall, og derfor kan disse tallene inneholde et eventuelt tillegg av målefeil. Ved å analysere og justere for eventuelle målefeil, vil man få bedre innsikt i underliggende økonomisk forhold. Disse justeringene kan også medføre støy i regnskapstallene, ettersom det eksisterer asymmetrisk informasjon mellom eksterne aktører og interne regnskapsførere.

Steg 4: Forholdstallanalyse av risiko og rentabilitet

I det fjerde og siste steget analyseres forholdstallene basert på omgruppert og justert regnskapstall. Formålet med denne analysen er å gi et bedre innblikk i den underliggende risikoen og lønnsomheten (Penman, 2013). Det fører til to forholdsanalyser, *analyse av risikoen* og *analyse av rentabiliteten*, som til slutt blir oppsummert i en syntetisk rating der selskapene blir tildelt en karakter som gjenspeiler risikoen.

5.1.1 Praktiske valg

For å gjennomføre regnskapsanalysen er det behov for å ta praktiske avgjørelser om *analysenivå*, *analyseperiode* og *komparative virksomheter*.

Valg av analysenivå

Virksomheter har ulike forretningsområder, og dette gir grunnlag for å analysere forretningsområdene hver for seg. Dette er vanskelig å utføre i praksis, ettersom tilgang på regnskapsinformasjon fordelt på forretningsområdene som oftest er svært begrenset. Rørosmeieriet har et svært konsentrert forretningsområde ved at de foredler melk og andre meieriprodukter. Melken blir levert på meieriet av Tine Råvare, og grossister henter meieriproduktene hos meieriet. På bakgrunn av dette er det ikke nødvendig å skille forretningsområdene til Rørosmeieriet, og et samlet analysenivå blir dermed valgt.

Valg av analyseperiode

Ved regnskapsanalyse er det nødvendig å velge en analyseperiode, altså hvor langt tilbake i tid man skal analysere. Analyseperioden vil avhenge av stabiliteten til selskapet. Hvis en virksomhet er stabil over tid, altså virksomheten driver med det samme, bør en velge en lengre analyseperiode enn hvis virksomheten endrer seg over tid. Dette er fordi eldre regnskapstall er mindre relevante og dermed lite representative i en ustabil virksomhet enn i en stabil én (Knivsflå, 2018c). Rørosmeieriet ble stiftet i 2001, og opplevde flere ustabile år

før utviklingen snudde i 2009. Siden 2010 har selskapet hatt en betydelig vekst, og dette gir grunnlag for en lengre analyseperiode. Knivsflå (2018c) foreslår en analyseperiode på ti år for en stabil virksomhet over tid. Rørosmeieriet har kun hatt en stabil vekst de siste 7 årene (i følge tilgjengelige regnskapstall), og denne stabile perioden benyttes som analyseperiode.

Valg av komparative virksomheter

Ved regnskapsanalyse er det behov for en sammenlignbar målestokk, og dermed et behov for å velge komparative virksomheter som er ytterligere diskutert i delkapittel 2.3 (Knivsflå, 2018c). De komparative virksomhetene er valgt basert på homogen drift. Det er spesielt lagt vekt på at de komparative selskapene leverer melk, ettersom Rørosmeieriet hovedsakelig leverer melk. Det er få selskap som driver komparativ drift, og dermed utgjør kun Tine og Q-meieriene komparative selskap. Det ville selvfølgelig vært bedre med et bredere utvalg av komparative virksomheter, men det er her gjort en begrensning for å beholde et bedre sammenligningsgrunnlag. Til tross for dette kan det diskuteres hvorvidt Tine bør inngå i sammenligningsgrunnlaget, basert på selskapets betydelige virksomhet i produksjon av flere andre produkter som blant annet is, ost og juice. Videre er Rørosmeieriet inkludert i sammenligningsgrunnlaget, ettersom bransjegjennomsnittet brukes som sammenligningsgrunnlag i strategiske regnskapsanalyser (Knivsflå, 2018c).

5.2 Presentasjon av regnskapstall

I denne delen presenteres Rørosmeieriets resultatregnskap, balanse og endring av egenkapitalen i analyseperioden 2011-2016. Rørosmeieriet benytter regnskapsregler for små foretak og rapporterer etter regnskapslovens alminnelige regler (Proff, 2018c). Tallene er hentet fra tidligere årsrapporter og de er oppgitt i 1000 NOK.

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter	20 301	32 432	36 669	49 887	78 480	101 784	142 396
Prisutjevningssavgift/ prisutjevningstilskudd	-587	-2 967	-3 103	-4 561	-7 953	-10 362	-13 286
Annen driftsinntekt	124	310	1 089	1 297	2 531	3 529	2 880
Sum inntekter	19 838	29 774	34 655	46 623	73 058	94 951	131 990
Endringer i beholdning av varer under tilvirkning og ferdige	-29	-84	62	-88	-53	45	-333
Varekostnad	12 637	19 071	21 456	26 891	42 878	55 717	79 643
Lønnskostnad	3 099	4 832	6 122	7 350	10 128	12 633	15 324
Avskrivninger på varige driftsmidler	281	324	513	832	935	1 995	3 149
Innleid personale	-	-	-	-	-	260	570
Annen driftskostnad	3 049	4 386	5 096	7 048	11 112	12 516	19 024
Sum kostnader	19 037	28 529	33 248	42 035	65 000	83 166	117 378
Driftsresultat	801	1 245	1 407	4 588	8 058	11 785	14 612
Annen renteinntekt	35	69	37	78	176	116	163
Annen finansinntekt	1	2	1	-	-	5	62
Sum finansinntekter	36	71	38	78	176	121	225
Nedskrivninger av finansielle anleggsmidler	22	10	-	-72	-	-	-
Annen rentekostnad	46	12	29	92	28	141	183
Annen finanskostnad	-	-	1	3	1	16	25
Sum finanskostnader	67	22	29	23	19	157	207
Netto finans	-31	49	8	55	147	-36	18
Ordinært resultat før skattekostnad	769	1 294	1 415	4 643	8 205	11 749	14 630
Skattekostnad på ordinært resultat	226	370	402	971	1 811	2 269	2 801
Ordinært resultat etter skattekostnad	544	925	1 013	3 672	6 394	9 480	11 829
Årsresultat	544	925	1 013	3 672	6 394	9 480	11 829
Årsresultat etter minoritetsinteresser	544	925	1 013	3 672	6 394	9 480	11 829
Utbytte	-	-	129	330	330	330	660
Overføringer annen egenkapital	544	925	884	3 342	6 064	9 150	11 169
Sum overføringer og disponeringer	544	925	1 013	3 672	6 394	9 480	11 829

Tabell 5.1: Resultatregnskap for Rørosmeieriet i perioden 2010-2016. Tall hentet fra årsrapporter.

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EIENDELER							
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	-	-	-	-	125	9 572	9 890
Maskiner og anlegg	-	-	4 712	4 738	5 410	18 880	17 645
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontor, m.	1 057	1 178	202	183	253	507	2 105
Investering i datterselskap	-	-	-	-	4 693	-	-
Lån til foretak i samme konsern	-	-	-	-	200	-	-
Investeringer i tilknyttet selskap	-	1 571	1 716	1 933	120	120	145
Investeringer i aksjer og andeler	109	59	59	59	59	33	8
Andre fordringer	3	1	1	-	803	373	98
Sum anleggsmidler	1 170	2 809	6 690	6 913	11 662	29 485	29 890
Varer	851	1 099	1 266	1 143	1 861	2 949	3 815
Kundefordringer	941	1 757	1 378	2 017	3 117	2 830	6 438
Netto til gode skatt	-	-	-	164	-	1 176	29
Andre fordringer	598	436	1 590	366	661	1 713	2 219
Bankinnskudd	2 680	2 491	754	7 724	9 809	7 903	18 742
Sum omløpsmidler	5 069	5 782	4 989	11 414	15 447	16 570	31 242
SUM EIENDELER	6 239	8 591	11 679	18 327	27 110	46 055	61 133
EGENKAPITAL OG GJELD							
Selskapskapital	2 584	2 584	2 584	3 299	3 299	3 299	3 299
Overkursfond	-	-	-	1 788	1 788	1 788	1 788
Annen egenkapital	695	1 620	2 504	5 846	11 910	20 959	32 128
Sum egenkapital	3 279	4 204	5 088	10 932	16 996	26 046	37 215
Utsatt skatt	19	22	190	225	334	2 615	2 664
Gjeld til kredittinstitusjoner	452	-	983	1 283	-	6 110	5 428
Sum langsiktig gjeld	471	22	1 173	1 508	334	8 725	8 092
Leverandørgjeld	1 772	2 887	3 768	3 329	5 381	6 143	10 048
Betalbar skatt	26	366	235	-	40	-	-
Skyldig offentlige avgifter	195	237	336	450	630	711	926
Mottatt, ikke opptjent tilskudd	-	-	50	-	-	-	-
Utbytte	-	-	129	330	330	330	660
Kortsiktig konserngjeld	-	-	-	-	470	-	-
Annen kortsiktig gjeld	495	875	890	1 777	2 929	4 100	4 191
Sum kortsiktig gjeld	2 488	4 365	5 418	5 886	9 780	11 284	15 825
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	6 239	8 591	11 679	18 327	27 110	46 055	61 133

Tabell 5.2: Balanse for Rørosmeieriet i perioden 2010-2016. Tall hentet fra årsrapporter.

5.3 Omgruppering

Rørosmeieriet følger norsk god regnskapsskikk (NGRS), og resultat- og balanseoppstillingen deres er dermed mer kreditororientert. I følgende delkapittel omgrupperes denne

oppstillingen til et mer investororientert fokus. Formålet er å forbedre regnskapet til videre analyse.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Hensikten med omgruppering er å fremme regnskapsposter som er av interesse for investorer. Først identifiseres verdiskapningen fra de driftsrelaterte- og finansielle postene fordelt på eiere, kreditorer og skattemyndighetene for å øke fokuset på rentabilitet og vekst. Videre skilles unormale og normale poster for å predikere fremtiden bedre. Knivsflå (2018d) deler omgrupperingen inn i fire steg:

Steg 1: Identifiser det fullstendige nettoresultatet

Steg 2: Fordel fullstendig nettoresultat

Steg 3: Identifiser unormale og normale poster

Steg 4: Fordel skattekostnaden

Steg 1: Identifiser det fullstendige nettoresultatet

I det første steget identifiseres det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen ved formelen:

$$FNR = RES + AFR + DSP,$$

der *RES* er det rapporterte årsresultatet, *AFR* er annet fullstendig resultat og *DSP* er eventuell ”dirty surplus” (Knivsflå, 2018d).

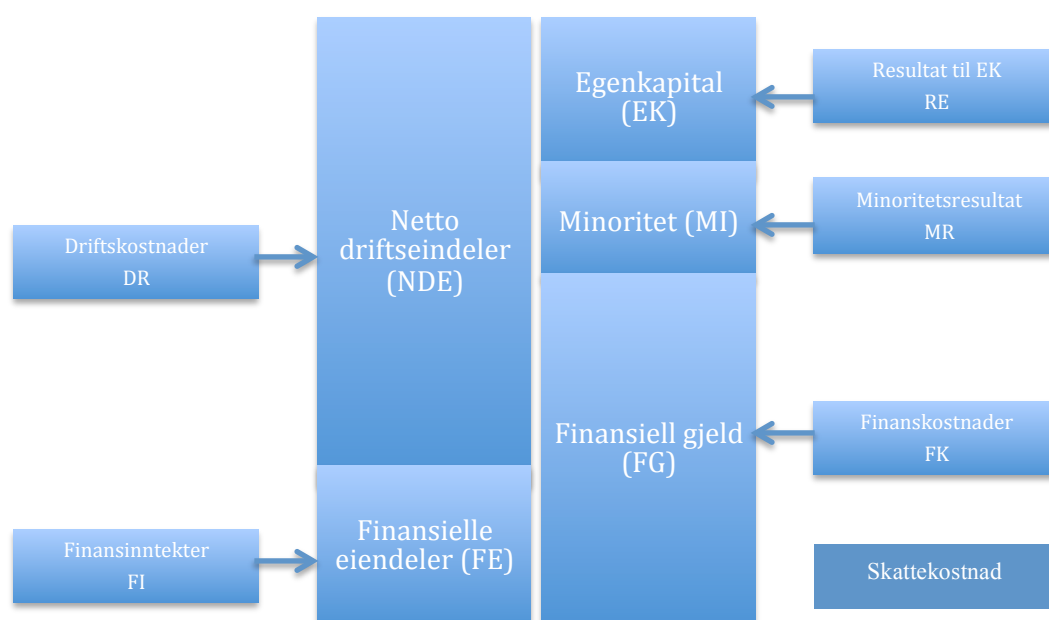
Etter International Financial Reporting Standards (IFRS) benyttes hovedregelen om å resultatføre alle inntekter og kostnader, med unntak av når andre standarder tillater eller krever noe annet. Disse unntakene rapporteres under ”other comprehensive income”, altså annet fullstendig resultat. Dette eksisterer ikke i NFRS som Rørosmeieriet rapporterer etter, og dermed tilsvarer annet fullstendig resultat i dette tilfellet null. Videre kan inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen som bryter med regnskapsloven og kongruensprinsippet. Egenkapitalen kan dermed kun endres ved opptjent egenkapital og egenkapitaltransaksjoner. Andre endringer i egenkapitalen vil følgelig være ”dirty surplus”. Ved gjennomgang av Rørosmeieriets regnskap er det kun endringer i egenkapital ved opptjent egenkapital og egenkapitaltransaksjoner i form av aksjeemisjon og fusjon, og dermed ingen ”dirty surplus”. Det fullstendige nettoresultatet tilsvarer derfor det rapporterte årsresultatet for Rørosmeieriet.

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Årsresultat (RES)	544	925	1 013	3 672	6 394	9 480	11 829
+ Annet fullstendig resultat (AFR)	-	-	-	-	-	-	-
+ ”Dirty surplus” (DSP)	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat (FNR)	544	925	1 013	3 672	6 394	9 480	11 829

Tabell 5.3: Fullstendig nettoresultat til Rørosmeieriet i perioden 2010-2016.

Steg 2: Fordel fullstendig resultat

I det andre steget fordeles det fullstendige nettoresultatet på driftsrelaterte- og finansielle poster. Videre fordeles resultatet på de ulike kapitalene i balansen som illustrert i figur 5.1 under. Grunnen til denne fordelingen er for å gi innsikt i kildene til resultatet.



Figur 5.1: Sammenhengen mellom balansen og resultatet før skatt (Knivsflå, 2018d).

De tilknyttede selskapene er selskap med en eierdel på ofte 20 til 50 prosent, og bør skilles på driftsrelaterte- og finansielle poster etter hvorvidt investeringene er knyttet til selve driften. Investeringer nært knyttet til driften i Rørosmeieriet bør inngå i den driftsrelaterteposten, og dersom dette ikke er tilfelle bør det inngå i den finansielle posten (Knivsflå, 2018d). De tilknyttede selskapene til Rørosmeieriet har variert over analyseperioden. Rørosmat SA har vært et tilknyttet selskap gjennom hele perioden, siden de merker lokalmat (Rørosmat, 2018). Videre var Rørosmeieriet Eiendom AS et tilknyttet selskap fra 2011 til 2013 som da eide produksjonsanlegget meieriet benyttet (Firmanett, 2018). Norske smaksopplevelser AS har vært et tilknyttet selskap siden 2015, og driver et salgssamarbeid mellom produsenter av lokalmat (Buskoven, 2018). Disse tilknyttede

selskapene er derfor tett knyttet opp til driften i Rørosmeieriet, og bør på grunnlag av dette inngå i den driftsrelaterte posten. Diskontinuerlig virksomhet, altså virksomhet som selges eller avvikles, inngår som en del av den finansielle posten. Det er tidligere funnet ut at verken annet fullstendig resultat eller ”dirty surplus” eksisterer for Rørosmeieriet, og disse postene blir dermed sett bort ifra her. Tabell 5.4 og 5.5 under viser inndelingen av det fullstendige driftsresultatet og finansresultatet før skatt:

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	19 838	29 774	34 655	46 623	73 058	94 951	131 990
- Driftskostnader	19 037	28 529	33 248	42 035	65 000	83 166	117 378
= Driftsresultat i egen virksomhet	801	1 245	1 407	4 588	8 058	11 785	14 612
+ Driftsresultat fra tilknyttede virksomhet	-22	-	-	72	-	-	-
= Fullstendig driftsresultat før skatt	779	1 245	1 407	4 660	8 058	11 785	14 612

Tabell 5.4: Fullstendig driftsresultat før skatt til Rørosmeieriet i perioden 2010-2016.

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekt	36	71	38	77	176	121	225
- Finanskostnad	46	22	29	95	29	157	207
= Fullstendig finansresultat før skatt	-10	49	8	-18	147	-36	18

Tabell 5.5: Fullstendig finansresultat før skatt for Rørosmeieriet i perioden 2010-2016.

Steg 3: Identifiser unormale og normale poster

I det tredje steget skilles de unormale postene fra de normale innen driftsrelatert poster og finansielle poster. Det normale resultatet er relevant for framskrivning, ettersom de normale poster vil bedre predikere fremtidig resultat enn ved å inkludere de unormale postene. De normale postene er ofte varige eller permanente, og defineres som poster som forventes å komme tilbake periode etter periode. Dette gjør dem mer relevante for fremtiden enn unormale poster som oppstår svært sjeldent (en eller få ganger) og har innvirkning på et begrenset antall perioder. Mangelfull informasjon gjør det vanskelig å skille mellom unormale og normale poster (Knivsfå, 2018d). Under andre driftsinntekter identifiseres noen unormale poster for Rørosmeieriet som ulike tilskudd og premier. De to siste årene har Rørosmeieriet innleid personalet. Det er ikke gitt uttrykk for om det innleide personale vil vedvare, og derfor identifiseres kostnaden som unormal. Siden den innleide personalkostnaden øker er det mulig den vil vedvare. Driftsresultat fra tilknyttede virksomheter identifiseres som unormalt ettersom dette er nedskrivning og reversering av nedskrivning som oppstår sjeldent. Det identifiseres også unormale finansielle poster ved nedskrivning av aksjer i 2013 og tap av salg av aksjer i 2015. Videre finnes intet skille

mellom normal og unormal skattekostnad, og følgelig anses skattekostnaden å være normal. Tabell 5.5 og 5.6 under viser inndelingen av det unormale driftsresultatet og finansresultatet:

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Andre inntekter	124	10	910	1 150	2 486	3 529	2 880
- Innleid personale	-	-	-	-	-	570	260
= Unormalt driftsresultat	124	10	910	1 150	2 486	2 959	2 620

Tabell 5.6: Unormalt driftsresultat til Rørosmeieriet i perioden 2010-2016.

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
- Nedskrivning av aksjer	-	10	-	-72	-	-	-
- Finanskostnad	-	-	-	-	-	16	-
= Unormalt finansresultat	-	-10	-	72	-	-16	-

Tabell 5.7: Unormalt finansresultat for Rørosmeieriet i perioden 2010-2016.

Steg 4: Fordel skattekostnaden

Til slutt i det fjerde steget fordeles skattekostnaden til driftsresultatet og finansresultatet på både de normale og unormale postene. Først beregnes skatten på de normale og unormale finansielle postene før den resterende skattekostnaden fordeles på den normale og unormale driften. Ved å fordele skattekostnaden kan man oppnå mer korrekte nettoresultat.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Selskapsskattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %

Tabell 5.8: Selskapsskattesatsen for Rørosmeieriet i perioden 2010-2016.

Selskapsskattesatsen har endret seg over analyseperioden som vist i tabell 5.8. Denne skattesatsen benyttes for å beregne skatt på finanskostnad. Skattesatsen på finansinntekter er ofte lavere enn selskapsskattesatsen ettersom inntekter fra aksjeinvesteringer er skattefrie etter fritaksmodellen. Finansinntektene består hovedsakelig av renteinntekter, videre består posten annen finansinntekter hovedsakelig av aksjeinvesteringer frem til 2015 der det ikke er spesifisert. Likevel antas det at finansinntektene fremdeles kommer fra investeringer og finansinntektsskattesatsen er beregnet ut ifra denne antagelsen. Formelen til Knivsflå (2018d) benyttes for å beregne effektiv finansinntektsskattesatsen:

$$\frac{sss * renteinntekter + 0 * utbytte}{finansinntekter},$$

der sss er selskapsskattesatsen.

De beregnede finansinntektsskattesatsene vises i tabell 5.9, og brukes til å skattlegge finansinntektene, samt det unormale finansresultatet. Videre beregnes driftsskattesatsen og

den normaliserte driftsskattesatsen for å skattlegge driftsresultatet. Driftsskattesatsen beregnes ut ifra formelen til Knivsfå (2018d):

$$\frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR},$$

der *NKS* er den rapporterte skattekostnaden subtrahert den unormale skattekostnaden, *f_{iss}* er finansinntektsskattesatsen, *FI* er normale finansinntekter, *u_{frss}* er unormal finansresultatskattesatsen som her er finansinntektsskattesatsen, *UFR* er unormalt finansresultat, *f_{kss}* er finanskostnadskattesatsen som her er selskapsskattekostnaden, *FK* er normale finanskostnader, *DR* er driftsresultat og *UDR* er unormalt driftsresultat.

Driftsskattesatsen er vist i tabell 5.9, og brukes til å beregne den normaliserte skattesatsen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	ndss
Finansinntektsskattesatsen	27%	27%	27%	28%	27%	26%	18%	
Driftsskattesatsen (dss)	30%	29%	29%	21%	23%	19%	19%	24%

Tabell 5.9: Beregnet skattesatser for Rørosmeieriet i perioden 2010-2016.

Den normaliserte driftsskattesatsen (*ndss*) er gjennomsnittet av driftsskattesatsene, og er beregnet til 24% som vist ovenfor. Denne brukes til å skattlegge driftsresultatet i egen virksomhet. Videre brukes driftsskattesatsen (*dss*) for hvert av årene til å skattlegge det unormale driftsresultatet og unormal skatt på normalt driftsresultat. Tabell 5.10 under viser fordelingen av skattekostnaden til Rørosmeieriet:

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsskattekostnad	162	296	119	825	1 337	2 118	2 878
+ Skatt på finansinntekt	10	19	10	22	48	31	41
- Skatt på finanskostnad	13	3	8	47	8	38	52
+ Skatt på unormal driftsresultat	37	3	260	239	561	562	500
+ Unormal skatt på normal drift	31	62	25	-103	-56	-441	-600
+ Skatt på unormal finansresultat	-	-3	-	20	-	-4	-
+ Unormal skatt	-	-	-	-	-	-	-
= Rapportert skattekostnad	226	370	402	971	1 811	2 269	2 801

Tabell 5.10: Fordeling av skattekostnaden i perioden 2010-2016.

Omgruppert resultatregnskap

Før det omgrupperte resultatregnskapet er fullstendig, omgrupperes avsatt egenkapital fra kortsiktig gjeld til egenkapital, ettersom det er mest hensiktsmessig fra et investorperspektiv. Ut fra de fire stegene ovenfor er resultatregnskapet omgruppert som tabell 5.11 under viser:

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	19 714	29 764	33 745	45 473	70 572	91 422	129 110
- Driftskostnader	19 037	28 529	33 248	42 035	65 000	82 596	117 118
= Driftsresultat i egen virksomhet	677	1 235	497	3 438	5 572	8 826	11 992
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	162	296	119	825	1 337	2 118	2 878
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	515	939	378	2 613	4 235	6 708	9 114
+ Netto driftsresultat fra tilknyttet virksomhet	-22	-	-	72	-	-	-
= Netto driftsresultat	493	939	378	2 685	4 235	6 708	9 114
+ Netto finansinntekt	26	52	28	56	128	90	185
= Netto resultat til sysselsatt kapital	519	990	405	2 741	4 363	6 797	9 298
- Netto finanskostnad	33	9	21	120	21	103	155
= Netto resultat til egenkapital	486	982	385	2 621	4 342	6 694	9 143
+ Unormalt netto driftsresultat	56	-55	625	1 014	1 981	2 838	2 720
+ Unormalt netto finansresultat	-	-7	-	52	-	-12	-
= Fullstendig netto resultat til egenkapital	544	925	1 013	3 672	6 394	9 480	11 829
- Netto utbetalt utbytte	-	-	129	330	330	330	660
= Endring i egenkapital	544	925	884	3 342	6 064	9 150	11 169

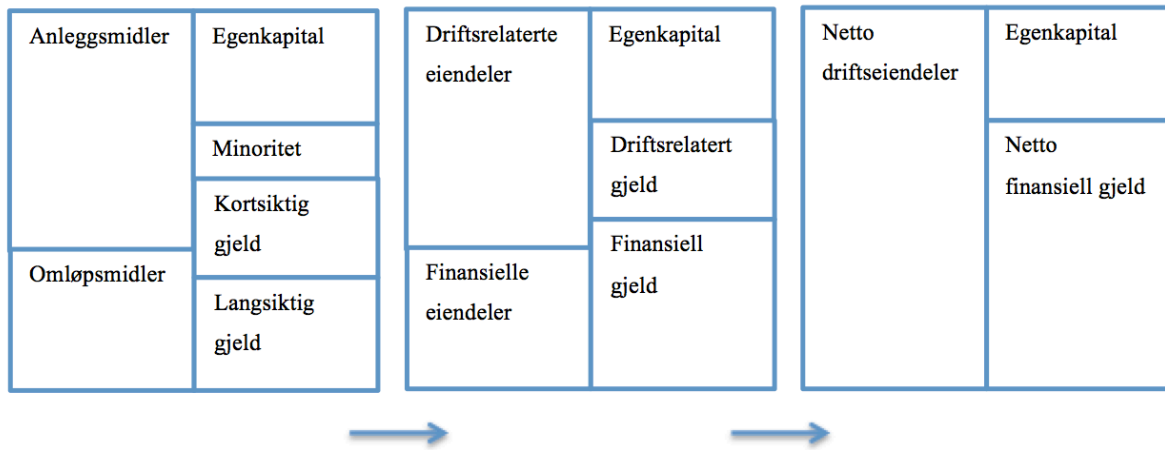
Tabell 5.11: Omgruppert resultatregnskap for Rørosmeieriet i perioden 2010-2016

5.3.2 Omgruppering av balansen

I følgende delkapittel vil balansen omgrupperes ved å endre fokuset til sysselsatt kapital og netto driftskapital. Det er hovedsakelig drift som skaper verdiene, og det er dermed hensiktsmessig å omgruppere eiendeler og gjeld til netto driftsrelaterte- og finansielle eiendeler og gjeld (Knivsflå, 2018e). Denne omgrupperingen vil gi bedre mulighet for å avdekke Rørosmeieriets evne til å skape verdier. Omgrupperingen er vist i figur 5.2, og består av å identifiseres de driftsrelaterte- og finansielle postene i balansen før netto driftseiendeler og finansiell gjeld blir beregnet ved bruk av formlene:

$$\text{Netto drifseiendeler} = \text{driftseiendeler} - \text{driftsgjeld}$$

$$\text{Netto finansiell gjeld} = \text{finansielle eiendeler} - \text{finansiell gjeld}$$



Figur 5.2: Omgruppering av balansen for sysselsatt kapital og driftskapital (Knivslå, 2018e)

Anleggsmidler

Under anleggsmidler kategoriseres postene *Tomter, bygninger og annen fast eiendom, Maskiner og anlegg og Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontor m.* som varige driftsmidler i årsrapportene, og dermed klassifiseres disse som driftsrelaterte eiendeler. Videre anses *Investeringer i tilknyttet selskap, Investering i datterselskap og Lån til foretak i samme konsern* å være driftsrelaterte eiendeler for å oppnå konsistens mellom resultatregnskapet og balanse. *Investeringer i aksjer og andeler og Andre fordringer* kategoriseres som finansielle anleggsmidler i årsrapportene, og klassifiseres derfor som finansielle eiendeler.

Omløpsmidler

Varer og Kundefordringer klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler. Andre fordringer er ikke spesifisert i flere av årsrapportene, men i de årene disse fordringene er noe spesifisert handler det om tilskudd. Disse tilskuddene er nært knyttet til driften, og derfor kategoriseres disse som driftsrelaterte eiendeler. Videre anses også *Netto til gode skatt* som en driftsrelatert eiendel, ettersom skatt hovedsakelig opparbeides gjennom ordinær drift. Den offentlige tilgjengelig informasjonen gjør det også vanskelig å skille driftsrelatert og finansiell skatt. *Bankinnskudd* kategoriseres til finansiell eiendel. Det hadde vært bedre å klassifisere en mindre andel likvide midler til driftsrelaterte eiendeler, siden disse er nødvendig for å betale løpende driftsforpliktelser. Denne andelen er vanskelig å estimere, og derfor utgjør *Bankinnskudd* kun en finansiell eiendel.

Langsiktig gjeld

Utsatt skatt blir i likhet med *Netto til gode skatt* ansett å være driftsrelatert, siden skatt hovedsakelig opparbeides gjennom drift. Videre antas den langsiktige gjelden å være rentebærende, og derfor klassifiseres *Gjeld til kredittinstitusjoner* som en finansiell gjeld.

Kortsiktig gjeld

Leverandørgjeld og *Skyldig offentlige avgifter* anses å være tilknyttet driften, og blir derfor klassifisert som driftsrelatert gjeld. Videre blir *Betalbar skatt* i likhet med andre skatteposter også klassifisert som driftsrelatert. *Annen kortsiktig gjeld* antas å inneholde påløpte feriepenger, og derfor er den klassifisert som driftsrelatert gjeld. Det er likevel nødvendig å påpeke usikkerheten til denne klassifiseringen ettersom den er utført på vage antagelser. Videre antas *Kortsiktig konserngjeld* og *Mottatt, ikke opptjent tilskudd* å være tilknyttet driften til selskapet, og derfor klassifiseres denne posten som driftsrelatert gjeld. Utbytte fører til en endring i egenkapitalen med et investororientert perspektiv, og derfor blir *Utbytte* ansett som egenkapital og ikke kortsiktig gjeld.

Omgruppert balanse

De omgrupperte balansene er presentert i tabell 5.12 og 5.13 under:

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 038	2 727	6 440	6 629	10 467	26 464	27 121
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-98	-1 073	-1 045	-1 866	-3 811	-2 286	-2 664
= Netto driftseiendeler	940	1 654	5 395	4 763	6 656	24 178	24 457
+ Finansielle eiendeler	2 792	2 551	814	7 783	10 671	8 309	18 848
= Sysselsatte eiendeler	3 732	4 205	6 209	12 546	17 327	32 487	43 305
Egenkapital	3 279	4 204	5 217	11 262	17 326	26 376	37 875
+ Minoritetsinteresser							
+ Finansiell gjeld	452	-	983	1 283	-	6 110	5 428
= Sysselsatt kapital	3 731	4 204	6 200	12 545	17 326	32 486	43 303

Tabell 5.12: Omgruppert balanse for sysselsatt kapital til Rørosmeieriet i perioden 2010-2016

Alle tall i 1000	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 038	2 727	6 440	6 629	10 467	26 464	27 121
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-98	-1 073	-1 045	-1 866	-3 811	-2 286	-2 664
= Netto driftseiendeler	940	1 654	5 395	4 763	6 656	24 178	24 457
Egenkapital	3 279	4 204	5 217	11 262	17 326	26 376	37 875
+ Minoritetsinteresser							
+ Netto finansiell gjeld	-2 340	-2 551	169	-6 500	-10 671	-2 199	-13 420
= Netto driftskapital	939	1 653	5 386	4 762	6 655	24 177	24 455

Tabell 5.13: Omgruppert balanse for netto driftskapital til Rørosmeieriet i perioden 2010-2016

5.4 Justering av målefeil

Det er ulike meninger om justering av målefeil er nødvendig. Altså, å endre regnskapstall for bedre å reflektere de underliggende økonomiske forholdene. Det argumenteres for hvorvidt god regnskapsskikk hindrer målefeil, og i hvilken grad eventuelle justeringer kan tilføye støy

til regnskapstallene (Knivsflå, 2018h). Det skilles mellom tre typer målefeil. Målefeil av type 1 skyldes superprofitt, altså en strategisk fordel. Denne feilen er ønskelig, og dermed ikke nødvendig å justere for. Målefeil av type 2 skyldes regnskapsregler og målefeil av type 3 skyldes kreativ regnskapsføring, og disse målefeilene kan tilføye støy til regnskapet. På grunn av manglende informasjon vil kun justering for målefeil av type 2 bli gjennomført (Knivsflå, 2018g). Som oftest justeres et mindre antall av målefeil for å unngå unødvendig støy (Knivsflå, 2018h).

Manglende balanseføring

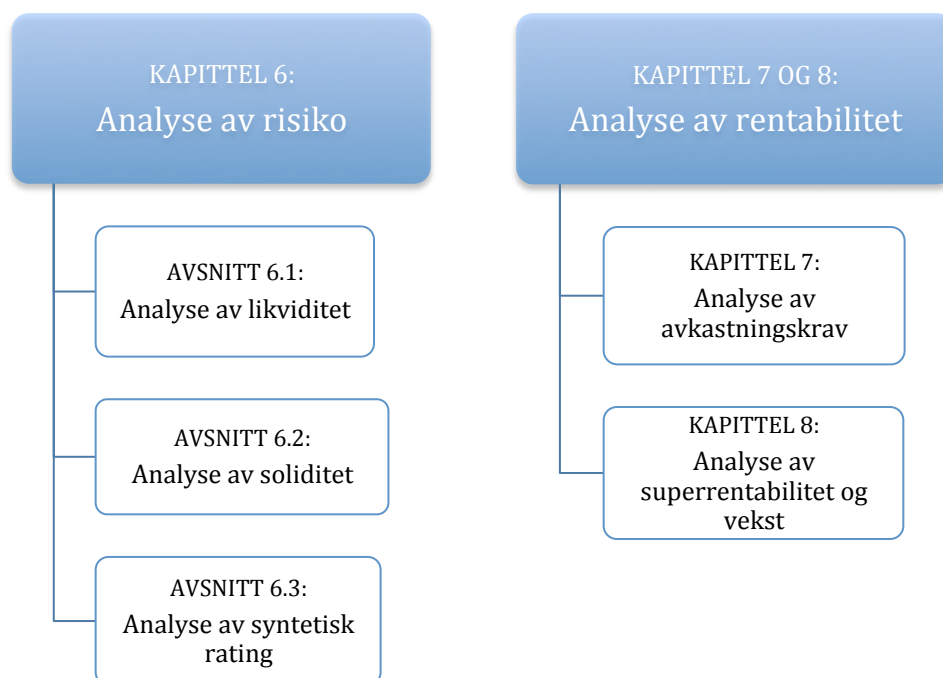
Kostnader knyttet til eksempelvis FoU kan ha en fremtidig verdi. Det kan føre til målefeil ettersom kostnadene kan anses å være investert kapital som ikke balanseføres. I regnskapsloven gjør en unntaksregel det mulig å kostnadsføre egenutviklet forskning og utvikling (Hekestad, 2018). Ved manglende balanseføring kan rentabiliteten oppfattes høyere enn den virkelige rentabiliteten, og derfor nødvendig for å justere målefeilen. Rørøsmøieriet presiseres verken kostnaden knyttet til FoU-prosjektene eller hvorvidt kostnaden av FoU balanseføres, og følgelig justeres det ikke for målefeil på grunn av manglende regnskapsinformasjon fra et eksternt perspektiv.

Videre fører operasjonell leasing også til manglende balanseføring ettersom denne posten ikke balanseføres etter regnskapsloven. Det kan føre til at kapitalen blir undervurdert og lønnsomheten overvurdert (Koller et al, 2010). Likevel er effekten oftest marginal og en justering kan tilføye mer støy (Kaldestad og Møller, 2014). Det rapporteres om operasjonell leasing i 2015 og 2016 i Rørøsmøieriets årsrapporter. Til tross for dette justeres det ikke for målefeil 2 under denne posten på bakgrunn av manglende informasjon og fare for å tilføye unødvendig støy. Det blir dermed heller ikke justert for målefeil av typen 2 til tross for at årsrapportene indikerer at disse muligens foreligger. Den endelige omgrupperte balansen og resultatregnskapet presentert tidligere blir derfor gjeldende videre.

5.5 Rammeverk for forholdstallanalyse

Forholdstallanalysen baseres på det omgrupperte og justerte regnskapet som utføres i de tre neste kapitlene. Rammeverket for forholdstallanalysen består av to analyser, en analyse av risiko som utføres i kapittel 6 og en analyse av rentabilitet som utføres i kapittel 7 og 8. I kapittel 6 blir risikoen analysert på kort sikt ved en likviditetsanalyse og på lang sikt ved en

soliditetsanalyse, før disse analysene oppsummeres i en syntetisk rating. Den syntetiske ratingen tildeler selskapene en karakter som gjenspeiler deres risiko. Videre analyseres rentabiliteten ved først å utarbeide en målestokk, altså et avkastningskrav, i kapittel 7. Denne målestokken benyttes i kapittel 8 der rentabiliteten vurderes ut fra avkastningskravet. Videre forklares de underliggende kildene til superrentabiliteten gjennom en dekomponering. Avslutningsvis sammenlignes rentabiliteten med de komparative selskapene. Rammeverket er illustreres i figur 5.3:



Figur 5.3: Rammeverk for forholdstallanalyse (Knivsflå, 2018i).

Det er to teknikker som kan benyttes i forholdstallanalysen; *tidsserieanalyse* og *bransjeanalyse*. En tidsserieanalyse innebærer at forholdstallene blir analysert bakover i tid, mens en bransjeanalyse innebærer at forholdstallene blir sammenlignet med bransjen (Knivsflå, 2018i). Rørosmeieriet har lenge hatt en positiv vekst, og dermed velges en tidsvekting der de siste regnskapsårene vektet tyngst, som vist i tabell 5.14 under. Det er fordi de siste årene gir best fremstilling av det fremtidige Rørosmeieriet. Likevel kan det diskuteres for lik vekting ettersom meieribransjen har endret seg relativt lite over de siste årene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vekting	0%	5%	10%	15%	20%	25%	25%

Tabell 5.14: Tidsvekting av de ulike periodene.

6. Analyse av risiko

I følgende kapittel analyseres risikoen til Rørosmeieriet og bransjen. Investorer står overfor to typer risiko; *markedsrisiko* og *selskapsrisiko*. Selskapsrisikoen er den usystematiske risikoen som kan reduseres gjennom en diversifisert portefølje, mens markedsrisikoen er den systematiske risikoen som er relevant selv for en god diversifisert portefølje. Kredittrisiko er en systematisk risiko långiver står overfor ved å låne penger til selskaper, altså långiver står overfor et potensielt tap som følge av at låntager helt eller delvis misligholder betalingsforpliktelser. Det er derfor nødvendig for långiver å ta dette i betraktning ved bestemmelse av risikopremie, som avhenger mulighet for konkurs og forventet tap ved konkurs (Knivsflå, 2018i). Det er dermed nødvendig å undersøke Rørosmeieriets risiko. Forholdstallanalyser brukes for å vurdere Rørosmeieriets likviditet og soliditet, og disse analysene vil gi grunnlaget for den syntetiske ratingen som fastsetter selskapets spesifikke kredittrisiko. Analysen tar utgangspunktet i den omgrupperte og justerte regnskapstallene presentert i kapittel 5. Både tidsserieanalyse og bransjeanalyse benyttes her.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Hensikten med å analysere kortsiktig risiko er å gi et innblikk i hvorvidt Rørosmeieriet har mulighet til å betale ned kortsiktige forpliktelser, og dermed muligheten for å redusere sannsynligheten for konkurs. *Likviditetsgrad 1*, *likviditetsgrad 2* og *rentedekningsgrad* blir benyttet for å analysere Rørosmeieriets kortsiktige risiko. Likviditetsgrad 1 tar utgangspunkt i hvilken grad omløpsmidler kan dekke den kortsiktige gjelden, mens likviditetsgrad 2 tar utgangspunkt i hvilken grad de mest likvide midlene, altså finansielle omløpsmidler, kan dekke den kortsiktige gjelden. Rentedekningsgraden gir indikasjon på selskaps betalingsevne av låneforpliktelser, og forteller hvor mange ganger virksomhetens nettoresultat kan nedbetale deres låneforpliktelser (Knivsflå, 2018i).

Likviditetsgrad

Formålet med likviditetsgradene er å gi innsikt i hvilken grad selskap har likvide midler til å dekke den kortsiktige gjelden. Som en tommelfingerregel bør likviditetsgrad 1 helst være minst to, og likviditetsgrad 2 helst være minst en. Det er likevel bedre å benytte bransjegjennomsnittet som målestokk så lenge hele bransjen ikke er i krise, og

likviditetsgraden anses som god dersom den overstiger bransjegjennomsnittet (Knivsfå, 2018i).

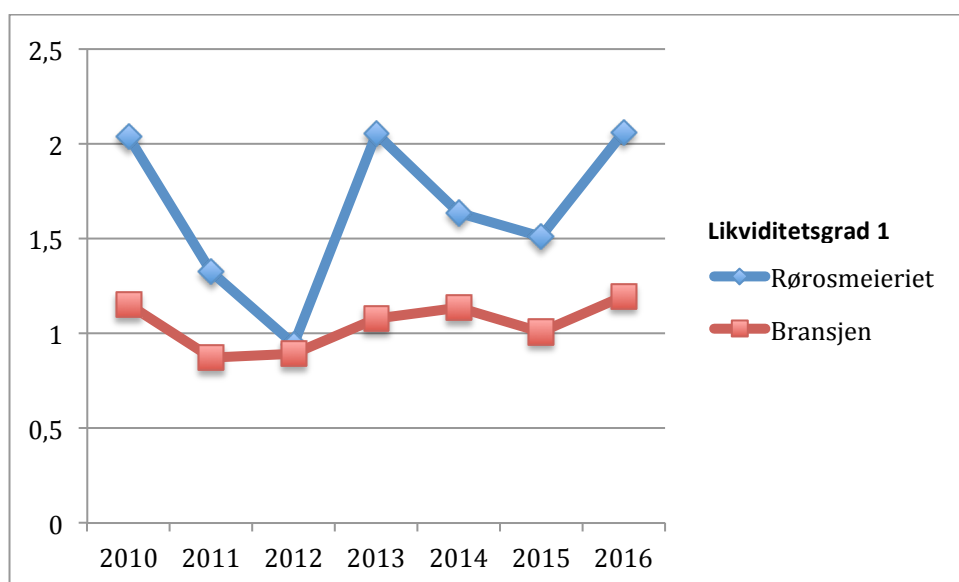
Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 gir innsikt i hvorvidt selskapets likvide midler dekker betalingsforpliktelsene som forfaller neste år. Likviditetsgraden viser altså forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og beregnes ved bruk formel under:

$$lg1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

der *OM* er omløpsmidler, *KG* er kortsiktig gjeld, *DOM* er driftsrelaterte omløpsmidler, *FOM* er finansielle omløpsmidler, *KDG* er kortsiktig driftsrelatert gjeld og *KFG* er kortsiktig finansiell gjeld (Knivsfå, 2018i).

Omløpsmidler er mer likvide enn anleggsmidlene, og kan dermed lettere gjøres om til kontanter. Et høyere forholdstall vil indikere en bedre mulighet for å nedbetale kortsiktige forpliktelser til selskapet enn ved et lavere forholdstall. For å vurdere denne likviditetsgraden til Rørosmeieriet ses den i sammenheng med bransjegjennomsnittet og over tid vist i figur 6.1 under:



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1 for Rørosmeieriet og bransjen i perioden 2010-2016

Likviditetsgrad 1 til Rørosmeieriet er ustabil i forhold til bransjen, se figur 6.1. Selv om Rørosmeieriet følger utviklingen til bransjen, er oppgangen og nedgangen mer ekstreme. Det er naturlig at mer ekstreme svingninger i selskapet jevnes ut i bransjegjennomsnittet. De

ekstreme svingningene for Rørosmeieriet skyldes hovedsakelig endringer i bankinnskudd, leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld. Til tross for at likviditetsgraden til selskapet er kontinuerlig over bransjesnittet, er forholdstallet kun litt over tommelfingerregelen på enkelte år, altså rett over to. Videre ligger likviditetsgraden til bransjen rundt en som er betydelig lavere enn tommelfingerregelen. Samlet sett kan likviditetsgrad 1 indikere en likviditetskrise spesielt for bransjen basert på tommelfingerregelen. Det er likevel få bransjer som har en likviditetsgrad 1 som er høyere enn to på Oslo Børs, men en likviditetsgrad 1 under en kan indikere et faresignal (Knivsflå, 2018i). Rørosmeieriet har stort sett holdt seg over en gjennom hele perioden, og bransjen har de siste årene hatt en positiv utvikling og unngått faresignal. Videre har Rørosmeieriets utvikling i likviditetsgrad 1 økt fra 1,5 i 2015 til 2,1 i 2016, og dette indikerer en fremtidig positiv utvikling. Likevel viser figur 6.1 historiske svingninger som kan gi uttrykk for at 2016 kun er toppen av en svingning.

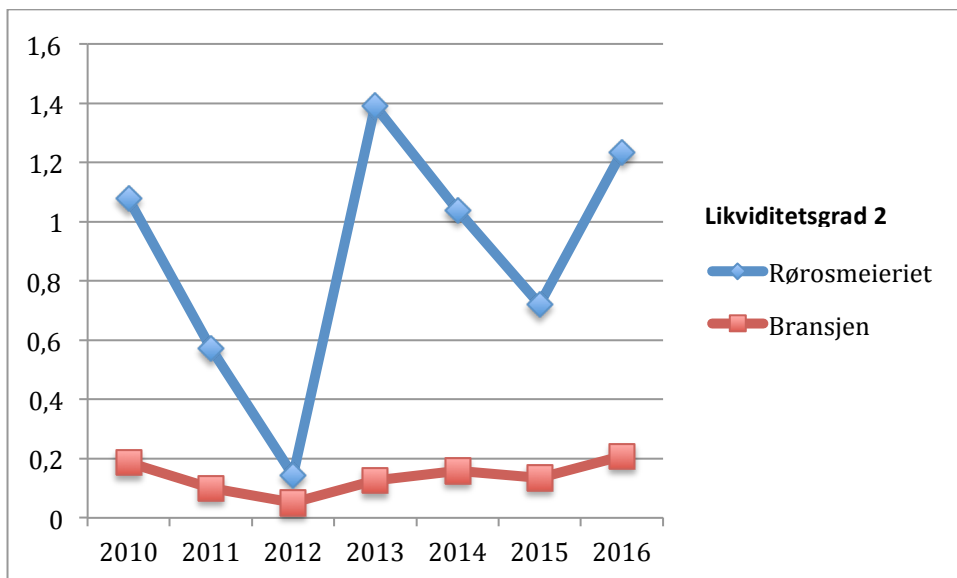
Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 tar kun hensyn til de finansielle omløpsmidlene, i motsetning til likviditetsgrad 1 som tar i betraktning både driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler. Likviditetsgrad 2 betrakter dermed mer likvide regnskapsposter som kan realiseres hurtigere (Knivsflå, 2018i). Likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom de *finansielle omløpsmidlene* og *kortsiktig gjeld*, og beregnes ved bruk av formel under:

$$lg2 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG},$$

der *FOM* er finansielle omløpsmidler, *KG* er kortsiktig gjeld, *KDG* er kortsiktig driftsrelatert gjeld og *KFG* er kortsiktig finansiell gjeld (Knivsflå, 2018i).

Igjen vil et høyere forholdstall indikere en bedre mulighet til å nedbetale selskapets kortsiktige forpliktelser enn ved et lavere forholdstall. For å vurdere likviditetsgrad 2 til Rørosmeieriet viser figur 6.2 under sammenheng med bransjegjennomsnittet over tid.



Figur 6.2: Likviditetsgrad 2 for Rørosmeieriet og bransjen i perioden 2010-2016

Ifølge figur 6.2 er Rørosmeieriets likviditetsgrad 2 mer ustabil relativt til bransjen. De ekstreme svingningene skyldes også her hovedsakelig endringer i bankinnskudd, leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld. Selv om selskapets likviditetsgrad kontinuerlig ligger over bransjesnittet er enkelte år ikke over tommelfingerregelen på 1. Videre ligger likviditetsgraden til bransjen rundt 0,2 som kan indikere en likviditetskrise for spesielt bransjen. Utvikling i likviditetsgrad 2 har vært positivt fra 2015 til 2016, og kan dermed indikerer en positiv utvikling i fremtiden. Likevel fremstår også usikkerhet knyttet til denne utviklingen basert på de historiske svingninger i figur 6.2.

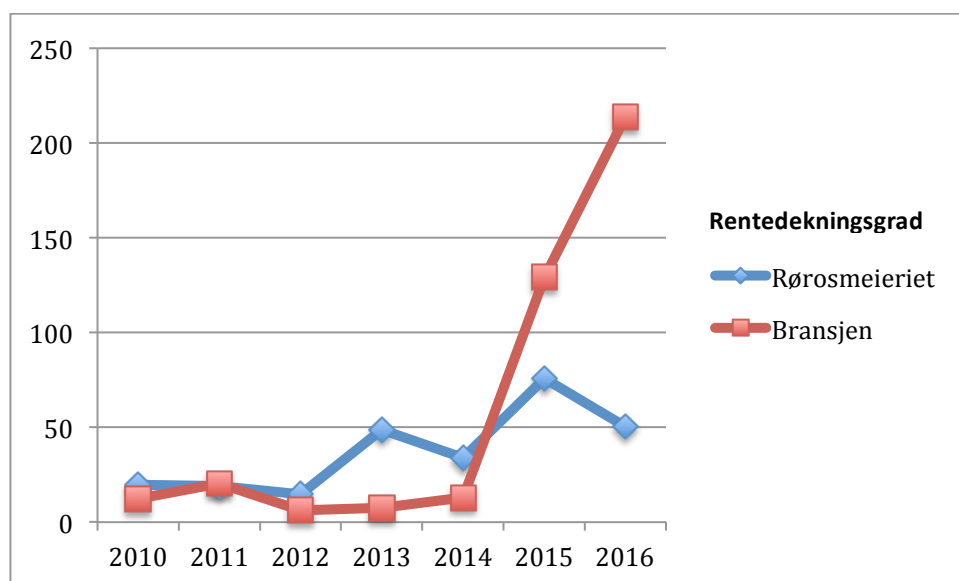
Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser forholdet mellom *netto resultat fra sysselsatt kapital* og *netto finanskostnader*, og gir innsikt i hvorvidt selskapet kan dekke rentekostnadene. Det forekommer en svakhet ved forholdstallet ettersom evnen til å dekke avdrag ikke blir tatt hensyn til (Knivsflå, 2018i). Videre kan det forkomme ulik risiko ved selskap som har lik rentedekningsgrad, og forholdstallet bør derfor ikke vurdere likviditetsrisikoen alene (Damodaran, 2012). Ifølge tommelfingerregelen bør dette forholdstallet være høyere enn 2. Likevel bør denne regelen justeres ved lave rentenivå ettersom dette fører til lavere netto finanskostnader (Knivsflå, 2018i). Formlene for rentedekningsgraden er gitt ved:

$$rdg = \frac{\text{nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{netto finanskostnader}}$$

$$rdg = \frac{\text{netto driftsresultat} + \text{netto finansinntekter}}{\text{netto finanskostnader}}$$

For å vurdere rentedekningsgraden til Rørosmeieriet viser figur 6.3 under sammenhengen med bransjegjennomsnittet over tid. Både bransjen og Rørosmeieriet dekker tommelfingerregelen om et forholdstall høyere enn 2. Rørosmeieriet har hatt en høyere rentedekningsgrad fram til 2015. Nedgangen i rentedekningsgraden skyldes en økning i den langsiktige gjelden på grunn av investeringer i eiendom og maskiner. Bransjen har derimot hatt en voldsom vekst i rentedekningsgraden siden 2014, som hovedsakelig skyldes reduksjonen i den langsiktig gjelden og dermed en reduksjon i finanskostnader. Bransjens voldsomme vekst sammen med Rørosmeieriets reduksjon det siste året kan indikere et rødt flagg. Det er likevel nødvendig å ta i betraktning Rørosmeieriets absolutte forholdstall som er svært tilstrekkelig, og betydelig høyere enn tommelfingerregelen.



Figur 6.3: Rentedekningsgraden for Rørosmeieriet og bransjen i perioden 2010-2016

Oppsummering av likviditetsanalysen

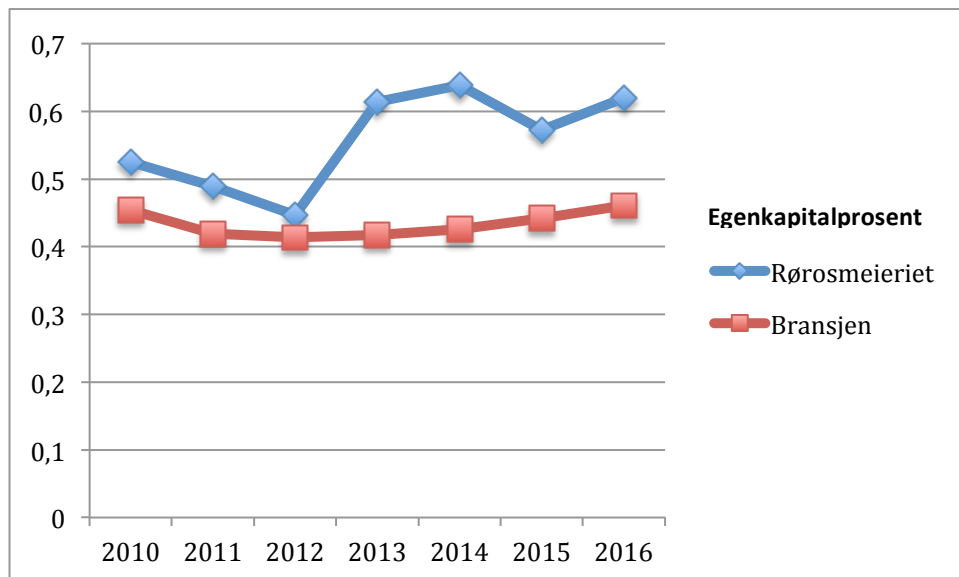
Forholdstallene, *likviditetsgrad 1*, *likviditetsgrad 2* og *rentedekningsgraden*, presentert ovenfor gir innsikt i hvilken grad selskap kan dekke gjelden i balansen. Oppsummert fra likviditetsgradene er likviditeten til Rørosmeieriet tilfredsstillende, spesielt utviklingen de senere årene. Videre gir rentedekningsgraden en negativ indikasjon det siste året ved at forholdstallet reduseres imens bransjens utvikling har økt betydelig. Til tross for dette har Rørosmeieriet en høy rentedekningsgrad som kan tilstrekkelig dekke finanskostnadene. På bakgrunn av analysene ovenfor anses likviditeten til Rørosmeieriet som å være tilstrekkelig god.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Hensikten med soliditetsanalysen er å kartlegge hvorvidt Rørosmeieriet har ressurser til å stå imot fremtidige tap. Soliditetsrisikoen er dermed risikoen for at selskapet ikke har tilstrekkelig finansiering til å stå imot fremtidige tap. Tap føres mot egenkapitalen og fungerer dermed som en ”buffer” for fremtidig tap eller konkurs, og derfor benyttes *egenkapitalprosenten* til å analysere soliditeten. Videre er lønnsomhet viktig for soliditeten ettersom utilfreds resultat kan redusere ”bufferen”, og derfor analyseres *netto driftsrentabilitet*. I tillegg utføres en statisk finansieringsanalyse gjennom en *finansieringsmatrise* for gi bedre innsikt i risiko- og finansieringsbildet (Knivsflå, 2018i).

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser forholdet mellom *egenkapital* og *total kapital*, og gir innsikt i finansieringen. En høyere egenkapitalprosent signaliserer at virksomheten er bedre sikret for fremtidige tap, og dermed er långiver mer skjermet for tap. Dette fører til lavere risiko som gir lavere risikopremie, og dermed en lavere finansiell belastning for virksomheten (Knivsflå, 2018i).



Figur 6.4: Egenkapitalprosent for Rørosmeieriet og bransjen i perioden 2010-2016

Figur 6.5 viser forholdet mellom egenkapitalprosenten til Rørosmeieriet og bransjen. Selskapet har kontinuerlig en høyere andel egenkapital enn bransjen hvilket tyder på sterk soliditet. Nedgangen i egenkapitalprosenten fram til 2012 skyldes en økning i kortsiktig gjeld, hovedsakelig leverandørgjelden. Videre skyldes endringen i den negative trenden i

2012 hovedsakelig overkursen fra emisjonen og økningen i resultatet, mens endringen i 2014 skyldes fusjonen mellom Rørosmeieriet og Rørosmeieriet eiendom som økte den langsiktige gjelden betydelig. Andelen egenkapital for Rørosmeieriet reflekterer til en viss grad utviklingen i resultatet deres fra 2013.

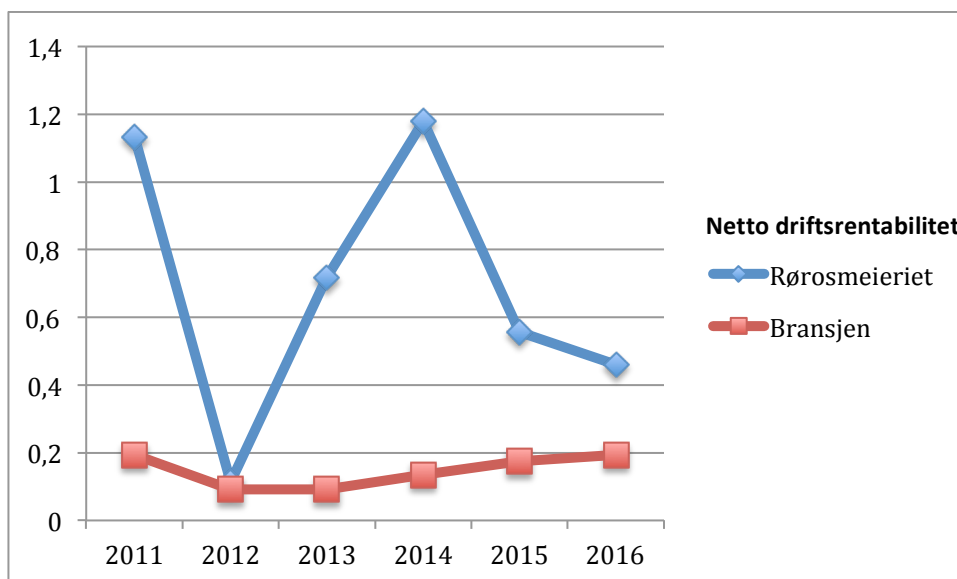
Netto driftsrentabilitet

Det er nødvendig å analysere forholdet mellom rentabilitetstall ettersom en utilfredsstillende lønnsomhet vil redusere egenkapitalen. Det er derfor hensiktsmessig å analysere netto driftsrentabilitet. Dette forholdstallet viser forholdet mellom *egenkapitalrentabiliteten* og *netto driftsrentabiliteten*, og beregnes ved bruk av formelen:

$$ndr = \frac{NDR}{NDE_{IB} + \frac{(\Delta NDE - NDR)}{2}}$$

der NDR er netto driftsresultat, NDE_{IB} er netto driftseiendeler i inngående balanse og ΔNDE er endring i netto driftseiendeler (Knivsfå, 2018i).

Beregningene av netto driftsrentabilitet tar utgangspunkt i det normaliserte netto driftsresultatet, fordi det kan bedre estimere risiko for fremtidig konkurs. Samt blir nevneren justert for den opptjente driftsresultatet (Knivsfå, 2018i). Figur 6.6 viser netto driftsrentabilitet for Rørosmeieriet og bransjen i perioden 2011-2016.



Figur 6.5: Netto driftsrentabilitet for Rørosmeieriet og bransjen i perioden 2011-2016

Rørosmeieriets netto driftskapital er for det meste betydelig bedre enn bransjen, og svingningene skyldes betydelige investeringer i eiendom og maskiner. Dette forventes av

selskap som ligger i en vekstperiode slik som Rørosmeieriet. Disse investeringene skaper en høyere risiko for konkurs. Ut i fra figuren over har Rørosmeieriet høyere avkastning enn bransjen som kan indikerer fordelaktige ressurser.

Finansieringsmatrise

Finansieringsmatrisen undersøker Rørosmeieriets kapitalstruktur, og hensikten med denne matrisen er å avdekke hvordan selskapets eiendeler er finansiert på et bestemt tidspunkt. Den minst risikable finansieringen er finansiering gjennom egenkapital, mens den mest risikable finansieringen er finansiering gjennom kortsiktig gjeld. Det er derfor ønskelig at mesteparten av finansieringen er gjennom egenkapital og langsiktig gjeld, og dermed at finansieringsmatrisen når bunnen forttest mulig (Knivsflå, 2018i). Tabell 6.1 og tabell 6.2 viser finansieringsmatrisen for Rørosmeieriet og bransjen. Finansieringsmatrisen er for et bestemt tidspunkt, og derfor velges den sist tilgjengelige rapporterte balansen per 31. januar 2016.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte AM	1,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,4872
Finansielle AM	1,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0017
Driftsrelaterte OM	0,6388	0,0000	0,2131	0,1481	0,0000	0,0000	0,2045
Finansielle OM	0,0000	0,0000	0,0000	0,1909	0,8091	0,0000	0,3066
TOTALKAPITAL	0,6196	0,0000	0,0436	0,0888	0,2481	0,0000	1,0000

Tabell 6.1: Kapitalstrukturen til Rørosmeieriet i 2016 (prosentvise verdier)

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte AM	0,6592	0,0081	0,0922	0,2406	0,0000	0,0000	0,6860
Finansielle AM	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000	0,0000	0,0000	0,0009
Driftsrelaterte OM	0,0000	0,0000	0,0000	0,2000	0,8000	0,0000	0,2589
Finansielle OM	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,9545	0,0455	0,0543
TOTALKAPITAL	0,4522	0,0055	0,0632	0,2176	0,2589	0,0025	1,0000

Tabell 6.2: Kapitalstrukturen til bransjen i 2016 (prosentvise verdier)

Egenkapitalen til Rørosmeieriet dekker både driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler, samt mesteparten av de driftsrelaterte omløpsmidlene. Bransjens egenkapital dekker derimot kun 66 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene, mens finansielle anleggsmidler dekkes av langsiktig finansiell gjeld. Videre dekkes mesteparten av de driftsrelaterte omløpsmidlene av kortsiktig driftsrelatert gjeld. Både Rørosmeieriet og bransjen dekker anleggsmidlene med langsiktig finansiering som er ønskelig. Rørosmeieriet finansierer betydelig mer enn bransjen ved langsiktig midler, samt finansieres de driftsrelaterte omløpsmidler og deler av de finansielle omløpsmidlene ved langsiktige midler. Det er altså kun finansielle

omløpsmidler som blir finansiert med kortsiktige midler i selskapet. Det er dermed ingen tegn på at Rørosmeieriet skal komme i en likviditetskrise. Bransjen derimot finansierer mesteparten av omløpsmidlene med kortsiktige midler, og benytter kortsiktig finansiering betydelig mer enn Rørosmeieriet. Til tross for dette virker kapitalstrukturen til både Rørosmeieriet og bransjen å være solid.

Oppsummering av soliditetsanalysen

Rørosmeieriet har både tilfredsstillende egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet som er med på å styrke selskapet soliditet. Det er kun betydelige investeringer i eiendom og maskiner som reduserer graden av soliditet, og dette er som nevnt naturlig i selskapets vekstfase. Videre viser finansieringsmatrisen at store deler av Rørosmeieriets eiendeler er langsiktig finansiert som reduserer faren for fremtidig konkurs. Samlet er soliditeten i selskapet tilfredsstillende.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Analysene av likviditeten og soliditeten oppsummeres gjennom en syntetisk rating. Den syntetiske ratingen indikerer sannsynligheten for konkurs ved bruk av en karakterskala fra D til AAA. Ved karakteren D er det betydelig risiko for konkurs, mens ved karakteren AAA er det derimot liten sannsynlighet for konkurs. Grunnet mangelfull informasjon om kredittselskaps rating benyttes karaktersystemet til Knivsfå som er presentert i tabell 6.3 under. Systemet baseres på *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgraden*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet* og tar utgangspunkt i ratingen til *Standard & Poor* (Knivsfå, 2018i). Videre settes svake (-) og sterke (+) karakterer som øker detaljnivået.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgraden	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026

CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 6.3: Syntetisk rating basert på grenseverdier for nøkkeltall (Knivsflå, 2018i)

Den syntetiske ratingen for Rørosmeieriet og bransjen baseres på karaktersystemet i tabell 6.3 og forholdstallene beregnet tidligere i kapittelet. Karakterer settes for perioden 2011-2016, samt for perioden totalt. For å vurdere den syntetiske ratingen for den totale perioden benyttes et tidsvektet gjennomsnitt. Vektleggingen er diskutert nærmere i delkapittel 5.5.

	5%	10%	15%	20%	25%	25%	Vekt
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Likviditetsgrad 1							
Rørosmeieriet	BB+	B+	A-	BBB	BBB	A-	BBB
Bransjen	B	B	BB	BBB-	BB-	BBB+	BB
Rentedekningsgraden							
Rørosmeieriet	AAA+	AAA	AAA+	AAA+	AAA+	AAA+	AAA+
Bransjen	AAA+	AA+	AA+	AAA	AAA+	AAA+	AAA+
Egenkapitalprosent							
Rørosmeieriet	BBB+	BBB+	A	A	A	A	A
Bransjen	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB
Netto driftsrentabilitet							
Rørosmeieriet	AAA+	BBB+	AAA+	AAA+	AAA+	AAA+	AAA+
Bransjen	AA-	BBB	BBB	A	A+	AA-	A
SAMLET							
Rørosmeieriet	AA-	A-	AA	AA	AA	AA	AA
Bransjen	A-	BBB	BBB+	A	A	A+	A

Tabell 6.4: Oppsummert syntetisk rating for Rørosmeieriet og bransjen i perioden 2011-2016

Den syntetiske ratingen oppsummerer risikoen for konkurs ved karakteren AA for Rørosmeieriet og A for bransjen. Dette samsvarer med forholdstallanalysen som konkluderte med at både Rørosmeieriet og bransjen hadde svært tilfredsstillende likviditet og soliditet. Videre er det naturlig at Rørosmeieriet har en noe lavere grad av risiko i form av en høyere karakter ettersom selskapet har produsert bedre forholdstall jevnt over analyseperioden. Det bekreftes ytterligere gjennom finansieringsmatrisen som gir uttrykk for noe bedre kapitalstruktur hos Rørosmeieriet enn bransjen. Ut i fra resultatet til den syntetiske ratingen kan det konkluderes med at konkurssannsynligheten er liten, og at det foreligger gode framtidsutsikter for både Rørosmeieriet og bransjen. Videre vil den syntetiske ratingen legge

grunnlaget for å estimere kredittrisikopremien, og denne benyttes i kapittel 7 for å beregne historiske avkastningskrav.

7. Historisk avkastningskrav

I følgende kapittel beregnes de historiske avkastningskravene til Rørosmeieriet og bransjen ved krav til *egenkapital*, *netto finansiell gjeld* og *netto driftskapital*. Disse kravene benyttes videre som målestokk i kapittel 8 der selskapet er lønnsomt dersom rentabiliteten overstiger kravet.

7.1 Teori for avkastningskrav

Alle kapitallinnskyterne krever en avkastning for alternativkostnader. Ved beregning av avkastningskravet tas tre komponenter i betraktning; *kostnaden ved egenkapital*, *kostnaden ved gjeld etter skatt* og *kapitalstrukturen*. Weighted-average cost of capital eller WACC viser sammenhengen mellom disse, og beregner avkastningskravet basert på *vektet egenkapitalkrav*, *minoritetskrav* og *netto finansiell gjeldskrav*. Parameterne vektes forskjellig, ettersom kreditorer og investorer skyter inn ulik kapitalandel (Knivsfå, 2018j). WACC blir uttalt som netto driftskrav i rammeverket til Knivsfå, og formelen for å beregne netto driftskrav er gitt ved:

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

der *ekk* er egenkapitalkrav, *EK* er egenkapital, *NDK* er nettodriftskapital, *mik* er minoritetskrav, *MI* er minoritetsinteresser, *nfgk* er netto finansielt gjeldskrav og *NFG* er netto finansiell gjeld (Knivsfå, 2018j).

For å beregne netto driftskapital er det nødvendig å beregne avkastningskravet til egenkapital og netto finansiell gjeld som utføres i delkapittel 7.1 og 7.2.

7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

For å beregne egenkapital- og minoritetskrav benyttes kapitalverdimodellen (CAPM). Denne modellen forutsetter et perfekt marked og tar derfor kun betraktning i systematisk risiko, og det kan dermed gi et feilaktig bilde av virkeligheten (Knivsfå, 2018j). Det er derfor hensiktsmessig å legge ved en illikviditetspremie, og følgende formel benyttes ved beregning av avkastning til egenkapital:

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * (r_m - r_f(1 - s)) + ilp_{EK},$$

der $r_f(1 - s)$ er risikofri rente etter skatt, β_{EK} er egenkapitalbeta, $r_m - r_f(1 - s)$ er markedsrisikopremie og ilp er illikviditetspremie (Knivsflå, 2018j).

Videre diskuteres og beregnes parameterne i formelen ovenfor, *risikofri rente*, *egenkapitalbeta*, *markedsrisikopremie* og *illikviditetspremie*, før egenkapitalkravet beregnes.

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofri renten er avkastningen investor krever ved å låne eller spare uten risiko (Penman, 2013). Det er uenighet om hvilken rente som skal benyttes i kapitalverdimodellen. Penman (2013) og Damodaran (2012) argumenter for å basere renten på 10-årige statsobligasjoner ettersom disse anses som risikofrie. Det er likevel nødvendig å ta i betraktning forskjellen mellom kort og lang rente. Rammeverket til Knivsflå (2018j) benytter den tre måneders effektive NIBOR-renten nedjustert med en kredittrisikopremie for bankene. NIBOR-renten er lånerenten mellom norske banker som videre justeres for risikoen mellom disse bankene. I denne utredningen benyttes den tre måneders effektive NIBOR-renten siden denne varierer over tid, og dermed gir mer korrekt rente fra år til år. Kredittrisikopremien baseres på en gjennomsnittlig rating (AA) av norske banker før skatt. Videre beregnes den risikofrie renten etter skatt siden avkastningskravet senere blir benyttet til å vurdere rentabiliteten etter skatt (Knivsflå, 2018j). Beregningene av den risikofrie renten er utført i tabell 7.1 under.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
NIBOR, 3 måneder	0,0210	0,0190	0,0170	0,0160	0,0140	0,0120	0,0165
- Kredittrisikopremie (AA)	0,0056	0,0056	0,0056	0,0055	0,0055	0,0053	0,0055
= Risikofrirente før skatt	0,0154	0,0134	0,0114	0,0105	0,0085	0,0067	0,0110
- Skatt (sss)	0,0043	0,0038	0,0032	0,0028	0,0023	0,0017	0,0030
= Risikofrirente etter skatt	0,0111	0,0097	0,0082	0,0077	0,0062	0,0050	0,0080

Tabell 7.1: Risikofrirente etter skatt for perioden 2011-2016 (Knivsflå, 2018j; Knivsflå, 2017)

7.2.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremie er differansen mellom *avkastningen i marked* og *den risikofrie renten*, og er dermed avkastningen en investor krever for å bære markedsrisiko (Penman, 2013). Denne risikopremien er vanskelig å estimere ettersom den variere over tid og kan ikke observeres i markedet. Likevel fremstår en viss enighet mellom finansaktører om anslaget på

markedsrisikopremien. Markedsrisikopremien kan beregnes ved bruk av ulike tilnæringer. I kapitalmetoden trekkes den risikofrie renten fra det historisk realiserste avkastningskravet som vist i formelen under:

$$mrp = r_m - r_f(1 - s),$$

der mrp er markedsrisikopremie, r_m er markedsavkastning og $r_f(1 - s)$ er risikofri rente etter skatt (Knivsfå, 2018j).

Ut i fra tall hentet fra Oslo Børs beregner Knivsfå (2018j) en løpende risikopremie der det vektet for en kort og en lang tidshorisont. Den lange terminen vektet med 75% og består av 1958 til 2017, mens den korte terminen vektet med resterende 25% og består av 2012 til 2017 (med unntak av anslag for 2011 som baseres på tall fra 2016). Denne normaliseringen er hensiktsmessig ettersom den tar i betraktning svingninger i markedet over tid samtidig som stadige endringer vektlegges. Den normaliserte markedsrisikopremien fra Knivsfå (2018j) benyttes derfor i utredningen av egenkapitalkravet, og er gitt i tabell 7.2 under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Markedsrisikopremie	0,047	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,049

Tabell 7.2: Løpende markedsrisikopremie etter skatt for perioden 2011-2016 (Knivsfå, 2018j; Knivsfå, 2017)

Ut i fra tabell 7.2 varierer den løpende markedsrisikopremien mellom 4,7% til 5,0%. Disse anslagene avviker kun marginalt fra resultater av markedsrisikopremien PwC har utført der markedsrisikopremien varierer mellom 4,9% til 5,2%. Det største avviket forekommer i 2011 med 0,5 prosent. Til tross for dette avviket er de andre avvikene betydelige mindre (på 0,2%), og derfor antas anslagene av markedsrisikopremiene som rimelige (PwC, 2016).

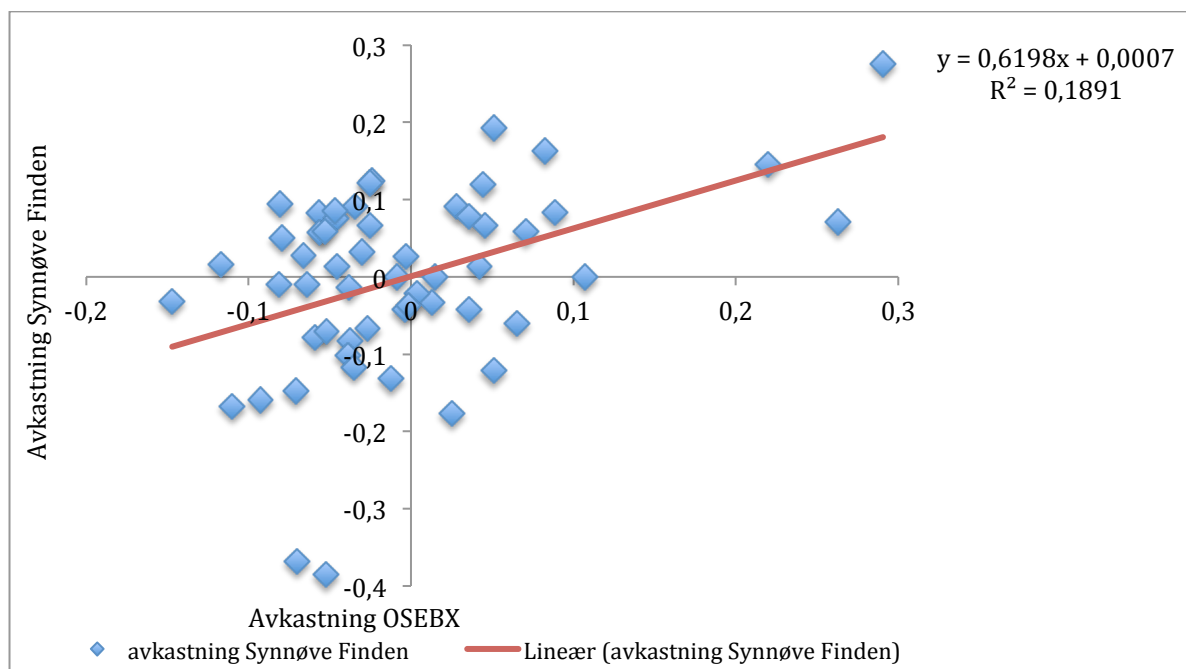
7.2.3 Historisk gjennomsnittlig egenkapitalbeta

Beta er den systematiske risikoen til en investering som ikke er mulig å diversifisere bort ved en diversifisert portefølje. Egenkapitalbetaen bestemmes av to forhold; *samvariasjon mellom avkastning til markedsindeksen og selskapet* og *avkastningsvolatiliteten til selskapet i forhold til markedsavkastningen*. Altså, i hvilken grad selskapet svinger med markedet og størrelsen på svingningene relativt til markedet. Ved en beta høyere enn 1 vil selskapet være utsatt for økonomiske svingninger, ettersom aksjen har en mer betydelig andel systematisk risiko. Motsatt vil en verdi under 1 antyde at selskapet er mindre følsom for økonomiske svingninger (Damodaran, 2012). Egenkapitalbetaen beregnes ved følgende formel:

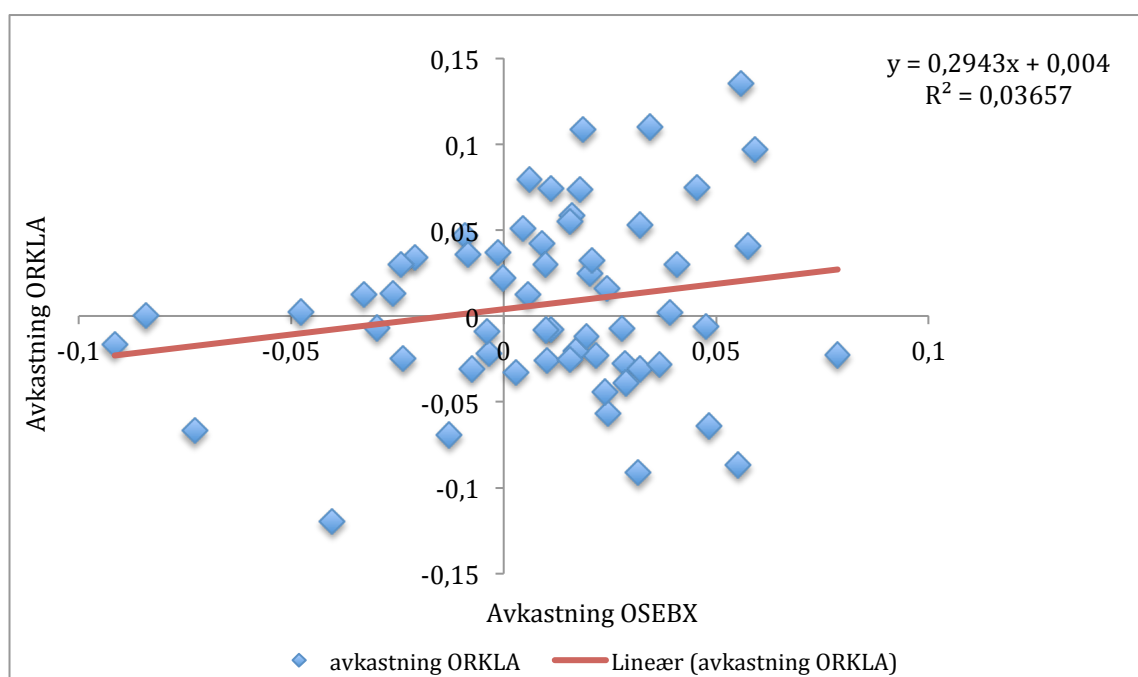
$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \rho * \frac{\sigma_r}{\sigma_m} = \text{samvariasjon} * \text{relativ risiko}$$

Egenkapitalbetaen er ikke observerbar, og beregnes derfor gjennom regresjonsanalyse av historiske data. Det er vanskelig å estimere en nøyaktig egenkapitalbeta, ettersom verken Rørosmeieriet eller de komparative selskapene er børsnoterte. Videre er ingen meierier børsnotert per i dag, men Synnøve Finden var børsnotert fram til høsten 2009. På bakgrunn av de historiske avkastning for Synnøve Finden beregnes egenkapitalbetaen. Videre benyttes børsnoterte Orkla for å styrke kredibiliteten til egenkapitalen. Orkla er valgt siden selskapet produserer nødvendighetsgoder i likhet med Rørosmeieriet. Eventuelt kan børsnoterte selskap innen fiskeoppdrett benyttes for estimering av egenkapitalbetaen, siden disse selskapene også produserer matvarer. Disse selskapene benyttes ikke på bakgrunn av at det eksisterer betydelige forskjeller i prisutviklingen mellom meieriprodukter og sjømat. Prisen på meierivarer har vært relativt stabil over en lengre periode, mens lakseprisen eksempelvis har steget enormt de siste årene.

Egenkapitalbetaene beregnes ved 60 gjennomsnittlig måneders avkastningsrater over 5 år, ettersom et kortere intervaller kan føre til mer støy med kortsiktige variasjoner. For Synnøve Finden benyttes de siste rapporterte tallene, mens for Orkla benyttes de 60 siste månedlige observasjonene fra analyseperioden. Intervallet for Synnøve Finden inkluderer finanskrisen i 2008 som kan føre til en viss støy. Regresjonsanalysen baseres på tall fra Morningstar Direct og Oslo Børs (Morningstar, 2018; Oslo Børs, 2018). I regresjonsanalysene vil den avhengige variablene bestå av prosentvise endring selskapets aksje, mens den uavhengige variabelen består den prosentvise endringen i OSEBX som er hovedbørsindeksen på Oslo Børs. Stigningstallet fra analysen vil representere betaverdien til selskapet (Knivsflå, 2018j). Resultatet av regresjonsanalysene for egenkapitalbetaen til Synnøve Finden og Orkla er gitt i figur 7.1 og 7.2 under:



Figur 7.1: Regresjonsanalyse – historisk avkastning Synnøve Finden og OSEBX (Oslo Børs, 2018)



Figur 7.2: Regresjonsanalyse – historisk avkastning ORKLA og OSEBX (Morningstar, 2018; Oslo Børs, 2018)

Figurene ovenfor estimerer verdien av egenkapitalbeta til 0,6198 for Synnøve Finden og 0,2943 for Orkla. Altså, en endring i indeksen til Oslo Børs på 1% fører til en gjennomsnittlig endring på 0,62% for Synnøve Finden og 0,29% for Orkla. Det er en betydelig forskjell i betaverdien for selskapene. Denne ulikheten kan forklares ved at analyseperioden til Synnøve Finden inkluderer finanskrisen. Tabell 7.3 oppsummerer egenkapitalbeta og forklaringsgraden for Synnøve Finden og Orkla i analyseperiode med og

uten finanskrisen fra 2008. Det kan diskuteres hvorvidt finanskrisen fjernes ved et intervall fra 2002 til 2007, siden flere mener finanskrisen begynte allerede i 2007 (Grytten og Hunnes, 2016). Likevel vil mesteparten av støyen fjernes i denne analyseperioden. Fra tabell 7.3 kan man se at betaverdien til Orkla øker i analyseperioden som inkluderer finanskrisen (2005-2011), mens betaverdien til Synnøve Finden reduseres ved å velge en analyseperiode før finanskrisen (2002-2007). Betaverdiene for begge selskapene er under 1 i løpet av analyseperioden, som betyr at de er mindre utsatt for svingninger i økonomien. Dette samsvarer med at varene er nødvendighetsgoder. Det er naturlig med en egenkapitalbeta nærmere 1 i analyseperioden som inkluderer en finanskrisen, siden denne tilfører høyere risiko og dermed fører til at betaverdien vil svinge mer med markedet. Videre øker forklaringsgraden (R^2) betydelig i perioden som inkluderer finanskrisen. Altså, risikoen ved avkastning forklares betydelig mer av markedsrisikoen ved å inkludere finanskrisen (13,51% mer for Synnøve Finden og 57,75% mer for Orkla). Den resterende andelen er usystematisk selskapsrisiko, og kan diversifiseres bort ved en veldiversifisert portefølje. Investor står som tidligere nevnt overfor to typer risiko; *markedsrisiko* og *selskapsrisiko*. Det antas at investor har en veldiversifiserte portefølje, og dermed vil den usystematiske selskapsrisikoen være diversifisert vekk. Kun markedsrisikoen blir nødvendig å inkludere i avkastningskravet, da kun dette er relevant for en veldiversifisert investor. Den lave forklaringsgraden utenfor finanskrisen kan forklares ved en marginal korrelasjon mellom nødvendighetsgodene og oljeprisen, fordi det eksisterer en skjevfordelingen mellom oljerelatert industri og annet i hovedbørsindeksen på Oslo Børs. I tillegg baseres forklaringsgraden på et begrenset antall observasjoner som gjør betaestimatet generelt usikkert. Likevel benyttes OSEBX som markedsindeks, ettersom det foreligger et mangel på bedre estimat.

	2005-2009	2011-2016	2002-2007	2005-2009
	Synnøve Finden	Orkla	Synnøve Finden⁷	Orkla
Egenkapitalbeta	0,6198	0,2943	0,4490	0,9358
R^2	0,1891	0,0366	0,0540	0,6141

Tabell 7.3: Egenkapitalbeta for utvalgte selskap

Det ideelle ville vært å beregne egenkapitalbetaen for Synnøve Finden og Orkla for de siste fem årene. Da dette ikke er mulig for Synnøve Finden, er siste tilgjengelige egenkapitalbeta for de to selskapene vurdert mest representativ for Rørosmeieriet. Konsekvensen av dette er

⁷ Tall hentet fra Navarsete og Selseng (2008).

at finanskrisen blir inkludert i perioden for Synnøve Finden, men ikke Orkla. Ettersom det benyttes et vektet snitt av Synnøve Finden og Orkla vil dette jevne ut ulikhetene knyttet til finanskrisen. En femårig analyseperiode vurderes også som lang nok til å ta i betraktning både oppgang- og nedgangstider. Videre justeres egenkapitalbetaen mot en ettersom den gjennomsnittlige betaen oftest vil justeres mot en på lengre sikt. Denne justeringen fører til mindre ekstreme verdier, og derfor justeres egenkapitalbetaen ved å vektlegge 1 med $\frac{1}{3}$ og betaestimatet utregnet ovenfor med $\frac{2}{3}$ (Knivsfå, 2018j). Formelen for den justerte egenkapitalbetaen er gitt ved:

$$\beta_{justert} = \frac{1}{3} * 1 + \frac{2}{3} * \beta_{EK},$$

der β_{EK} er egenkapitalbeta (Knivsfå, 2018j).

Beregningen av den justerte egenkapitalbetaen er utført i tabell 7.4 som viser den ujusterte og justerte egenkapitalbetaen for både Synnøve Finden og Orkla:

	Synnøve Finden	Orkla	Snitt
Ujustert	0,6198	0,2943	0,4571
Justert	0,7465	0,5295	0,6380

Tabell 7.4: Justert og ujustert egenkapitalbeta for utvalgte selskap

Årlig egenkapitalbeta

Den gjennomsnittlige egenkapitalen for analyseperioden er beregnet ovenfor. Videre er det nødvendig å beregne de årlige egenkapitalbetaene for å gjøre det mulig å beregne årlig historiske avkastningskrav for analyseperioden. De årlige egenkapitalbetaene bestemmes av parameterne; *netto driftsbeta*, *netto finansiell gjeldsbeta* og *netto finansiell gearing*. Netto driftskapital er konstant over tid ettersom verdien til selskapet ikke er avhengig av finansieringen med mindre selskapet står overfor krisekostnader (Knivsfå, 2018). Beregninger av netto driftsbeta og netto finansielt beta er beregnes i delkapittel 7.3.3 og 7.4. Formelen for utregning av årlig egenkapitalbeta er gitt ved:

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK+MI},$$

der β_{NDK} er netto driftsbeta, β_{NFG} er netto finansiell gjeldsbeta og $\frac{NFG}{EK+MI}$ er netto finansiell gearing (Knivsfå, 2018j).

Egenkapitalbetaen varierer sammen gjeldsgraden. En økning i gjeldsgraden fører til en økning i egenkapitalbetaen, ettersom det øker risikoen for større avkastningskrav til kreditorene. Beregningene av de årlige egenkapitalbetaene utføres i tabell 7.5 neste side, og baseres som nevnt på tall beregnet i delkapittel 7.3 og 7.4.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	SNITT
Egenkapitalbeta	0,3849	1,0161	0,7947	0,4132	0,9050	0,9977	0,7519
* (EK+MI)/NDK	3,9320	1,3566	1,8569	3,3758	1,5340	1,3945	2,2416
+ Netto finansiell beta	0,0420	0,0292	0,0946	0,0077	0,0060	0,0029	0,0304
* NFG/NDK	-2,9320	0,4094	-0,9022	-0,5658	0,3506	-0,2832	-0,6539
= Netto driftsbeta	1,3904	1,3904	1,3904	1,3904	1,3904	1,3904	1,3904

Tabell 7.5: Årlig justert egenkapitalbeta for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

7.2.4 Illikviditetspremie

Kapitalverdimodellen forutsetter som sagt et perfekt marked og kan dermed gi et feilaktig bildet av virkeligheten. Ved å legge en illikviditetspremie til i modellen kan en gi et mer korrekt virkelighetsbilde. Illikviditetspremien er avkastningen investorer krever dersom aksjen er vanskelig å omsette, og størrelsen bestemmes dermed av graden i de ulike parameterne; *markedssvikt*, *aksjens innlåsing* og *risikoen til selskapet*. Det kan derfor være nødvendig å legge til en likviditetspremie på lite likvide aksjer eller på aksjer som ikke er børsnoterte. Videre har små selskap en markedssvikt knyttet til asymmetrisk informasjon. Rørosmeieriet er et mindre selskap som ikke er børsnotert. På bakgrunn av dette dannes et grunnlag for å legge til en illikviditetspremie, og denne er satt til 1,5% basert på en skjønnsmessig vurdering av informasjonen ovenfor.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Illikviditetspremie	0,0150	0,0150	0,0150	0,0150	0,0150	0,0150	0,015

Tabell 7.6: Illikviditetspremie for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

7.2.5 Egenkapitalkrav

Ovenfor er parameterne i kapitalverdimodellen gitt, og derfor kan egenkapitalkravet til Rørosmeieriet beregnes. Egenkapitalkravet er varierende der reduksjon hovedsakelig skyldes fallet i den risikofrie renten og økning hovedsakelig skyldes økning i egenkapitalbetaen. Utviklingen i egenkapitalbetaen kan ses i sammenheng med egenkapitalandel for Rørosmeieriet fra delkapittel 6.2. Beregningene av egenkapitalkrav utføres i tabell 7.7 på neste side.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Risikofrirente etter skatt	0,0111	0,0097	0,0082	0,0077	0,0062	0,0050	0,0080
+ Egenkapitalbeta	0,3849	1,0161	0,7947	0,4132	0,9050	0,9977	0,7519
* Markedsrisikopremie	0,0470	0,0480	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0492
+ Illikviditetspremie	0,0150	0,0150	0,0150	0,0150	0,0150	0,0150	0,0150
= Egenkapitalkrav	0,0442	0,0735	0,0630	0,0433	0,0665	0,0699	0,0600

Tabell 7.7: Årlige egenkapitalkrav for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

7.3 Finansielle krav

Det finansielle kravet bestemmes av vektete parameter; *vektet finansielt gjeldskrav* og *vektet finansielt eiendelskrav*. Det finansielle gjeldskrav settes av kreditor, mens eiendelskravet settes av investeringer i eiendelene (Knivsflå, 2018j). I dette delkapittelet beregnes *finansielt gjeldskrav*, *finansielle eiendelskrav* og *netto finansielt gjeldskrav* med tilhørende betaer. Sammenhengen mellom disse kravene er gitt ved formelen under:

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

der *fgk* er finansielt gjeldskrav, *FG* er finansiell gjeld, *NFG* er netto finansiell gjeld, *fek* er finansielt eiendelskrav og *FE* er finansiell eiendeler (Knivsflå, 2018j).

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er kostnaden ved å låne i finansmarkedet, og bestemmes av parameterne; *risikofrirente* og *kredittrisikopremien*. Den risikofrie renten er bestemt tidligere i delkapittel 7.2.1. Formelen for det finansielle gjeldskravet er gitt under:

$$fgk = r_f * (1 - s) + krp_L,$$

der $r_f(1-s)$ er risikofrirente etter skatt og krp_L er lang kredittrisikopremie (Knivsflå, 2018j).

	Kort KRP	Lang KRP
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,010
BBB	0,010	0,014
BB	0,027	0,031
B	0,040	0,044
CCC	0,079	0,083
CC	0,145	0,149
C	0,210	0,214
D	0,276	0,280

Tabell 7.8: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, 2018j)

Kredittrisikopremien reflekterer långivers risiko for tap, og den baseres derfor på kredittvurderingen av Rørosmeieriet fra delkapittel 6.3. Kredittrisikopremie baseres på kredittvurdering av selskap som er utarbeidet av Knivsflå og presentert i tabell 7.8 ovenfor. Ettersom den finansielle gjelden til Rørosmeieriet hovedsakelig består av langsiktige lån benyttes lang kredittrisikopremie ved beregning av det finansielle gjeldskravet. Lang kredittrisikopremie består av kort kredittrisikopremie og tillegg på 0,004 siden det oftest er høyere risiko på lengre sikt. Ut fra *risikofri rente, den syntetiske ratingen og lang kredittrisikopremie* beregnes finansielt gjeldskrav nedenfor i tabell 7.9. Det gjennomsnittlige kravet ligger på 1,6% som betyr at Rørosmeieriet kunne låne til en gjennomsnittlig rente på 1,6% i kredittmarkedet i løpet av analyseperioden. Det finansielle gjeldskravet har redusert over analyseperioden i likhet med den risikofrie renten. Likevel fremstår disse gjeldskravene som svært lave, og kan dermed indikere målefeil.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Rating	AA	A	AA	AA	AA	AA	AA
Risikofrirente etter skatt	0,0111	0,0097	0,0082	0,0077	0,0062	0,0050	0,0080
+ Lang kredittrisikopremie	0,0080	0,0100	0,0080	0,0080	0,0080	0,0080	0,0083
= Finansielt gjeldskrav	0,0191	0,0197	0,0162	0,0157	0,0142	0,0130	0,0163

Tabell 7.9: Finansielt gjeldskrav etter skatt for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta bestemmes av parameterne; *kredittrisikopremien, markedsrisikopremien og markedsrisikofordel*. Kredittrisikopremien og markedsrisikopremien er bestemt ovenfor. Markedsrisikodel til finansiell gjeld er andelen konkursrisiko som skyldes økonomien, og beregnes ved å justere forklaringsgraden i regresjonsanalysen med $\frac{1}{3}$. Videre beregnes finansiell gjeldsbeta ved formelen under:

$$\beta_{FG} = \frac{krp_L * mrd_{FG}}{mrp}$$

der krp_L er lang kredittrisikopremie, mrd_{FG} er markedsrisikodel finansiell gjeld og mrp er markedsrisikopremie (Knivsfå, 2018j).

Beregningene av den finansielle gjeldsbetaen er utført i tabell 7.10 under.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Lang kredittrisikopremie	0,0080	0,0100	0,0080	0,0080	0,0080	0,0080	0,0083
/ Markedsrisikopremie	0,0470	0,0480	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0492
= Finansiell gjeldsbeta når mrd=1	0,1702	0,2083	0,1600	0,1600	0,1600	0,1600	0,1695
Markedsrisikodel EK	0,1129	0,1129	0,1129	0,1129	0,1129	0,1129	0,1129
* Justeringsfaktor til gjeld	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3
= Markedsrisikodel FG	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376
= FINANSIELL GJELDSBETA	0,0064	0,0078	0,0060	0,0060	0,0060	0,0060	0,0064

Tabell 7.10: Finansiell gjeldsbeta for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet bestemmes av vektete parametere; *vektet eiendelskrav til fordringer, investeringer og kontanter*. Disse finansielle eiendelene har ulik risiko og derfor ulik avkastningskrav. Formelen for finansielt eiendelskrav er gitt ved:

$$fek = (r_f(1-s) + krp_{for}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f(1-s) * \beta_{inv} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE} + r_f(1-s) * \frac{KON}{FE}$$

$$fek = fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE} + kk * \frac{KON}{FE}$$

der $r_f(1-s)$ er risikofrirente etter skatt, krp_{for} er kredittrisikopremie fordringer, FOR er fordringsdel, FE er finansielle eiendeler, β_{inv} er investeringsbeta, mrp er markedsrisikopremie, ilp er illikviditetspremie, INV er investeringsdel, KON er kontantdel, fk er fordringskrav, ik er investeringskrav og kk er kontantkrav (Knivsfå, 2018j).

Formelen består av tre ledd; *kontant, fordringer og investeringer*. Første ledd er det *vektede fordringskravet*. Fordringskravet består av *risikofrirente etter skatt* og en *kredittrisikopremie*. Det antas at fordringer har ratingen BBB ettersom dette er vanligst for virksomheter på Oslo Børs. Videre antas mesteparten av de finansielle fordringene å være kortsiktig, og derfor benyttes kort kredittrisikopremie som er gitt i tabell 7.7. Fordringsbetaen beregnes likt som finansiell gjeldsbeta, der forholdet mellom *kredittrisikopremien* og *markedsrisikopremien* multipliseres med en *markedsrisikodel*. Det andre leddet består av *vektet investeringskrav*

som beregnes gjennom *risikofrirente etter skatt* og *markedsrisikopremien*, siden det antas at investeringsbetaen er 1 og illikviditetspremien er 0. Disse antagelsene er basert på at de finansielle investeringene til selskapet er veldiversifiserte. Det tredje leddet er *vektet kontantkrav*, der kontantkravet er tilsvarende den *risikofrie renten etter skatt*. Årsaken til dette er at kontanter er tilnærmet risikofrie, og derfor settes også kontantbetaen til 0. Beregningen av det finansielle eiendelskravet er utføres i tabell 7.11:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
+ Fordringskrav	0,0210	0,0200	0,0180	0,0180	0,0160	0,0150	0,0180
* Fordringsvekt	0,0011	0,0004	0,0012	0,0000	0,0753	0,0449	0,0205
+ Investeringskrav	0,0581	0,0577	0,0582	0,0577	0,0562	0,0550	0,0572
* Investeringsvekt	0,0390	0,0231	0,0725	0,0076	0,0055	0,0040	0,0253
+ Kontantkrav	0,0111	0,0097	0,0082	0,0077	0,0062	0,0050	0,0080
* Kontantvekt	0,9599	0,9765	0,9263	0,9924	0,9192	0,9511	0,9542
= Finansielt eiendelskrav	0,0130	0,0108	0,0119	0,0081	0,0072	0,0056	0,0094

Tabell 7.11: Finansielt eiendelskrav for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

Finansiell eiendelsbeta

Den finansielle eiendelsbeta beregnes med utgangspunkt i diskusjonen overfor. Formelen for finansiell eiendelsbeta og fordringsbeta er gitt under:

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

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_K * mrd}{mrp}$$

der β_{FOR} er fordringsbeta, FOR er fordringsdel, FE er finansielle eiendeler, β_{inv} er investeringsbeta, INV er investeringsdel, KON er kontantdel, β_{KON} er kontantsbeta krp_K er kort kreditrisikopremie, mrd er markedsrisikodel og mrp er markedsrisikopremie (Knivsfå, 2018j).

Beregningene av de finansielle eiendelsbetaene er utføres i tabell 7.12 på neste side.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kort kreditrisikopremie (BBB)	0,0010	0,0010	0,0010	0,0010	0,0010	0,0010	0,0043
/ Markedsrisikopremie etter skatt	0,0470	0,0480	0,0500	0,0500	0,0500	0,0500	0,0492
* Markedsrisikodel	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376	0,0376
= Fordringsbeta når mrd=1	0,0080	0,0078	0,0075	0,0075	0,0075	0,0075	0,0077
Fordringsbeta	0,0080	0,0078	0,0075	0,0075	0,0075	0,0075	0,0077
* Fordringsvekt	0,0011	0,0004	0,0012	0,0000	0,0753	0,0499	0,0205
+ Investeringsbeta	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
* Investeringsvekt	0,0390	0,0231	0,0725	0,0076	0,0055	0,0040	0,0253
+ Kontantbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
* Kontantvekt	0,9599	0,9765	0,9263	0,9924	0,9192	0,9511	0,9542
= Finansiell eiendelsbeta	0,0390	0,0231	0,0725	0,0076	0,0061	0,0043	0,0254

Tabell 7.12: Finansiell eiendelsbeta for Rørosmeiereiet i perioden 2011-2016

7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav bestemmes av vektete parameterne; *vektet finansielt gjeldskrav* og *vektet finansielle eiendelskrav*. Disse parameterne er gitt overfor. Vektingen er basert på gjennomsnittlige kapital justert for opptjent kapital, og denne vektingen benyttes for å være konsistent med beregningen av rentabilitet i kapittel 8. Formelen for netto finansielt gjeldskrav er gitt ved:

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

der fgk er finansielt gjeldskrav, FG er finansiell gjeld, NFG er netto finansiell gjeld, fek er finansielt eiendelskrav og FE er finansiell eiendel (Knivsfå, 2018j).

Beregningene av netto finansielt gjeldskrav er utføres i tabell 7.13 under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,0191	0,0197	0,0162	0,0157	0,0142	0,0130	0,0163
* Finansiell gjeldvekt	-0,0950	-0,4227	-0,3731	-0,0764	-0,4822	-0,7501	-0,3666
- Finansielle eiendelskrav	0,0130	0,0108	0,0119	0,0081	0,0072	0,0056	0,0094
* Finansiell eiendelsvekt	-1,0915	-1,4051	-1,3355	-1,0739	-1,4663	-1,7301	-1,3504
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0123	0,0068	0,0098	0,0075	0,0038	0,0000	0,0068

Tabell 7.13: Netto finansielt gjeldskrav for Rørosmeiereiet i perioden 2011-2016

Netto finansiell gjeldsbeta

Betaen til netto finansiell gjeld beregnes ved vektete parameter; *vektet finansiell gjeldsbeta* og *vektet finansiell eiendelsbeta*. Formelen for netto finansiell gjeldsbeta er gitt ved:

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

der β_{FG} er finansiell gjeldsbeta, FG er finansiell gjeld, NFG er netto finansiell gjeld, β_{FE} er finansiell eiendelsbeta og FE er finansiell eiendel (Knivsflå, 2018j).

Beregningene av netto finansiell gjeldsbeta utføres i tabell 7.14 under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,0064	0,0078	0,0060	0,0060	0,0060	0,0060	0,0064
* Finansiell gjeldsvekt	-0,0950	-0,4227	-0,3731	-0,0764	-0,4822	-0,7501	-0,3666
- Finansiell eiendelsbeta	0,0390	0,0231	0,0725	0,0076	0,0061	0,0043	0,0254
* Finansiell eiendelsvekt	-1,0915	-1,4051	-1,3355	-1,0793	-1,4663	-1,7301	-1,3504
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,0420	0,0292	0,0946	0,0077	0,0060	0,0029	0,0320

Tabell 7.14: Netto finansiell gjeldsbeta for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

7.4 Selskapskrav

I følgende delkapittel analyseres selskapskravet til Rørosmeieriet gjennom beregningen av netto driftskapital. Netto driftskapital bestemmes av vektete parametere; *vektet krav til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld*. Vektingen er også basert på gjennomsnittlige kapital justert for opptjent kapital. Disse parameterne er bestemt tidligere i kapittelet. Alternativt kan krav til sysselsatt kapital beregnes ved vekting av sysselsatt kapital på egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. Formelen for netto driftskapital er gitt ved:

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

der ek er egenkapitalkrav, EK er egenkapital, NDK er nettodriftskapital, mik er minoritetskrav, MI er minoritetsinteresser, $nfgk$ er netto finansielt gjeldskrav og NFG er netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2018j).

Rørosmeieriet har ingen minoritetsinteresse, og derfor faller dette leddet bort ved beregningen av netto driftskapital som utføres i tabell 7.15 under:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	0,0442	0,0753	0,0630	0,0433	0,0665	0,0699	0,0600
* Majoritetsvekt	3,9320	1,3566	1,8569	3,3758	1,5340	1,3945	2,2416
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,0123	0,0068	0,0098	0,0075	0,0038	0,0000	0,0068
* Netto finansiell gjeldsvekt	-2,9320	-0,3566	-0,8569	-2,3758	-0,5340	-0,3945	-1,2416
= Netto driftskrav	0,1377	0,0972	0,1085	0,1286	0,1000	0,0974	0,1116

Tabell 7.15: Netto driftskrav til Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

Netto driftskrav til Rørosmeieriet er relativt stabilt over analyseperioden, utenom 2011 og 2013. Svingningene i kravet samsvarer ikke med virksomhetens finansiering, og derfor benyttes en konstant netto driftsbeta. Det er også i likhet med Miller og Modigliani sin proposisjon 1 om at virksomhetens verdi ikke er avhengig av virksomhetens finansiering. Altså, påvirkes både gjeldskravet og egenkapitalkravet av andel egenkapital i selskapet. Det høye kravene i 2011 og 2014 kan skyldes ulik driftsrisiko. Det er naturlig at kravet er høyere i 2011, fordi de historiske resultatene før 2011 ikke var særlig tilfredsstillende. Videre indikerer tallene en økning i driftsrisiko, som trolig skyldes betydelig investering i datterselskapet Rørosmeieriet Eiendom AS. Året etter ble fusjonerte Rørosmeieriet sammen dette selskapet, som førte til tilbakefallet i driftsrisikoen.

Netto driftsbeta

Netto driftsbeta bestemmes av vektete parametere; *vektet egenkapitalbeta*, *vektet minoritetsbeta* og *vektet netto finansiell gjeldsbeta*. Disse parameterne er gitt tidligere i kapittelet. Formelen for netto driftsbeta er gitt ved:

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

der β_{EK} er egenkapitalbeta, EK er egenkapital, NDK er netto driftskapital, β_{MI} er minoritetsbeta, MI er minoritetsinteresse, β_{NFG} er netto finansiell gjeldsbeta og NFG er netto finansiell gjeld (Knivsfå, 2018j).

Ettersom netto driftsbeta er konstant over tid, beregnes kun gjennomsnittsbetaene her. Videre har Rørosmeieriet ingen minoritetsinteresse, og derfor faller dette leddet bort ved beregningen av netto driftsbeta. Beregningen av netto driftsbeta utføres i tabell 7.16 under.

	Snitt
Egenkapitalbeta	0,6380
* Egenkapitalvekt	2,2416
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,0320
* Netto finansiell gjeldsvekt	-1,2416
= Driftsbeta	1,3904

Tabell 7.16: Netto driftsbeta

7.5 Oppsummering av avkastningskrav

Avkastningskravene til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld er oppsummert i tabell 7.17 nedenfor, og benyttes videre i kapittel 8 ved beregning av lønnsomheten til Rørosmeieriet.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	0,0469	0,0827	0,0476	0,0448	0,0745	0,0576	0,0587
Minoritetskrav							
Netto finansielt gjeldskrav	-0,0122	0,0743	-0,0071	-0,0087	0,0136	-0,0019	-0,0061
Netto driftskrav	0,1006	0,0825	0,1029	0,1027	0,0825	0,0881	0,1036

Tabell 7.17: Oppsummering av avkastningskrav for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

8. Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

I dette kapitlet analyseres lønnsomheten gjennom rentabilitet. Rentabilitet er et forholdstall som gir uttrykk for den prosentvise avkastningen på investert kapital. Det gjør det mulig å sammenligne estimatet over tid og mellom selskap (Damodaran, 2012). En sammenligning av rentabilitet og avkastningskravet vurderer hvorvidt selskap er lønnsomme. Denne lønnsomhetsanalysen tar i betraktning alternativkostnaden, som gjør forholdstallet bedre egnet til å vurdere lønnsomheten enn resultattall. Det er mulig å benytte ulike rentabilitetsmål, og her benyttes egenkapitalrentabiliteten ettersom den estimerer eiernes avkastning. Formelen for en generell rentabilitet er gitt under:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{resultat til kapitalen}}{\text{kapitalen}}$$

Rentabiliteten kan videre beregnes med normaliserte eller fullstendige tall. Normaliserte tall benyttes, fordi disse er bedre for budsjettering og framskriving. Videre benyttes etterskuddsrentabiliteten der kapital justeres for årlig resultat, og dermed bedres estimatet på rentabiliteten siden det tjenes inn gjennom hele året. Det er nødvendig å sammenligne etterskuddsrentabiliteten med etterskuddskravet for å oppnå konsistens (Knivsflå, 2018k). Formelen for etterskuddsrentabilitet er gitt under:

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{IB + \frac{(\Delta\text{kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})}{2}}$$

Den strategiske fordelene estimeres gjennom kvantitative forhold. Videre sammenlignes disse forholdstallene med resultatene fra den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4. Den strategiske fordelene analyseres før fordelene og ulempene dekomponeres i drift og finansiering. Dekomponeringen vil gi innsikt i kildene til fordelene eller ulempene, altså i hvilken grad Rørosmeieriet gjør det relativt bedre eller dårligere enn bransjen.

8.1 Strategisk fordel

Det foreligger en strategisk fordel når egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet. Superrentabilitet benyttes også om lønnsomheten til den strategiske

fordelen. Før den eventuelle strategiske fordel eller ulempen bestemmes, beregnes egenkapitalrentabiliteten ved bruk av formelen under:

$$ekr = \frac{NDR}{EK_{IB} + (\Delta EK - NDR)/2}$$

der NDR er netto driftsresultat, EK_{IB} er egenkapital i inngående balanse og ΔEK er endring i egenkapitalen (Knivsflå, 2018k).

Beregningene av egenkapitalrentabiliteten utføres i tabell 8.1 nedenfor. Egenkapitalrentabiliteten er relativt stabil, utenom 2012 der rentabiliteten reduseres betydelig. Reduksjonen skyldes en betydelig nedgang i netto resultat til egenkapital. Resultatet til egenkapitalen reduseres som følge av en betydelig økning i lønnskostnader ettersom antallet gjennomsnittlig antall ansatte økte fra 8 til 14, samt en økning i avskrivninger. Svingninger i egenkapitalrentabiliteten er normalt for selskaper i vekstfase ettersom resultatene ikke er stabilisert.

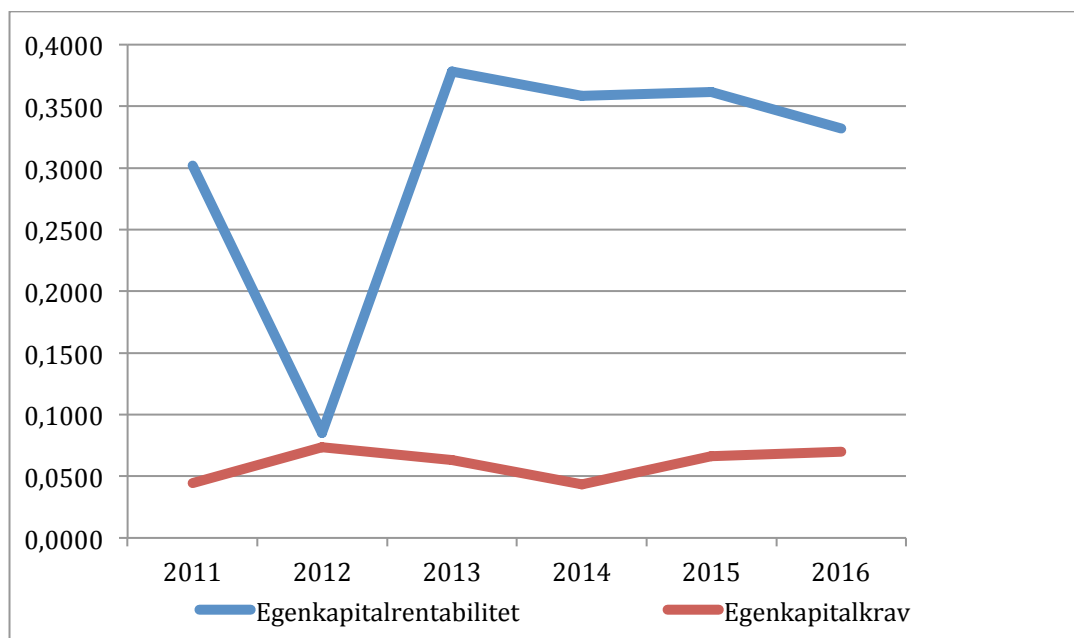
	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Netto resultat til egenkapital	982	385	2621	4342	6694	9143	5308
/ Justert egenkapital	3251	4518	6929	12123	18504	27554	15593
= Egenkapitalrentabilitet	0,3020	0,0851	0,3782	0,3582	0,3618	0,3318	0,3254

Tabell 8.1: Egenkapitalrentabilitet til Rørosmeieriet i perioden 2011-2012

Egenkapitalkravet er beregnet tidligere i kapittel 7, og dermed kan den strategiske fordel beregnes. Disse kalkulasjonene er utføres i tabell 8.2 under og er videre illustrert grafisk i figur 8.1 på neste side. Ut fra tabell 8.2 og figur 8.1 generer Rørosmeieriet en strategisk fordel jevnt over analyseperioden med unntak av 2012 der lønnskostnadene øker betydelig. Det beregnes et tidsvektet snitt i likhet med risikoanalysen i kapittel 6. Dette snittet benyttes ettersom Rørosmeieriet er i en betydelig vekstfase, og dermed anses de nylige regnskapsårene som mer representative som er diskutert ytterligere i delkapittel 5.4. Det vektete snittet til den strategiske fordel er på 26%.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,3020	0,0851	0,3782	0,3582	0,3618	0,3318	0,3254
- Egenkapitalkrav	0,0442	0,0735	0,0630	0,0433	0,0665	0,0699	0,0618
= Strategisk fordel	0,2578	0,0117	0,3153	0,3148	0,2953	0,2619	0,2636

Tabell 8.2: Strategisk fordel til Rørosmeieriet i perioden 2011-2016



Figur 8.1: Strategisk fordel Rørosmeieriet

Videre dekomponeres den strategiske fordelen på 26% i en ekstern bransjefordel og intern ressursfordel. Det avgjør hvorvidt fordelen kommer av en bransjefordel som gjelder hele bransjen eller en ressursfordel knyttet til Rørosmeieriet. Formelen for strategisk fordel under benyttes ved dekomponeringen:

$$ekr - ekk = \underbrace{(ekr_B - ekk)}_{\text{Ekstern bransjefordel}} + \underbrace{(ekr - ekr_B)}_{\text{Intern ressursfordel}}$$

der ekr er egenkapitalrentabilitet, ekk er egenkapitalkrav og ekr_B er egenkapitalrentabilitet bransjen.

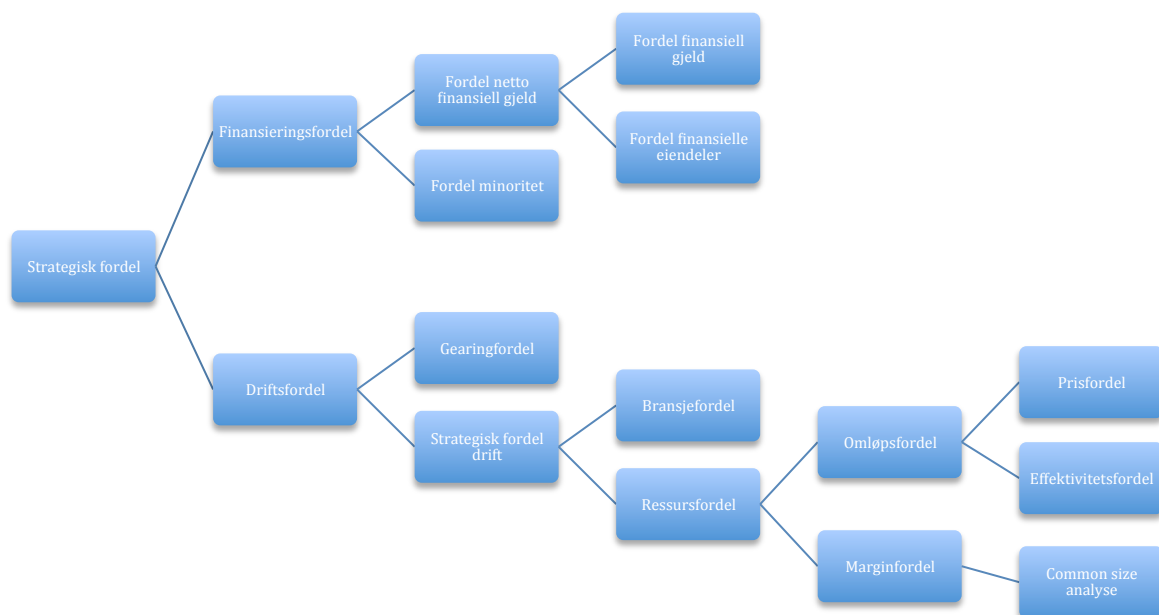
Tabell 8.3 oppsummerer den strategiske fordelen til Rørosmeieriet fordelt på en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel. Den vektete strategiske fordelen skyldes både en ekstern bransjefordel på 15% og en intern bransjefordelt på 11% som varierer over analyseperioden. Videre dekomponeres den strategiske fordelen mer detaljert på drift og finans, og gir bedre innsikt i hvordan den strategiske fordelen oppstår.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Ekstern bransjefordel	0,2307	0,0508	0,0695	0,1546	0,1790	0,1887	0,1499
+ Intern ressursfordel	0,0272	-0,0391	0,2457	0,1602	0,1163	0,0732	0,1137
= Superrentabilitet	0,2578	0,0117	0,3153	0,3148	0,2953	0,2619	0,2636

Tabell 8.3: Oppsummert strategisk fordel

8.2 Rammeverk

Rørøsmøieriet har en tidsvektet strategisk fordel over analyseperioden på 26% som beregnet i delkapittel 8.1 ovenfor. Videre vil den strategiske fordelen dekomponeres i flere ledd etter rammeverket til Knivsflå (2018) illustrert i figur 8.2. Dekomponeringen vil avklare hvordan den strategiske fordelen oppstår ved å beregne strategiske fordeler og ulemper i hver av de ulike leddene. Den strategiske fordelen fordeles på driftsfordel og finansieringsfordel, og disse beregnes i henholdsvis delkapittel 8.3 og 8.4. Avslutningsvis oppsummeres alle leddene i delkapittel 8.5. Det fokuseres hovedsakelig på driftsfordelen siden finansmarkedet kjennetegnes ved høy konkurranse, og dermed forventes verken en finansieringsfordel eller finansieringsulempe (Knivsflå, 2018k).



Figur 8.2: Rammeverk over strategisk lønnsomhetsanalyse (Knivsflå, 2018k; Knivsflå, 2018l)

8.3 Driftsfordel

Dekomponeringen begynner med å dekomponere driftsfordelen til Rørøsmøieriet. Det antas som nevnt i delkapittel 8.2 at denne fordelen har størst innvirkning på superrentabiliteten. Driftsfordelen består av en strategisk driftsfordel og en gearingfordel som vist i formelen under:

$$DF = \underbrace{(ndr - ndk)}_{\text{Strategisk fordel drift}} + \underbrace{(ndr - ndk) * (nfgg - mig)}_{\text{Gearingfordel}},$$

der DF er driftsfordel, ndr er netto driftsrentabilitet, ndk er netto driftskrav, $nfgg$ er netto finansiell gjeldsgrad og mig er minoritetsgrad (Knivsfå, 2018k).

Den strategiske driftsfordelen er den rene driftsfordelen, og den består av differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Gearingfordelen er skaleringen av den strategiske fordelen, og kan derimot tildeles både drift og finans. Dette er fordi man kan benytte finansiering til å gire opp driften (Knivsfå, 2018k). Likevel anses den som en driftsrelatert fordel her.

8.3.1 Strategisk fordel drift

Først analyseres den rene driftsfordelen nærmere, altså den strategiske driftsfordelen. Den består av differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav som vist i formelen ovenfor, og beregningen av fordelen utføres i tabell 8.4 under:

	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Vekt
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Netto driftsrentabilitet	1,1354	0,1134	0,7195	1,1792	0,5561	0,4613	0,6662
- Netto driftskrav	0,1377	0,0972	0,1085	0,1286	0,1000	0,0974	0,1080
= Strategisk fordel drift	0,9977	0,0162	0,6110	1,0506	0,4561	0,3638	0,5583

Tabell 8.4: Strategisk fordel drift Rørosmeieriet

Det er en tidsvektet strategisk fordel på 55,8% gjennom analyseperioden for Rørosmeieriet, og selskapet har dermed en svært tilfredsstillende driftsfordel. Denne driftsfordelen dekomponeres videre i en bransjefordel og en ressursfordel ved bruk av formelen nedenfor.

$$ndr - ndk = \underbrace{(ndr_B - ndk)}_{\text{Bransjefordel}} + \underbrace{(ndr - ndr_B)}_{\text{Ressursfordel}},$$

der ndr er netto driftsrentabilitet, ndk er netto driftskrav og ndr_B er netto driftsrentabilitet bransjen (Knivsfå, 2018k).

Bransjefordel

Bransjefordel er differansen mellom netto driftskrav til bransjen og netto driftskrav, og gir uttrykk for hvorvidt den strategiske driftsfordelen er felles for bransjen som en helhet. På neste side beregnes bransjefordelen i tabell 8.5.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Netto driftsrentabilitet bransje	0,1937	0,0918	0,0918	0,1357	0,1752	0,1931	0,1519
- Netto driftskrav	0,1377	0,0972	0,1085	0,1286	0,1000	0,0974	0,1080
= Bransjefordel drift	0,0561	-0,0054	-0,0168	0,0072	0,0753	0,0956	0,0439

Tabell 8.5: Bransjefordel Rørosmeieriet

Det foreligger en vektet bransjefordel i drift på 4,4% som utgjør en liten andel av den strategiske driftsfordelen på 55,8%. Denne fordelten er i samsvar med resultatet fra den eksterne analysen i kapittel 4 ettersom politisk og lovmessige forhold begrenser konkurransenivået noe. Det foreligger relativt lave avvik i 2012 og 2013 som skyldes en generell økning i bransjens kostnader, samtidig som kapitalbeholdningen økte.

Ressursfordel

Ressursfordel oppstår ved at et enkelt selskap utnytter de interne resurser mer effektivt enn bransjen. Denne fordelten kan oppstå ved en rentabilitetskravfordel og en driftskravfordel. Rentabilitetsfordelen oppstår dersom selskapet har høyere rentabilitet enn bransjen, mens driftskravfordelen oppstår dersom selskapet har lavere driftskrav enn bransjen. Ettersom utredningen tar utgangspunkt i et likt netto driftskrav vil det dermed ikke oppstå en driftskravfordel, og dermed fokuseres det på rentabiliteten framover. Ressursfordelen er derfor lik rentabilitetsfordelen og beregnes i tabell 8.6 under:

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Netto driftsrentabilitet	1,1354	0,1134	0,7195	1,1792	0,5561	0,4613	0,6662
- Netto driftsrentabilitet bransje	0,1937	0,0918	0,0918	0,1357	0,1752	0,1931	0,1519
= Ressursfordel drift	0,9416	0,0217	0,6277	1,0435	0,3809	0,2682	0,5144

Tabell 8.6: Ressursfordel Rørosmeieriet

Rørosmeiereiet har en ressursfordel gjennom hele analyseperioden og tidsvektet ressursfordel i drift er på 51,4%. Den strategiske fordelten består dermed hovedsakelig av en ressursfordel. Denne fordelten kan oppstå ved at Rørosmeieriet unytter ressursene mer effektivt enn bransjen eller selskapet har ressurser bransjen ikke har tilgang til. Fra funnene i den interne analysen i kapittel 4 var det ingen varige konkurransefortrinn. Det eksisterer derimot et midlertidig fortrinn ved leieproduksjonen, og flere potensielle fortrinn ved økologisk meieri og produktene skjørost og tjukkmei. Videre dekomponeres ressursfordelen i en marginalfordel og en omløpsfordel som vist i formelen under.

$$ndr - ndr_B = \underbrace{(ndm - ndm_B) * onde}_{\text{Marginfordel}} + \underbrace{(onde - onde_B) * ndm_B}_{\text{Omløpsfordel}}$$

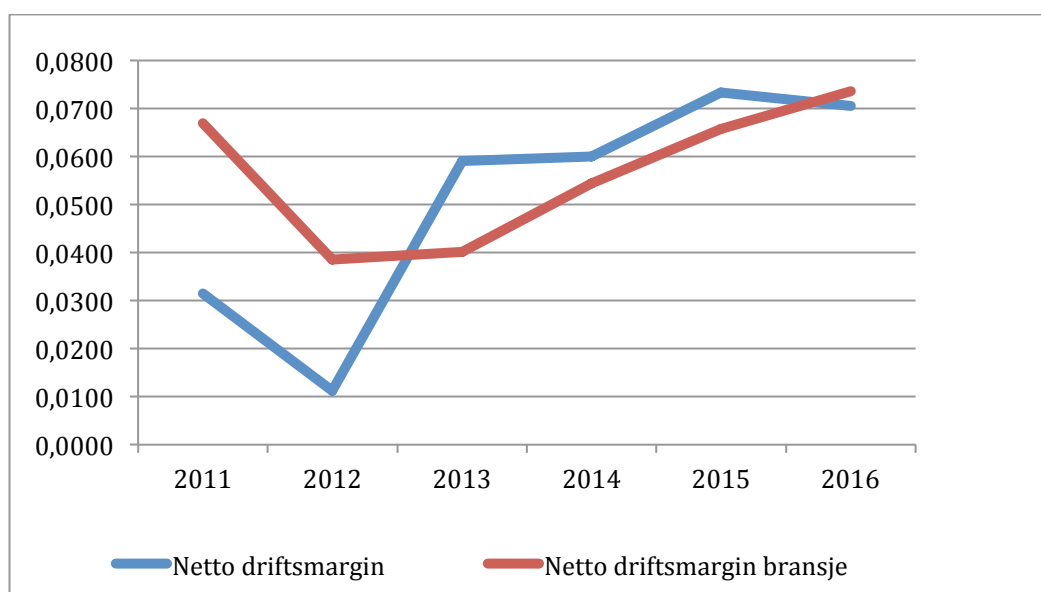
der ndr er netto driftsrentabilitet, ndr_B er netto driftsrentabilitet bransjen, ndm er netto driftsmargin, ndm_B er netto driftsmargin bransjen, $onde$ er omløp netto driftseiendeler og $onde_B$ er omløp netto driftseiendeler bransjen (Knivslå, 2018k).

Marginfordel

Marginfordelen er differansen mellom *netto driftsmargin* og *netto driftsmargin til bransjen*, vektet med *omløp til netto driftsmargin*. Videre består *netto driftsmargin* av *netto driftsresultat* i forhold til *driftsinntekter*. Disse beregningene vises i tabell 8.7 og resultatene er videre illustrert grafisk i figur 8.3 nedenfor.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Netto driftsmargin	0,0315	0,0112	0,0590	0,0600	0,0734	0,0706	0,0595
- Netto driftsmargin bransje	0,0669	0,0385	0,0401	0,0544	0,0657	0,0736	0,0589
= Marginfordel, uvektet	-0,0354	-0,0273	0,0189	0,0056	0,0077	-0,0030	0,0006
* Omløp netto driftseiendeler	36,0034	10,1317	12,1861	19,6517	7,5793	6,5342	-42,0483
= Marginfordel	-1,2745	-0,2769	0,2304	0,1094	0,0581	-0,0198	-0,0254

Tabell 8.7: Marginfordel Rørosmeieriet



Figur 8.3: Forholdet mellom netto driftsmargin

Rørosmeieriet oppnår en vektet marginulempe på 2,5%, hvilket betyr at selskapet har en gjennomsnittlig høyere driftskostnad i forhold til driftsinntekten relativt til bransjen. Denne ulempen oppstår i tre år gjennom analyseperioden, og gjennom analyseperioden genereres en uvektet marginfordel. Det er først etter marginfordelen vektet med omløpet til netto driftseiendeler at marginulempen oppstår. Ettersom Rørosmeieriet er det minste selskapet i bransjen er det naturlig at det oppstår en marginulempe. Likevel består bransjen hovedsakelig av Tine som lenge var monopolist og lenge hadde et begrenset insentiv til å effektivisere driften. På bakgrunn av dette kan det både oppstå marginfordel og marginulempe. For å få et bedre innblikk i marginulempen utføres en common size analyse der marginulempen dekomponeres videre.

Common size analyse

Common size analysen viser alle postene i netto driftsresultat relativt til driftsinntekten. Det gjør det mulig å sammenligne Rørosmeieriet med bransjen, og videre gi innsikt i opphavet til marginulempen. Resultatene fra common size analysen er gitt i tabell 8.8 under.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vektet		
							Snitt	Bransje	Avvik
Driftsinntekter	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0000
- Driftskostnader	0,9585	0,9853	0,9244	0,9210	0,9035	0,9071	0,9220	0,9348	-0,0128
<i>Varekostnad</i>	0,6379	0,6377	0,5894	0,6068	0,6099	0,6143	0,6113	0,5720	0,0393
<i>Lønnskostnad</i>	0,1623	0,1814	0,1616	0,1435	0,1382	0,1187	0,1434	0,1725	-0,0291
<i>Avskrivninger</i>	0,0109	0,0152	0,0183	0,0132	0,0218	0,0244	0,0190	0,0418	-0,0228
<i>Andre driftskostnader</i>	0,1474	0,1510	0,1550	0,1575	0,1369	0,1473	0,1483	0,1485	-0,0002
= Driftsresultat i egen virksomhet	0,0415	0,0147	0,0756	0,0790	0,0965	0,0929	0,0780	0,0653	0,0127
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,0100	0,0035	0,0181	0,0189	0,0232	0,0223	0,0187	0,0071	0,0116
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,0315	0,0112	0,0575	0,0600	0,0734	0,0706	0,0593	0,0591	0,0003
+ Netto driftsresultat til driftstilknyttet virksomhet	0,0000	0,0000	0,0358	0,0000	0,0000	0,0000	0,0054	0,0001	0,0052
= Netto driftsresultat	0,0315	0,0112	0,0590	0,0600	0,0734	0,0706	0,0595	0,0589	0,0006

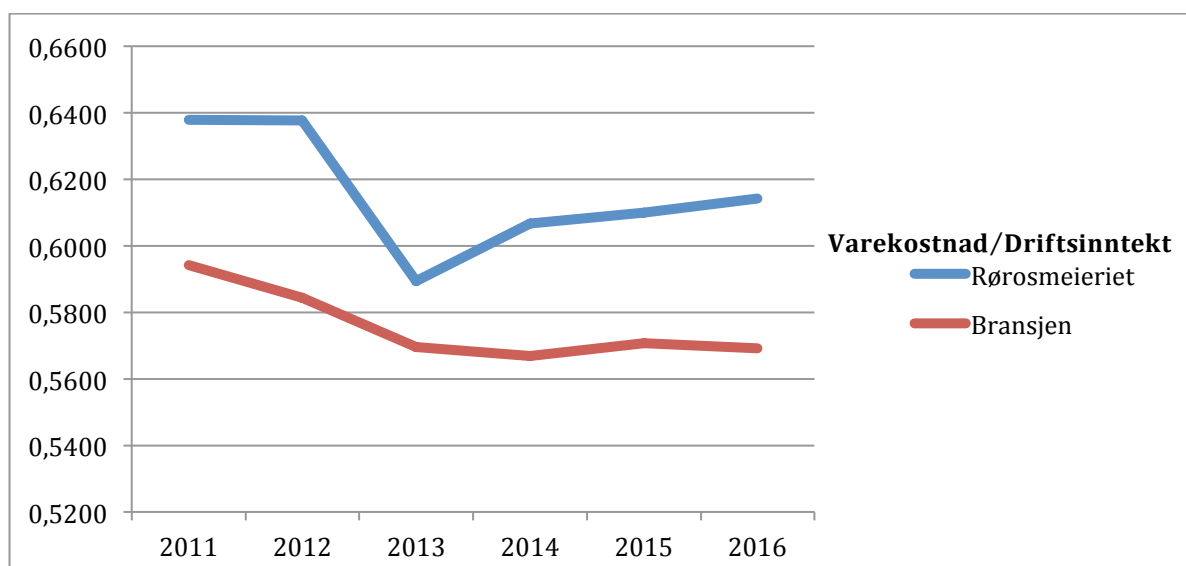
Tabell 8.8: Common size analyse, tidsvektet snitt, Rørosmeieriet og bransjen

Common size analysen viser en uvektet marginulempe i varekostnad på 3,9%, altså har Rørosmeieriet en varekostnad som utgjør en større andel av driftsinntekten sammenlignet med bransjen. Likevel oppnår selskapet en uvektet marginfordel i lønnskostnader og avskrivninger på forholdsvis 2,9% og 2,3%, som fører til samlet kostnadsfordel relativt til bransjen. Denne kostnadsfordelen er marginal på 1%, og dermed oppstår en marginal resultatfordel i drift i egen virksomhet som jevnes ut med høyere skattekostnad. Til sammen utgjør det en uvektet marginfordel på 0,1% som vist både i tabell 8.7 og 8.8. Videre vil

varekostnad, lønnskostnad og avskrivninger diskuteres nærmere ettersom disse har størst effekt på den uvektet marginfordelen.

Varekostnad

Figur 8.4 nedenfor illustrerer utviklingen av varekostnader relativt til driftsinntekter i Rørosmeieriet og bransjen. Det oppstår som nevnt en marginulempe i varekostnaden på 3,9%. Bransjen har en lavere varekostnad i forhold til inntekt enn Rørosmeieriet gjennom hele analyseperioden. Det kan være rimelig at bransjen har en kostnadsfordel ved innsikten fra kapittel 2. Til tross for at melkekostnaden er lik for alle meierier er Rørosmeieriet et heløkologisk meieri. Økologiske varer er som oftest dyrere enn konvensjonelle, og det kan dermed oppstå en forskjell i pris på melk siden bransjen produserer en betydelig høyere andel konvensjonelle melkeprodukter. Videre er konkurrentene til Rørosmeieriet betydelig større aktører, og har dermed mulighet til å oppnå fordeler gjennom for eksempel å kjøpe høyere kvanta av andre produksjonsvarer enn melk.

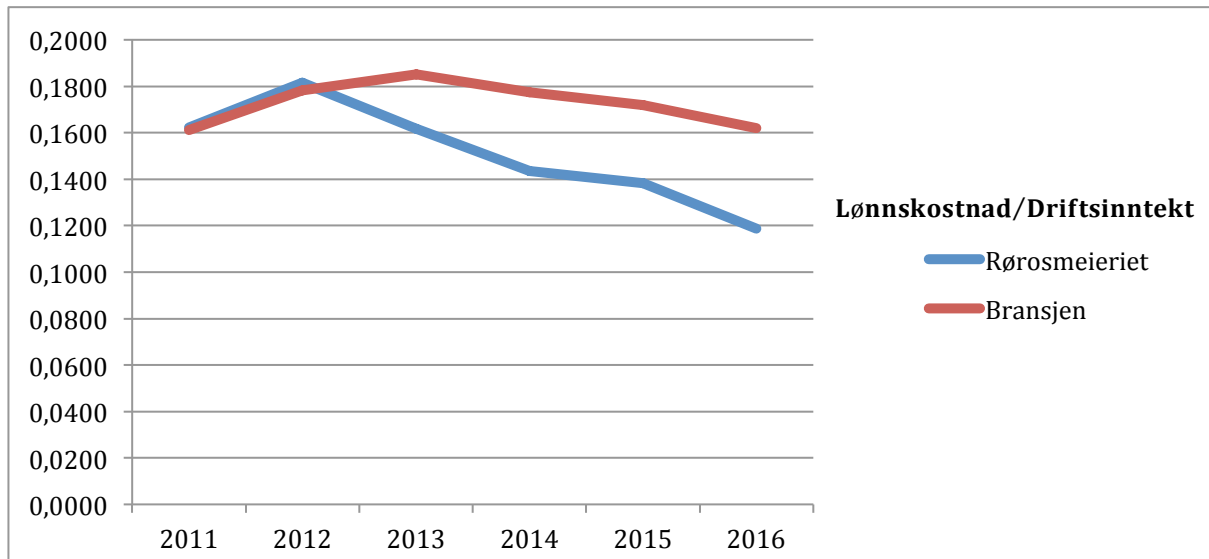


Figur 8.4: Varekostnad i forhold til driftsinntekt for Rørosmeieriet og bransjen

Lønnskostnader

Figur 8.5 nedenfor illustrerer utviklingen av lønnskostnader relativt til driftsinntekter i Rørosmeieriet og bransjen. Lønnskostnaden til Rørosmeieriet økte fra 2011 til 2012 som følge av en betydelig økning i ansatte som nevnt innledningsvis i strategisk fordel, hvor Rørosmeieriet ligger relativt jevnt med bransjen i andel lønnskostnader i forhold til inntekt. Videre reduseres lønnskostnaden relativt til driftsinntekten mer i Rørosmeieriet enn i bransjen, og selskapet oppnår en marginfordel. Det kan fremstå som urimelig at Rørosmeieriet oppnår en marginfordel her ettersom bransjen burde ha mulighet til å oppnå

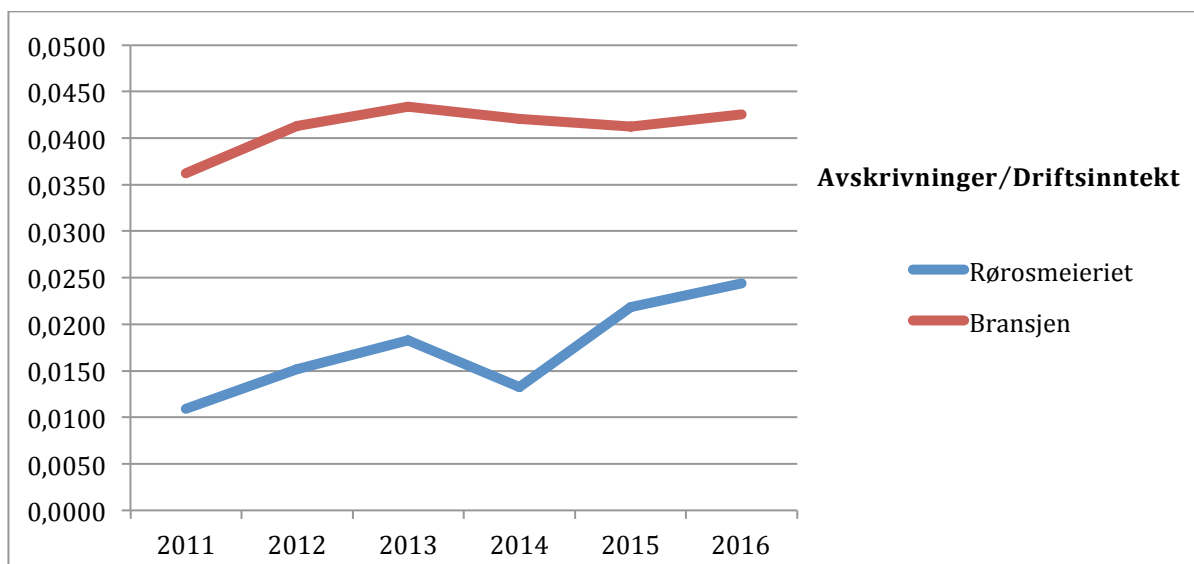
stordriftsfordel. En mulig forklaring på dette er at større selskap ofte har høyere lønninger. Det er rimelig å anta dersom man ser på lønnskostnader i forhold til antall ansatte i Rørosmeieriet sammenlignet med bransjen (se vedlegg 2). For 2016 viser det seg at lønnskostnader per ansatte i bransjen er det dobbelte sammenlignet med Rørosmeieriet.



Figur 8.5: Lønnskostnad i forhold til driftsinntekt for Rørosmeieriet og bransjen

Avskrivninger

Figur 8.6 nedenfor illustrerer utviklingen av avskrivninger relativt til driftsinntekter i Rørosmeieriet og bransjen. Bransjen har betydelig høyere avskrivninger enn Rørosmeieriet, altså kostnader knyttet til eiendom, bygninger, maskiner og lignende. Likevel har Rørosmeieriet en stigende trend i avskrivningskostnad som kan ses i sammenheng med selskapets økende investering, og dermed vil fordelene reduseres på sikt.



Figur 8.6: Avskrivninger i forhold til driftsinntekt for Rørosmeieriet og bransjen

Oppsummering av marginulempe

Tabell 8.9 oppsummerer marginfordelen gjennom alle postene i netto driftsresultat. Den uvektet marginfordelen beregnes for hver av postene gjennom analyseperioden, altså avviket mellom Rørosmeieriet og bransjen. Videre beregnes vektet marginfordel ved å multiplisere hver av postene med tilhørende omløp i netto driftseiendeler og vektet snitt. Årsaken til marginulempen skyldes hovedsakelig en betydelig ulempe i varekostnader i begynnelsen av analyseperioden som økes betydelig etter vektingen.

	36,00 5 % 2011	10,13 10 % 2012	12,19 15 % 2013	19,65 20 % 2014	7,58 25 % 2015	6,53 25 % 2016	Onde Vektet Snitt	Marginfordel
Driftsinntekter	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
- Driftskostnader	0,0200	0,0281	-0,0303	-0,0170	-0,0234	-0,0114	-0,0128	-0,1209
Varekostnad	0,0436	0,0532	0,0199	0,0399	0,0391	0,0451	0,0393	0,4736
Lønnskostnad	0,0012	0,0033	-0,0234	-0,0339	-0,0336	-0,0432	-0,0291	-0,3049
Avskrivninger	-0,0253	-0,0261	-0,0251	-0,0288	-0,0194	-0,0182	-0,0228	-0,2978
Andre driftskostnader	0,0005	-0,0023	-0,0017	0,0058	-0,0061	0,0025	-0,0002	0,0108
= Driftsresultat i egen virksomhet	-0,0200	-0,0281	0,0303	0,0170	0,0234	0,0109	0,0127	0,1201
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,0033	-0,0012	0,0130	0,0122	0,0153	0,0135	0,0116	0,1276
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	-0,0354	-0,0268	0,0172	0,0047	0,0078	-0,0030	0,0003	-0,0314
+ Netto driftsresultat fra tilknyttet virksomhet	0,0000	-0,0005	0,0358	0,0007	-0,0005	-0,0004	0,0054	0,0662
= Netto driftsresultat	-0,0354	-0,0273	0,0189	0,0056	0,0077	-0,0031	0,0006	-0,0255

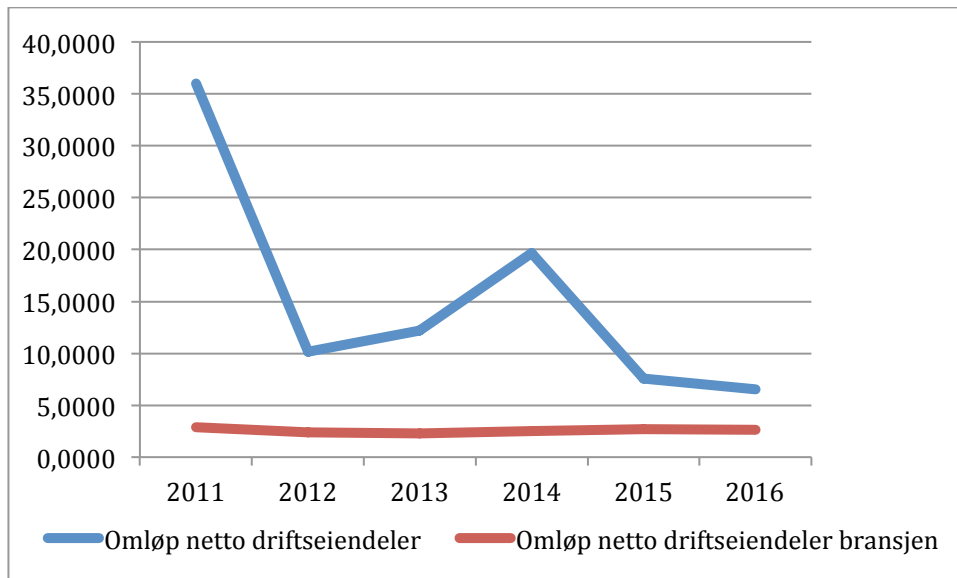
Tabell 8.9: Oppsummering marginfordel

Omløpsfordel

Omløpsfordel er differansen mellom *omløp i netto driftseiendeler* til Rørosmeieriet og bransjen, vektet med *netto driftsmargin til bransjen*. Omløpsfordelen måler selskapets evne til å generere en høyere driftsinntekt per krone investert, og er dermed et mål på effektivitet. Beregningene av omløpsfordelen utføres i tabell 8.10, og resultatene er videre illustrert grafisk i figur 8.7.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Omløp netto driftseiendeler	36,0034	10,1317	12,1861	19,6517	7,5793	6,5342	12,1000
- Omløp netto driftseiendeler bransjen	2,8947	2,3818	2,2863	2,4935	2,6673	2,6224	2,5470
= Omløpsfordel, uvektet	33,1087	7,7498	9,8998	17,1582	4,9120	3,9119	9,5530
* Netto driftsmargin bransje	0,0669	0,0385	0,0401	0,0544	0,0657	0,0736	0,0589
= Omløpsfordel	2,2161	0,2986	0,3974	0,9341	0,3227	0,2880	0,5398

Tabell 8.10: Omløpsfordel Rørosmeieriet



Figur 8.7: Forholdet mellom omløp netto driftseiendeler

Det oppstår en omløpsfordel på 54%, som betyr at Rørosmeieriet genererer en høyere driftsinntekt per krone investert i driftseiendeler sammenlignet med bransjen. Denne trenden har gått betydelig ned fra 221,6% til 28%, og det kunne vært aktuelt å se bort fra 2011 ettersom dette er et unormalt år. Utviklingen kan ses i sammenheng med betydelig investeringer. Videre ville det vært hensiktsmessig å dekomponere omløpsfordelen i en prisfordel og en effektivitetsfordel, men på grunn av manglende forholdstall utføres ikke denne dekomponeringen her.

8.3.2 Gearingfordel drift

Gearingfordelen i driften oppnås ved å finansiere driften med annen finansiering enn egenkapital. En strategisk driftsfordel vil bedres med gearing, mens en strategisk driftsulempe vil øke ved gearing. For Rørosmeieriet er det dermed ønskelig med en positiv gearing for å øke driftfordelen. Det er nødvendig å påpeke at en større gearing ikke fører til økning i verdien av selskapet, siden økt gjeldsgrad vil øke risikoen til egenkapitalen og dermed øke egenkapitalkravet. Gearingfordelen beregnes ved formelen gitt under, og fra denne formelen ser en at både grad av finansiell gjeld og minoritetsinteresser kan øke gearingen.

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

$$\text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}} \quad \text{mig} = \frac{\text{MI}}{\text{EK}}$$

der *ndr* er netto driftsrentabilitet, *ndk* er netto driftskrav, *nfgg* er netto finansiell gjeldsgrad, *mig* er minoritetsgrad, *NFG* er netto finansiell gjeld, *EK* er egenkapital og *MI* er minoritetsinteresser (Knivsflå, 2018k)

Gearingfordelen beregnes i tabell 8.11, og viser en vektet gearingulempe på 29% gjennom analyseperioden som skyldes Rørosmeieriets finansiering med en høy grad av egenkapital.

	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Vekt
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Strategisk fordel drift	0,9977	0,0162	0,6110	1,0506	0,4561	0,3638	0,5583
* Netto finansiell gearing	-0,7430	-0,2582	-0,4441	-0,7020	-0,3426	-0,2773	-0,4250
+ Strategisk fordel drift	0,9977	0,0162	0,6110	1,0506	0,4561	0,3638	0,5583
* Minoritetsgearing	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Gearingfordel drift	-0,7413	-0,0042	-0,2713	-0,7376	-0,1563	-0,1009	-0,2900

Tabell 8.11: Gearingfordel drift Rørosmeieriet

8.3.3 Oppsummering av driftsfordel

Tabell 8.12 oppsummerer den totale driftsfordelen til Rørosmeieriet over analyseperioden. Det vektet driftsfordel er på 26,8% ettersom gearingulempen reduserer den rene driftsfordelen.

	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Vekt
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Bransjefordel	0,0561	-0,0054	-0,0168	0,0072	0,0753	0,0956	0,0439
Marginfordel	-1,2745	-0,2769	0,2304	0,1094	0,0581	-0,0198	-0,0254
+ Omløpsfordel	2,2161	0,2986	0,3974	0,9341	0,3227	0,2880	0,5398
= Ressursfordel	0,9416	0,0217	0,6277	1,0435	0,3809	0,2682	0,5144
= Strategisk fordel drift	0,9977	0,0162	0,6110	1,0506	0,4561	0,3638	0,5583
+ Gearingfordel	-0,7413	-0,0042	-0,2713	-0,7376	-0,1563	-0,1009	-0,2900
= Driftsfordel	0,2564	0,0120	0,3396	0,3131	0,2999	0,2629	0,2683

Tabell 8.12: Oppsummering driftsfordel

8.4 Finansieringsfordel

Finansiering kan også være en kilde til strategisk fordel. Finansieringsfordelen oppnås dersom kravet er høyere enn tilhørende rente, enten i netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser. Videre vektet disse med tilhørende gearing for å beregne selskapets finansieringsfordel (Knivsflå, 2018k). Formelen under illustrerer denne sammenhengen:

$$Finansieringsfordel = \underbrace{(nfgk - nfgr) * nfgg}_{\text{Fordel netto finansiell gjeld}} + \underbrace{(mik - mir) * mig}_{\text{Fordel minoritet}}$$

der $nfgk$ er netto finansielt gjeldskrav, $nfgr$ er netto finansiell gjeldsrente, $nfgg$ er netto finansiell gjeldsgrad, mik er minoritetskrav, mir er minoritetsrente og mig er minoritetsgrad (Knivsfå, 2018k).

Videre kan fordel til netto finansiell gjeld dekomponeres i en finansiell gjeldsfordel og en finansiell eiendelsfordel. Den finansielle gjeldsfordelen oppnås ved at selskap betaler en lavere rente enn det finansielle kravet tilsier. Denne fordelten er teoretisk lik null, fordi det er høy konkurranse i finansmarkedet, og dette fører til at forventet rentabilitet er lik kravet. Likevel kan marginale forskjeller oppstå, og derfor dekomponeres fordelten til netto finansiell gjeld i delkapittel 8.4.1. Videre oppnås den finansielle eiendelsfordelen ved høyere avkastning i selskap enn eiendelskravet tilsier. Minoritetsfordelen oppnås, som vist i formelen over, ved lavere rente enn kravet tilsier (Knivsfå, 2018k). Ettersom det ikke er noen minoritetspost i Rørosmeieriet, blir denne fordelten sett bort ifra videre.

8.4.1 Fordel netto finansiell gjeld

Fordelen ved netto finansiell gjeld utgjør differansen mellom *finansiell gjeldsfordel* og *finansiell eiendelsfordel*, vektet med *netto finansiell gjeldsgrad* (Knivsfå, 2018k). Formelen for finansieringsfordel ved netto finansiell gjeld er gitt under:

$$Finansieringsfordel \text{ netto finansiell gjeld} = \underbrace{(fgk - fgr) * fgg}_{\text{Finansiell gjeldsfordel}} + \underbrace{(fer - fek) * feg}_{\text{Finansiell eiendelsfordel}}$$

der fgk er finansielt gjeldskrav, fgr er finansiell gjeldsrente, fgg er finansiell gjeldsgrad, fer er finansiell eiendelsrente, fek er finansielt eiendelskrav og feg er finansiell eiendelsgrad (Knivsfå, 2018k).

Videre studeres finansiell gjeldsfordel og finansiell eiendelsfordel nærmere før finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld presenteres. Den gjennomsnittlige kapitalen gjennom året justert for opptjent kapital benyttes ved beregning av finansiell gjeldsgrad og finansiell eiendelsgrad, og dette begrunnes i begynnelsen av kapitlet.

Finansiell gjeld

Utrekningen av finansieringsfordel til finansiell gjeld utføres i tabell 8.13, og viser at Rørosmeieriet har en gjennomsnittlig finansiell gjeldsulempe på 0,4% over analyseperioden. Det betyr at finansieringen ikke er lønnsom for eierne av Rørosmeieriet, fordi selskapet betaler mer enn kravet. Likevel er det viktig å påpeke at prosentandelen er marginal, og et lite avvik fra null kan forventes. Det er mulig at finansieringskravet er estimert for lavt som nevnt i delkapittel 7.3.1 der gjeldskravet beregnes, og dermed oppstår finansieringsulempen. En annen mulighet er at finansinstitusjonene har en høyere syntetisk rating enn AA, som fører til en høyere kredittrisikopremie enn den bestemte i delkapittel 7.3.1. Eventuelt er den finansielle gjelden undervurdert ved å klassifisere gjelden feil, altså ved å klassifisere rentebærende gjeld som ikke-rentebærende gjeld.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,0191	0,0197	0,0162	0,0157	0,0142	0,0130	0,0153
- Finansiell rente	0,0375	0,0416	0,1008	0,0325	0,0331	0,0266	0,0426
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,0184	-0,0219	-0,0845	-0,0168	-0,0189	-0,0136	-0,0273
* Finansiell gjeldsgrad	0,0709	0,1111	0,1722	0,0538	0,1679	0,2122	0,1463
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,0013	-0,0024	-0,0146	-0,0009	-0,0032	-0,0029	-0,0040

Tabell 8.13: Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansielle eiendeler

Utrekningen av finansieringsfordel til finansielle eiendeler utføres i tabell 8.14, og viser at Rørosmeieriet har en gjennomsnittlig finansiell eiendelsfordel på 0,3% over analyseperioden. Det kan indikere lønnsomhet i de finansielle eiendelene til Rørosmeieriet siden rentabiliteten er høyere enn kravet. Likevel fremstår fordelene som marginal som forventet.

	5 % 2011	10 % 2012	15 % 2013	20 % 2014	25 % 2015	25 % 2016	Vekt Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0196	0,0166	0,0132	0,0140	0,0095	0,0137	0,0132
- Finansielt eiendelskrav	0,0130	0,0108	0,0119	0,0081	0,0072	0,0056	0,0083
= Finansiell eiendelsrentefordel	0,0066	0,0058	0,0013	0,0060	0,0022	0,0080	0,0049
* Finansiell eiendelsgrad	0,8139	0,3693	0,6163	0,7558	0,5104	0,4894	0,5712
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,0054	0,0022	0,0008	0,0045	0,0011	0,0039	0,0028

Tabell 8.14: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Netto finansiell gjeld

Ut fra tabell 8.13 og 8.14 beregnes finansieringsulempe til netto finansiell gjeld på 0,1% over analyseperioden. Ulempen skyldes en finansieringsulempe i finansiell gjeld som reduseres ved en finansieringsfordel i finansiell eiendel. Beregningen av netto finansiell gjeldsfordel utføres i tabell 8.15. under:

	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Vekt
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,0123	0,0068	0,0098	0,0075	0,0038	0,0000	0,0052
- Netto finansiell gjeldsrente	0,0178	0,0058	-0,0200	0,0126	-0,0021	0,0038	0,0014
= Netto finansiell gjeldsfordel	-0,0055	0,0011	0,0298	-0,0051	0,0059	-0,0037	0,0038
* Netto finansiell gjeldsgrad	-0,7430	-0,2582	-0,4441	-0,7020	-0,3426	-0,2773	-0,4250
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,0041	-0,0003	-0,0133	0,0036	-0,0020	0,0010	-0,0013

Tabell 8.15: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

8.4.2 Oppsummering av finansieringsfordel

Finansieringsfordelen oppsummeres i tabell 8.16 nedenfor. Den samlede finansieringsulempen er på 0,1% over analyseperioden. Det ble presisert tidligere at finansiering vanligvis utgjør en marginal effekt på den strategiske fordelen som er tilfellet gjennom hele analyseperioden.

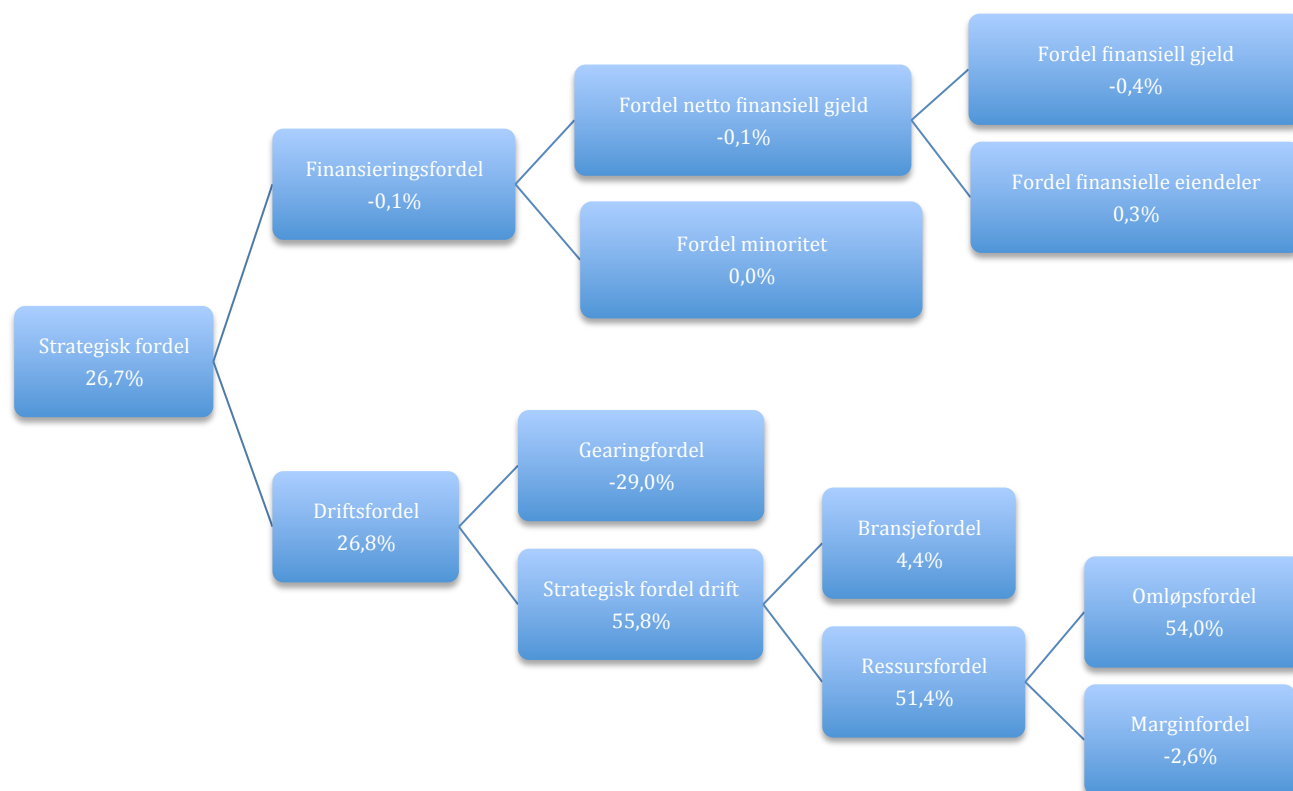
	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	Vekt
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,0013	-0,0024	-0,0146	-0,0009	-0,0032	-0,0029	-0,0042
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,0054	0,0022	0,0008	0,0045	0,0011	0,0039	0,0028
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,0041	-0,0003	-0,0138	0,0036	-0,0020	0,0011	-0,0014
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Finansieringsfordel	0,0041	-0,0003	-0,0138	0,0036	-0,0020	0,0011	-0,0014

Tabell 8.16: Oppsummering av finansieringsfordel for Rørosmeieriet i perioden 2011-2016

8.5 Oppsummering av strategisk fordel

I dette kapitlet er den strategiske fordelen dekomponert, og resultatene av dekomponeringen oppsummeres i figur 8.8. Figuren viser en strategisk fordel på 26,7% som hovedsakelig skyldes en driftsfordel, siden finansieringsfordelen som forventet er tilsvarende lik null. Videre skyldes driftsfordelen en strategisk fordel i driften på 55,8% som reduseres av en gearingulempe på 29,0%. Den strategiske driftsfordelen kommer hovedsakelig i form av en ressursfordel på 51,4%, og denne fordelen oppstår gjennom en omløpsfordel på 54,0%

og en marginulempe på 2,6%. Den strategiske driftsfordelen øker gjennom en bransjefordel på 4,4%.



Figur 8.8: Oppsummering av strategisk fordel til Rørosmeieriet

9. Framtidsregnskap

I følgende kapittel utarbeides et budsjett basert på fremtidige prognoser for resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen, altså utarbeides et fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet baseres på resultatene fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Videre benyttes det fremtidige regnskapet for å verdsette Rørosmeieriet i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Framtidsregnskapet til Rørosmeieriet vil som sagt baseres på resultatene fra de historiske regnskapsanalysene. Samtidig er det nødvendig å ta hensyn til eksterne faktorer, siden disse ikke reflekteres i regnskapsanalysene. Det diskuteres hvorvidt én bør gjøre skjønnsmessige vurderinger ved budsjettering. Penman (2013) diskuterer for enkelte justeringer, der fremtidsregnskapet hovedsakelig baseres på de historiske regnskapstallene. Det argumenteres for dette ved å uttrykke enkeltheten i å være overoptimistisk ved eksterne muligheter og pessimistisk ved eksterne trusler, og dermed tilføye støy i fremtidsregnskapet. Damodaran (2012) vektlegger de historiske regnskapstallene i mindre grad enn Penman, der det begrunnes med at kun 40 prosent korrelerer med veksten i den innværende regnskapsperioden over en femårig periode. Det er derfor støy påvirker veksten, og dermed gjør det vanskelig å predikere fremtidig regnskap ved bruk av de historiske regnskapsanalysene.

For å utarbeide fremtidig resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm benyttes rammeverket til Knivsflå (2018n), og det utføres gjennom fire steg:

Steg 1: Praktiske valg.

Steg 2: Analyse av driftsinntektsvekst.

Steg 3: Analyse av andre budsjett drivere.

Steg 4: Presentasjon av fremtidig resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm.

I det første steget foretas tre praktiske valg før utviklingen i driftsinntektene analyseres grundig det i det andre steget. Videre analyserer andre budsjett drivere i det tredje steget før resultatene oppsummeres og fremtidsregnskapet presenteres i det fjerde steget.

9.2 Praktiske valg

Valg av budsjettthorisont

Det er nødvendig å beslutte en budsjettthorisont ettersom kontantstrømmer umulig kan predikeres i evig tid fremover (Damodaran, 2012). Budsjettthorisonten er perioden der det fremtidige regnskapet utføres, der T er det siste året med fremtidig regnskap. I etterkant av budsjettthorisonten antas steady state, altså en fase der alle budsjettdriverne er konstante. Penman (2013) diskuterer for en kort budsjettthorisont. En kortere budsjettthorisont vil føre til mer validitet i prediksjonene, fordi avstanden mellom de historiske regnskapstallene og budsjettet blir kortere (Penman, 2013). Koller et al (2010) argumenterer derimot for en lengre budsjettthorisont på 10 til 15 år, siden en kort budsjettthorisont medfører undervurdering av virksomheter og overvurdering i steady state fasen. Likevel oppstår en ulempe ved at det er vanskelig å predikere enkelte budsjett drivere langt frem i tid. Kaldestad og Møller (2014) argumenterer også for en lengre budsjettthorisont, men for selskap som opererer i sykliske bransjer, bransjer i betydelig vekstfase eller bransjer med betydelig strategisk fordel anbefales en kortere budsjettthorisont på 5 år. Teorien kommer dermed ikke frem til en entydig lengde på budsjettthorisonten.

På grunnlag av informasjonen ovenfor besluttes en tidshorisont på 10 år ettersom Rørosmeieriet er i en vekstfase. Denne budsjettthorisonten anses å være tilstrekkelig for å gjengi Rørosmeieriets konstante vekst uten for upresise prediksjoner. Budsjettthorisonten er dermed fra 2017 til 2026 fulgt av en toårig steady state fase fra 2027 til 2028.

Valg av detaljnivå

I følgende avsnitt velges detaljnivå, altså besluttes hvorvidt flere enkeltposter i regnskapet samles i en budsjettdriver eller vurderes separat. Healy et al. (2013) argumenterer for et lavere detaljnivå ettersom det gir bedre tid til å vurdere hver antagelse. Videre vil usikkerheten øke ved økende antall budsjett drivere på lengre sikt som fører til mindre treffsikkerhet i hver av prediksjonene (Knivsflå, 2018n). På bakgrunn av en lengre budsjettthorisont på 10 år velges et lavere detaljnivå.

Valg av teknikk for fremskrivning

Framtidsregnskapet bestemmes ved å predikere budsjettdriverne. De historiske regnskapstallene benyttes for å estimere budsjettdriverne, og disse budsjettdriverne kan justeres dersom innsikt i eksterne omgivelser gjør det hensiktsmessig. Det er dermed en

betydelig usikkerhet knyttet til budsjettdriverne, og denne usikkerheten øker jo lengre inn i fremtiden budsjettdriverne estimeres. Det finnes to estimeringsmetoder for å bearbeide usikkerheten knyttet til budsjettdriverne; *scenariobudsjettering* og *simulering- og sensitivitetsanalyse*. I scenariobudsjettering utarbeides ulike budsjett for ulike scenarier som for eksempel et forventet scenario, et optimistisk scenario og et pessimistisk scenario. Simulerings- og sensitivitetsanalysen utføres derimot basert på kun ett budsjett (Knivsflå, 2018n). Det er dermed relevant å velge estimeringsmetode før framtidbudsjettet utføres. Ved bruk av rammeverket til Knivsflå (2018n) blir det satt et punkttestimat, og dermed utføres et budsjett med forventet eller mest sannsynlig utvikling. Det vil derfor være hensiktsmessig å utføre en simulering- og sensitivitetsanalysen for å analysere usikkerheten ved verdsettelsen.

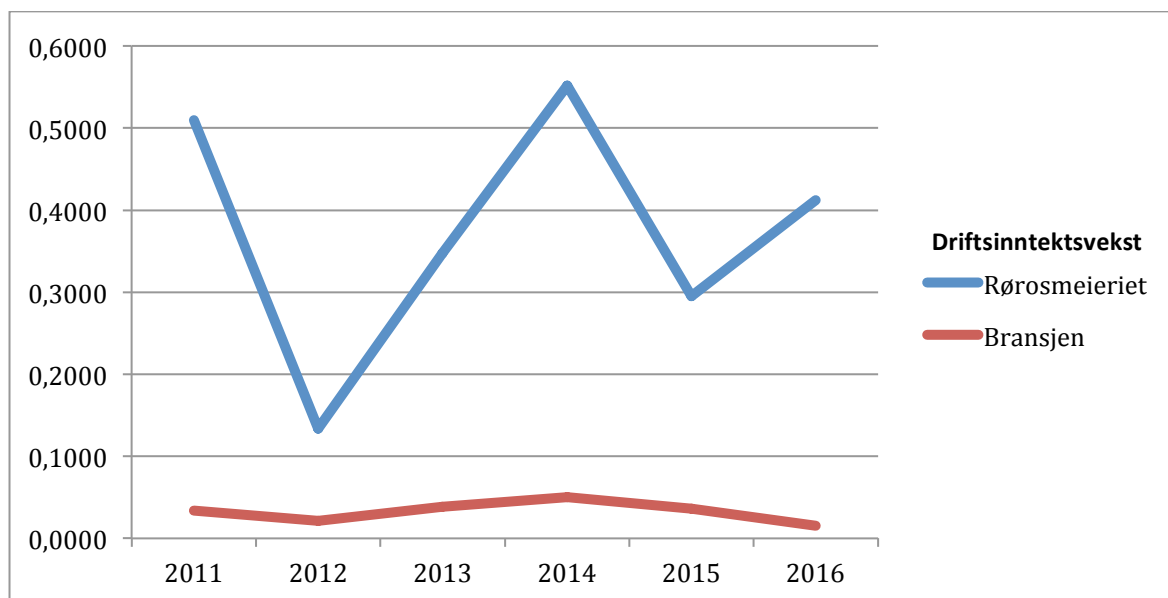
9.3 Analyse av driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst er den viktigste budsjettdriveren i fremtidsregnskapet, fordi inntektsposten har betydelig effekt på selskapets fremtidige størrelse. Denne budsjettdriveren vektlegges derfor mest i dette kapitlet. For å bestemme den fremtidige driftsinntektsveksten tas den historiske utviklingen til Rørosmeieriet og bransjen i betraktning. Driftsinntektsveksten beregnes ved bruk av formelen under:

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

der *div* er driftsinntektsvekst og *DI* er driftsinntekt (Knivsflå, 2018n).

Figur 9.1 på neste side viser den historiske utviklingen i budsjettdriveren for både Rørosmeieriet og bransjen i løpet av analyseperioden. Rørosmeieriet har en generelt høyere driftsinntektsvekst enn bransjen som illustrert i figur 9.1, der Rørosmeieriet er utsatt for mer betydelige svingninger. Svingningene i driftsinntektsvekst skyldes hovedsakelig inngåelse av nye leverandøravtaler. I 2011 økte driftsinntekten betydelig som følge av samarbeidet med COOP, samtidig førte smørkrisen til en betydelig inntektsvekst i denne produktkategorien. Veksten har også økt som følge av økt salg på grunn av landsdekkende leverandøravtale med NorgesGruppen. Årsaken bak driftsinntektsveksten i 2016 kan være økt salgsvolumet i fløte som følge av samarbeidet med Hennig-Olsen, der Rørosmeieriet leverer økologisk fløte til produksjon økologisk iskrem.



Figur 9.1: Historisk utvikling i driftsinntektsvekst over analyseperioden

Det er hensiktsmessig å fordele den fremtidige utviklingen på *kort sikt*, *mellomlang sikt* og *lang sikt*, siden vekst på kort sikt påvirkes av utviklingen i bransjen og internt i selskapet, og vekst på lengre sikt vil påvirkes betydelig mer av makroforhold (Penman, 2013). Det er flere viktige forhold for å opprettholde driftsinntektsvekst i Rørosmeieriet. I et fallende marked er det nødvendig å øke volumet gjennom produktinnovasjon. I tillegg vil det være spesielt viktig for Rørosmeieriet å fange opp trender, da disse trendene kan føre til tap i markedsandeler for meieribransjen, og dermed ha stor betydning for fremtidig vekst.

Driftsinntektsvekst på kort sikt

Kort sikt varer fra 2017 til 2018, fordi det vil være lettere å predikere denne veksten, fordi år 2018 allerede er påbegynt. Fra den strategiske analysen forventes råvareprisen på melk å være forutsigbar og stabil som følge av at meieribransjen er sterkt regulert. Det er ingen grunn til å tro at disse ordningene endres i løpet av 2018, og dermed anses råvareprisen som forutsigbar og relativt stabil på kort sikt. Fokuset rettes derfor på volum, siden denne har hatt størst effekt på den historiske driftsinntektsveksten til Rørosmeieriet. Det er fallende salget av drikkemelk fortsetter, i tillegg taper Tine markedsandeler til substitutter og andre aktører videre inn i 2018. Likevel anbefales en økning av forholdstallet på den disponible kvoten i mai 2018 av Tine, for å sikre distribusjon og unngå bølgebevegelser for produsentene (Buskenes, 2018). Det kan dermed forventes en økning i salget til konkurrenter som Rørosmeieriet. Basert på Tines historiske tap av markedsandeler til Rørosmeieriet kan det være naturlig å forvente at det vil fortsette på kort sikt. Tine har tatt initiativ til å øke salget av økologisk melk og meieriprodukter gjennom samarbeidet med Rema 1000. Dette

samarbeidet kan dermed påvirke inntektsveksten til Rørosmeieriet negativt. Tines årsrapport for 2017 viser at selskapet har en negativ utvikling av økologisk drikkemelk, men ikke like betydelig som tidligere. Til tross for den kontinuerlige reduksjonen i melkesalget forventes det ikke at denne reduksjonen har særlig betydning på driftsinntektsvekst i Rørosmeieriet. Det begrunnes med den mer stabile andelen av økologisk melk, samt kontinuerlig tap hos markedsleder Tine. Det forventes videre en vekstøkning i 2018 da flere laktosefrie produkter lanseres, og tjukkmjølken re-lanseres. På bakgrunn av dette forventes det at Rørosmeieriet vil opprettholde en høyere driftsinntektsvekst enn bransjen, og det forventes en betydeligere økning i 2018 grunnet lansering av produkter.

Driftsinntektsvekst på mellomlang sikt

Mellomlang sikt varer fra 2019 til 2023. Med utgangspunkt i den økonomiske situasjonen til Norge vil det mest sannsynlig ikke bli foretatt betydelige endringer i reguleringen av meieribransjen, verken på mellomlang eller på lang sikt. Det forventes derfor at råvareprisen fortsetter å være relativt stabil, og fokuset rettes igjen mot volumvekst på lengre sikt. Ved å legge Rørosmeieriets historiske utvikling til grunn, er det naturlig å forvente fremtidig produktinnovasjon og lansering av nye produkter på mellomlang sikt. Rørosmeieriet lanserte i 2018 flere produkter, enn de har gjort tidligere år. Det forventes dermed hyppigere produktinnovasjon i fremtiden som vil generere driftsinntektsvekst. Historisk sett har nye leverandøravtaler og bedre vilkår generert betydelig driftsinntektsvekst, men det forventes ikke at slike avtaler vil generere like betydelig vekst i fremtiden, som i 2011 og 2014. Det er fordi Rørosmeieriet allerede har landsdekkende leverandøravtaler med COOP og NorgesGruppen. Disse selskapene er to av de tre viktigste kundene for meieriene. Det er forventes derfor en mer stabil inntektsvekst på mellomlangsikt, som vil varierer i takt med lansering av nye produkter. Altså, forventes ikke like stor grad av svingninger som vist i figur 9.1.

Til tross for økende etterspørsel i økologiske matvarer, var det en marginal reduksjon av økologisk melk i 2017. Denne reduksjonen har ført til endring i de fremtidige prognosene av økologisk melk, og vil dermed påvirke Rørosmeieriets inntektsvekst dersom nedgangen fortsetter. Med et avtagende økologisk salg kan det være nødvendig å vektlegge budskapet om at økologisk mat gir bedre vilkår for dyrene, spesielt hvis dagens trender som vegetarianisme og veganisme fortsetter. Disse ser ofte på animalske produkter som uetisk, og det kan dermed være hensiktsmessig å styrke kjennskapen til hva økologiske produkter innebærer. På bakgrunn av dette forventes driftsinntektsveksten å være avtagende. Det er i

tillegg nødvendig å kommentere Rørosmeieriets frykt for manglende råvare av økologisk melk. Siden produksjonen av økologisk råvaremelk er relativt stabil i følge Tines årsrapport for 2017, anses det ikke å ha særlig betydning på mellomlang sikt.

Driftsinntektsvekst på lang sikt

Lang sikt varer fra 2024 til 2025. Det vil være vanskeligere å si noe om utviklingen på lang sikt. Råvareprisen ble diskutert på mellomlang sikt, og anses å være forutsigbar og stabil. Den historiske inntektsveksten til Rørosmeieriet har som tidligere nevnt økt på grunn av flere og bedre leverandøravtaler. På lengere sikt vil slike avtaler ikke være av like stor betydning, ettersom meieriet allerede har landsdekkende avtaler med to av de tre viktigste kundene. Likevel vil nye og flere leverandøravtaler være av betydning for inntektsvekst, men produktinnovasjon vil få større betydning.

Til tross for det fallende salget i drikkemelk oppnår bransjen fremdeles driftsinntektsvekst, og denne veksten skyldes hovedsakelig produktinnovasjon. Altså, bransjen oppnår en inntektsvekst i nye produktkategorier. For eksempel oppnår Tine en inntektsvekst ved å selge en liter Biola framfor en liter melk grunnet høyere pris, og kan dermed opprettholde en driftsinntektsvekst gjennom produktinnovasjon. Andel av produktinnovasjon er fallende i meieribransjen, dermed kan substitutter vinne markedsandeler fra meieriene. Meieriene kan dermed utsettes for tap til substitutter på sikt. Basert på den historiske utviklingen vil volumet av drikkemelk mest sannsynlig reduseres på sikt. På sikt vil produktinnovasjon dermed være nødvendig for å oppnå inntektsvekst, siden produktinnovasjon gir økende driftsinntektsvekst i et fallende marked.

Det forventes likevel at Rørosmeieriet kan oppnå en høyere driftsfordel enn bransjen. Rørosmeieriet er den minste aktøren i den definerte bransjen, og som den minste aktøren har selskapet større mulighet for oppnå inntektsvekst i drift gjennom utvidelse av produktsortiment. Dette kan ses i kontrast til Tine som allerede har et bredt produktsortiment, og dermed har større behov for å innovere helt nye produkter for å oppnå driftsinntektsvekst. Siden det antas at innovasjon av nye produkter er vanskeligere enn utvidelse av produktsortiment, har Rørosmeieriet muligheten til å oppnå en høyere inntektsvekst enn større aktører som Tine. Det antas som rimelig med utgangspunkt i vektet gjennomsnittet til Rørosmeieriet (liten aktør), Q-meieriene (mellomstor aktør) og Tine (den største aktøren) på forholdsvis 37,8%, 6,0% og 3,1%.

Det er flere elementer som kan påvirke konkurransekraften på sikt, og dermed også påvirke driftsinntektsveksten. Et økt fokus på økologiske matvarer kan føre til at flere konkurrenter øker satsingen på dette området, og det kan skape manglende råvare av økologiske melk. Dette kan påvirke Rørosmeieriet betydelig, og det kan dermed være nødvendig for Rørosmeieriet at Tine Råvare øker den økologiske melkeproduksjonen i forkant av en slik endring. I tillegg går det økologiske jordbruket nedover, samtidig som etterspørselen stiger. Likevel holder den økologiske melkeproduksjonen til Tine Råvare seg stabilt, og de har et ønske om å øke denne. Videre ønsker dagligvarekjedene å differensiere produktene butikken tilbyr, fordi det stadig blir lettere å sammenligne prisene på tvers av butikkene. Ved differensierte meieriprodukter kan dagligvarekjedene unngå priskrig, og ta en høyere pris. Rørosmeieriet gjør allerede dette gjennom leieproduksjon av melk for COOP. På sikt kan konkurrentene gjøre det samme, og det kan føre til dårligere vilkår for Rørosmeieriet. Dette foregår allerede i form av designsamarbeidet til Tine og Rema 1000. Disse elementene vil endre konkurransedynamikken, og kan føre til en betydelig lavere driftsinntektsvekst for Rørosmeieriet.

Det vil videre være nødvendig å fange opp trender for oppnå fremtidig vekst, siden dette kan føre til fremtidig tap. Noen av de karakteristiske trendene i dag er animalske produkter som uetisk, fokus på sunnhet, reklame gjennom sosiale medier og netthandel. Trender innen salgskanaler og mat er spesielt viktig for meieriene å møte. På bakgrunn av diskusjonen ovenfor er det betydelig usikkerhet knyttet til estimeringen av driftsinntektsvekst på sikt. Likevel forventes det at veksten reduseres ved å ta i betraktning alle momentene ovenfor.

Driftsinntektsveksten i steady state

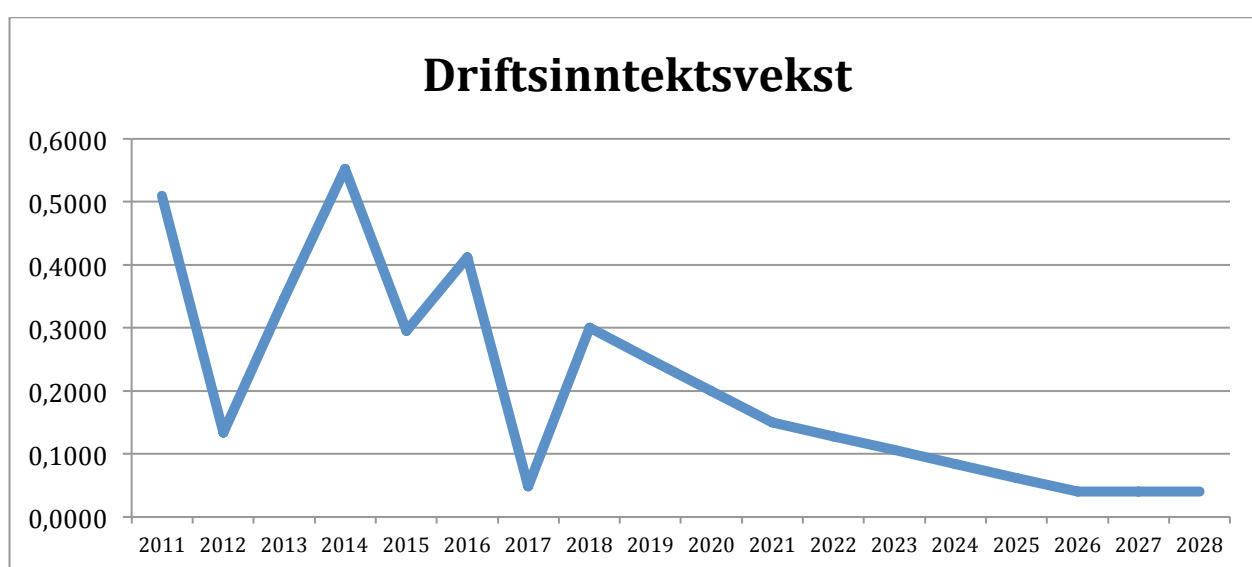
Den resterende perioden er steady state. I denne fasen er det naturlig å forvente at Rørosmeieriet konvergerer mot bransjesnittet dersom selskapet ikke har en varig ressursfordel. Fra den strategiske analysen i kapittel 4 nevnes flere potensielle fordeler, der heløkologisk meieri er verdt å merke seg. Økologiske produkter har som oftest litt høyere pris enn konvensjonelle. Den historiske salgsutviklingen av økologisk melk er også bedre enn utviklingen av konvensjonell melk. På bakgrunn av dette forventes det at Rørosmeieriet kan oppnå en marginal fordel i driftsinntektsvekst relativt til bransjen i steady state.

Fremtidig driftsinntektsvekst

Den fremtidige driftsinntektsveksten bestemmes ut i fra diskusjonen ovenfor, og utviklingen av denne budsjettdriveren vises grafisk på neste side i figur 9.2. Nedgangen i

driftsinntektsveksten i 2017 skyldes at den beregnes indirekte basert på omløp i netto driftseiendeler. Denne nedgangen er betydelig, og begrunnelsen for å beholde omløp i netto driftseiendeler er gitt i delkapittel 9.4.1. Det kan være Rørosmeieriets driftsinntektsvekst reduseres som følge av den marginale reduksjonen i økologiske melkeforbruk, samt Tines samarbeid med Rema 1000 om å øke salget av økologisk melk. Budsjettdriveren legger grunnlaget for beregningen av den fremtidige driftsinntekten, og tar utgangspunkt i formelen til Knivsflå (2018n) som er gitt under. Beregningen av fremtidig driftsinntekt utføres i tabell 9.1.

$$\text{Driftsinntekt}_t = (1 + \text{driftsinntektsvekst}_t) * \text{driftsinntekt}_{t-1}$$



Figur 9.2: Driftsinntektsvekst til Rørosmeieriet over analyse- og budsjettperioden

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter (t-1)	129 110	135 351	175 956	219 945	263 934	303 524
Driftsinntekter (t) + 1	1,05	1,3	1,25	1,2	1,15	1,128
Driftsinntekt (t)	135 351	175 956	219 945	263 934	303 524	342 375

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	391 907	378 666	410 474	435 924	453 361	471 495
	1,106	1,084	1,062	1,04	1,04	1,04
	378 666	410 474	435 924	453 361	471 495	490 355

Tabell 9.1: Driftsinntekter over analyseperioden

9.4 Andre budsjett drivere

I følgende delkapittel beregnes nødvendige budsjett drivere for å utarbeide fremtidsregnskapet. Budsjett driverne merkes med blå skrift, som også er gjort i delkapittel 9.3.

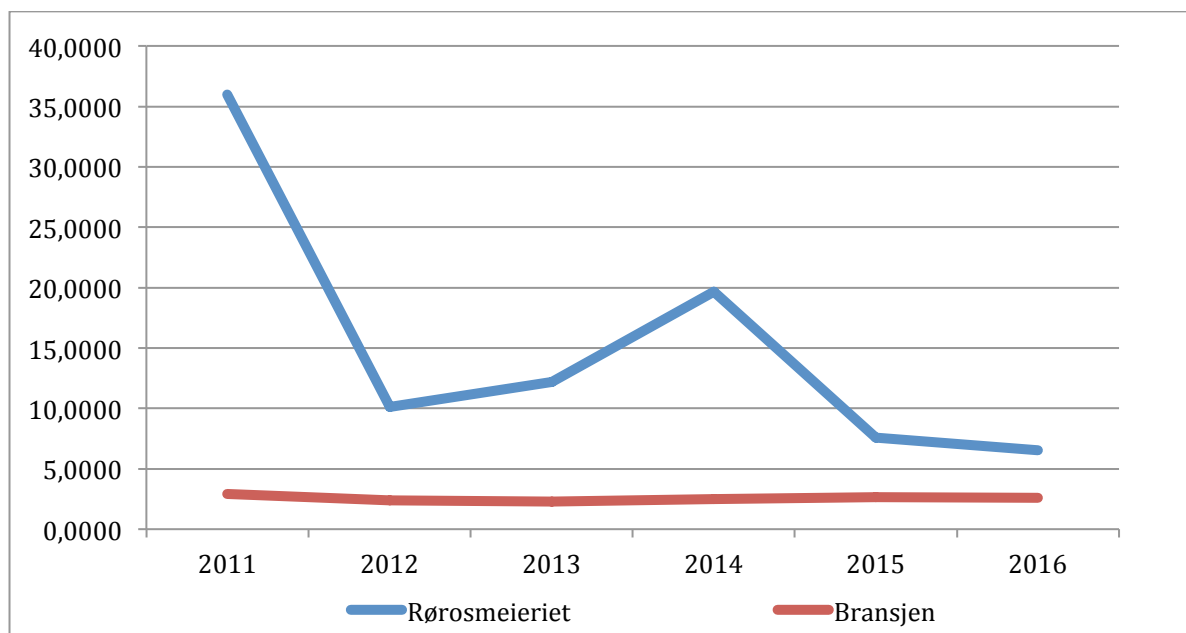
9.4.1 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler budsjetteres ved dividere *neste års driftseiendeler* på *neste års omløp til driftseiendeler* , som vist i formelen nedenfor. Driftsinntekter er budsjettert tidligere i kapitlet, og er det dermed nødvendig å predikere det fremtidige omløpet til driftseiendelene for å bestemme netto driftseiendeler.

$$\text{Netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekt}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}}$$

der *onde* er omløp til netto driftseiendeler (Knivsflå, 2018o).

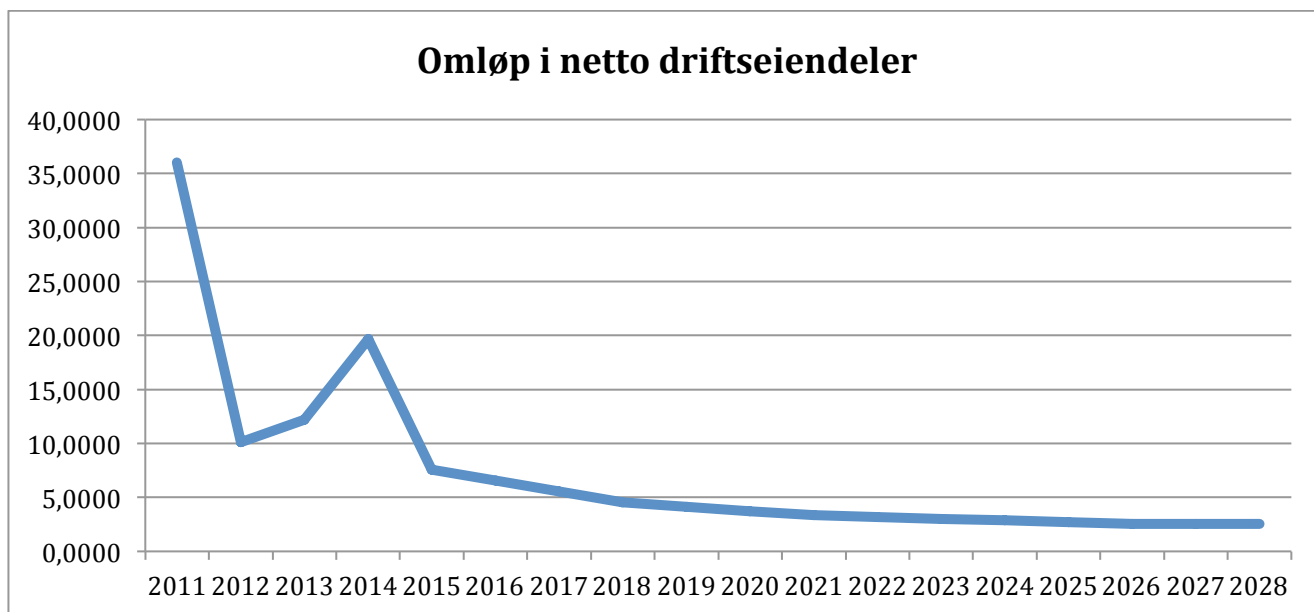
Rørrosmeieriet har et tidsvektet omløp til netto driftseiendeler på 12,1 over analyseperioden. Bransjen har et betydelig lavere tidsvektet omløp til netto driftseiendeler på 2,6. Utviklingen av omløpet i netto driftseiendeler for Rørrosmeieriet og bransjen illustreres grafisk nedenfor i figur 9.2. Rørrosmeieriets omløp i netto driftseiendeler har blitt betydelig redusert fra 36,0 til 6,5 gjennom analyseperioden. Reduksjonen skyldes hovedsakelig økningen av investeringer i maskiner og anlegg. I 2013 og 2014 steg omløpet med forholdsvis 2,1 og 7,5. Dette kan ses i sammenheng med lite investeringer i løpet av disse årene. Til tross for at Rørrosmeieriet befinner seg i en vekstperiode med betydelige investeringer har de fortsatt klart å oppnå et bedre omløp i netto driftseiendeler.



I steady state vil normalt omløpsfordelen konvergere til bransjesnittet, med mindre det foreligger en varig omløpsfordel. Rørosmeieriet vil trolig ikke oppnå en marginfordel, fordi økologiske råvarer ofte har høyere pris enn konvensjonelle råvarer. På bakgrunn av dette forventes det en marginal kostnadsulempe. Resultatet fra den interne analysen i kapittel 4 viste at Rørosmeieriet har ingen varig strategisk fordel. Det var derimot flere potensielle fordeler som et heløkologisk meieri. Rørosmeieriet har muligheten til å organisere seg bedre gjennom produktutvikling i løpet av budsjettperioden, men i denne analysen er det ikke tatt høyde for det, fordi det kan være fare for å overvurdere selskapets ressurser. Til tross for dette forventes det at meieriet oppnår høyere inntekter enn resten av bransjen, fordi selskapet trolig oppnår en høyere pris med økologisk merking. Dermed forventes den marginale kostnadsulempen å jevne seg ut med inntekten, og Rørosmeieriet konvergerer med bransjesnittet over analyseperioden.

På bakgrunn av den historiske utviklingen forutsettes det at Rørosmeieriet beholder en omløpsfordel fram til steady state. Omløpsfordelen ble redusert betydelig etter fusjonen med Rørosmeieriet Eiendom AS som følge av økt netto driftseiendeler. Disse økte betydelig fordi dette selskapet hadde betydelige eiendeler i eiendom, bygg og anlegg. Denne balanseposten forventes å beholde en relativt høy andelen i fremtiden, siden eiendom ikke avskrives i like stor grad som andre eiendeler. Det forventes også en betydelig reduksjon i omløpet i netto driftseiendeler på kort sikt, fordi Rørosmeieriet har investert i energisparende tiltak. Det antas videre at Rørosmeieriet vil øke investeringen i takt med vekst. På bakgrunn av dette forventes en større reduksjon på mellomlang sikt enn på lengre sikt. Basert på diskusjonen

predikeres budsjettdriveren omløp til netto driftseiendeler, og denne utviklingen illustreres grafisk i figur 9.3 på neste side.



Figur 9.3: Omløpet til netto driftseiendeler over analyse- og budsjettperioden

Ved å benytte formelen for netto driftseiendeler som er gitt tidligere i kapittelet, beregnes de budsjetterte netto driftseiendeler over budsjettperioden. Disse beregningene utføres nedenfor i tabell 9.2.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter _{t+1}	175 956	219 945	263 934	303 524	342 375	378 666
Onde _{t+1}	4,53	4,13	3,73	3,33	3,18	3,02
Netto driftseiendeler_t	38 806	53 201	70 680	91 033	107 774	125 414
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	410 474	435 924	453 361	471 495	490 355	509 335
	2,86	2,70	2,55	2,55	2,55	2,55
	143 428	161 189	177 999	185 119	192 524	200 225

Tabell 9.2: Netto driftseiendeler over budsjettperioden

Ved å la omløpet i netto driftseiendeler konvergere mot bransjesnittet, får man en kraftig økning i netto driftseiendeler. Denne økningen kan virke urimelig, og dermed indikere at Rørosmeieriet har en varig effektivitetsfordel som ikke synliggjøres ved et eksternt perspektiv. En mulig årsaken til denne fordel kan være at Tine tidligere hadde lite insentiv til å effektivisere virksomheten, og dermed har opparbeidet seg en effektivitetsulempe. Det kan derfor diskuteres hvorvidt onde bør oppjusteres. Resultatet fra den strategiske analysen i

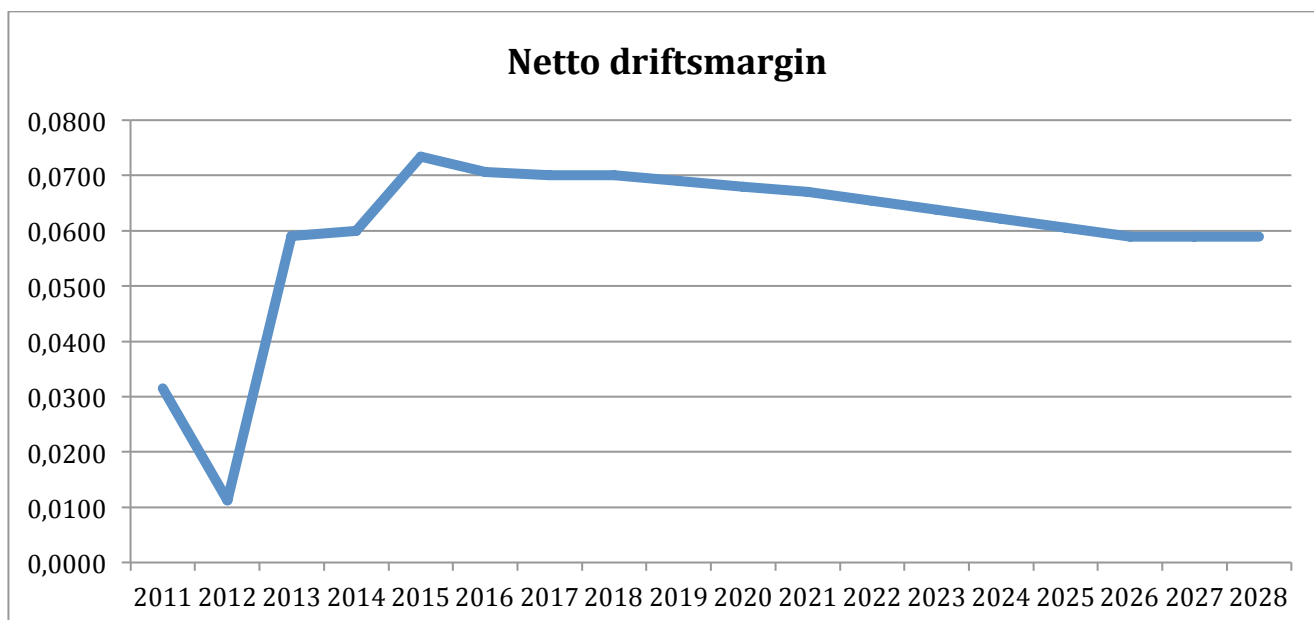
kapittel 4 fant ingen varige ressursfordel, og dermed beholdes utviklingen til omløpet i netto driftseiendeler.

9.4.2 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat budsjetteres ved multiplisere *netto driftsmargin* med *driftsinntekten*, som vist i formelen til Knivsflå (2018o) under. Siden driftsinntekter er predikert tidligere i kapittelet rettes fokuset på å predikere netto driftsmargin.

$$\text{Netto driftsresultat} = \text{netto driftsmargin}_t * \text{driftsinntekt}_t$$

Den strategiske regnskapsanalysen legges til grunn ved prognose av fremtidig netto driftsmargin. Konkurranseskraften kan drive netto driftsmargin mot gjennomsnittet i bransjen, og dersom det foreligger en strategisk fordel vil en eventuell premie legges til (Knivsflå 2018o). Rørosmeieriet har en marginulempe på 2,5%, og det siste året oppnådde de en marginulempe på 0,3%. Avviket fra bransjen har blitt redusert over analyseperioden. Rørosmeieriet har i likhet med bransjen oppnådd en stabil økning i netto driftsmargin på omtrent 7% de to siste årene, og det forventes at Rørosmeieriet kan opprettholde denne økningen på kort sikt. Det forventes som nevnt ingen fremtidig strategisk fordel på sikt, og dermed vil Rørosmeieriet på sikt følge bransjesnittet. Basert på dette forventes en reduksjon på mellomlang og lang sikt. På bakgrunn av denne diskusjonen bestemmes netto driftsmargin over budsjettperioden, og illustreres grafisk i figur 9.4 på neste side. De predikerte netto driftsmarginer benyttes til å budsjettere det fremtidige netto driftsresultatet som vist i tabell 9.3 på neste side.



Figur 9.4: Netto driftsmargin over analyse- og budsjettperioden

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter (t)	135 351	175 956	219 945	263 934	303 524	342 375
Netto driftsmargin (t)	0,0700	0,0700	0,0690	0,0680	0,0670	0,0654
Netto driftsresultat (t)	9 475	12 317	15 176	17 947	20 336	22 387

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	391 907	378 666	410 474	435 924	453 361	471 495
	0,0638	0,0622	0,0606	0,0589	0,0589	0,0589
	24 150	25 517	26 396	26 721	27 790	28 901

Tabell 9.3: Netto driftsresultat over budsjettperioden

9.4.3 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld budsjetteres ved å vekte differansen mellom *finansiell gjeldsdel* og *finansiell eiendelsdel* med *netto driftseiendeler*. Altså, avhenger netto finansiell gjeld av andelen finansiell gjeld og andelen finansielle eiendeler, og ettersom netto driftseiendeler allerede er predikert tidligere i kapittelet fokuseres på finansiell gjeld og finansielle eiendeler videre.

$$\text{Netto finansiell gjeld} = nfgd_t * NDE_t = (fgd_t - fed_t) * NDE_t$$

der *nfgd* er netto finansiell gjeldsdel, *NDE* er netto driftseiendeler, *fgd* er finansiell gjeldsdel og *fed* er finansiell eiendelsdel (Knivsflå, 2018o).

Finansiell gjeld

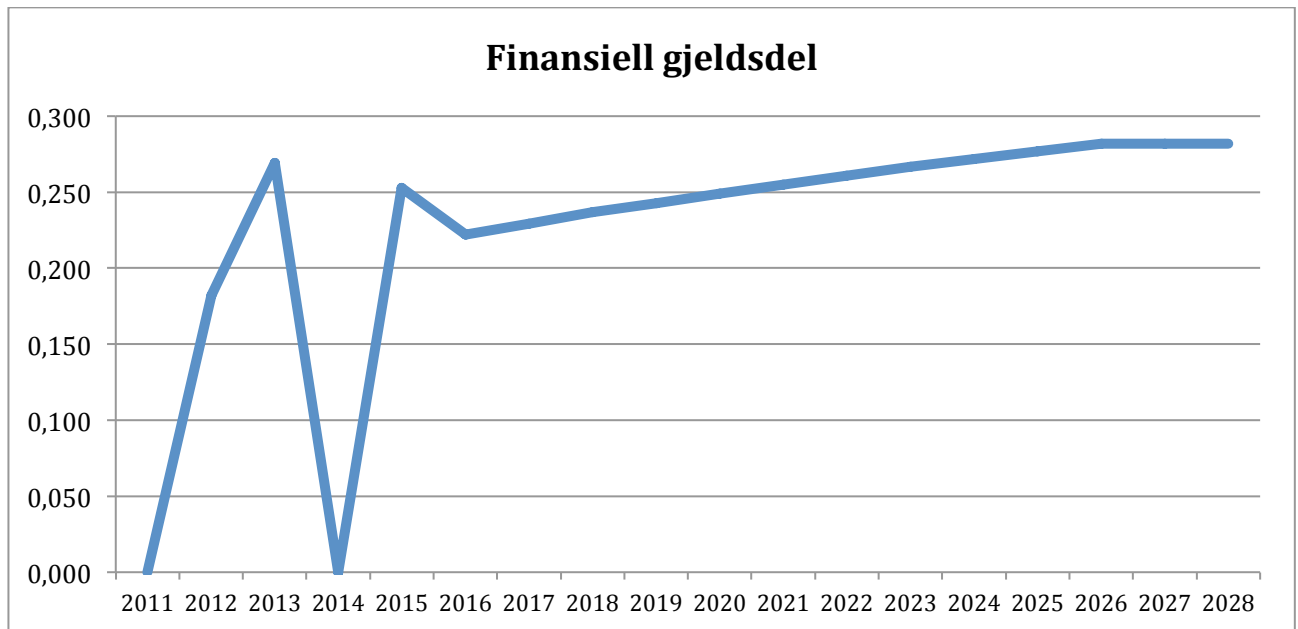
Finansiell gjeld beregnes ved å multiplisere *finansiell gjeldsdel* med *netto driftseiendeler*, som vist i formelen nedenfor. Siden netto driftseiendeler allerede er predikert rettes fokuset på finansiell gjeldsdel. Finansiell gjeldsdel er vanligvis høyere for ikke-børsnoterte selskap sammenlignet med børsnoterte selskap, og videre er denne andelen normalt et sted mellom 60-70% for ikke-børsnoterte selskap (Knivsflå, 2018o).

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

der FG er finansiell gjeld, fgd er finansiell gjeldsdel og NDE er netto driftseiendeler (Knivsflå, 2018o).

Det er beregnet en vektet gjennomsnittlig gjeldsdel for Rørosmeieriet på 17,7% over analyseperioden. For år 2011 og 2014 var den finansielle gjelden til Rørosmeiereiet lik null, som betyr at Rørosmeieriet ofte betaler ned gjelden. Bransjen har et betydelig høyere vektet snitt på 38,6%. Rørosmeieriet er dermed finansiert med en betydelig høyere egenkapital enn bransjen og for øvrig andre ikke-børsnoterte selskap. Rørosmeieriet har derfor mindre risikabel finansiering, som er i samsvar med resultatene fra finansieringsmatrisen i kapittel 6. Dette bekreftes videre med en finansieringsulempe på 29%. Ut i fra et historisk perspektiv kan det forventes at Rørosmeieriet vil nedbetale fremtidig finansiell gjeld. På bakgrunn av dette antas det at Rørosmeieriet har en generelt lavere finansiell gjeldsdel enn bransjen. Det er forventet at Rørosmeieriet har en betydelig investering på kort sikt, og at disse investeringene vil finansieres delvis med finansiell gjeld i likhet med tidligere år. Likevel forventes en mindre grad av egenkapitalfinansiering i fremtiden, siden det forventes at Rørosmeieriet vil utbetale fremtidig utbytte.

På bakgrunn av informasjonen ovenfor forventes en økning i finansiell gjeldsdel frem til steady state. Den finansielle gjeldsdelen forventes å være 28,2% i steady state, og den beregnes som gjennomsnittet av vektet finansiell gjeldsdel til Rørosmeieriet og bransjen. Det forventes en gradvis økning i finansiell gjeldsdel, fordi det er stor usikkerhet knyttet til om Rørosmeieriet nedbetaler fremtidig finansiell gjeld, og når den finansielle gjelden eventuelt blir nedbetalt i fremtiden.



Figur 9.5: Finansiell gjeldsdel over analyse og budsjettperioden

Finansielle eiendeler

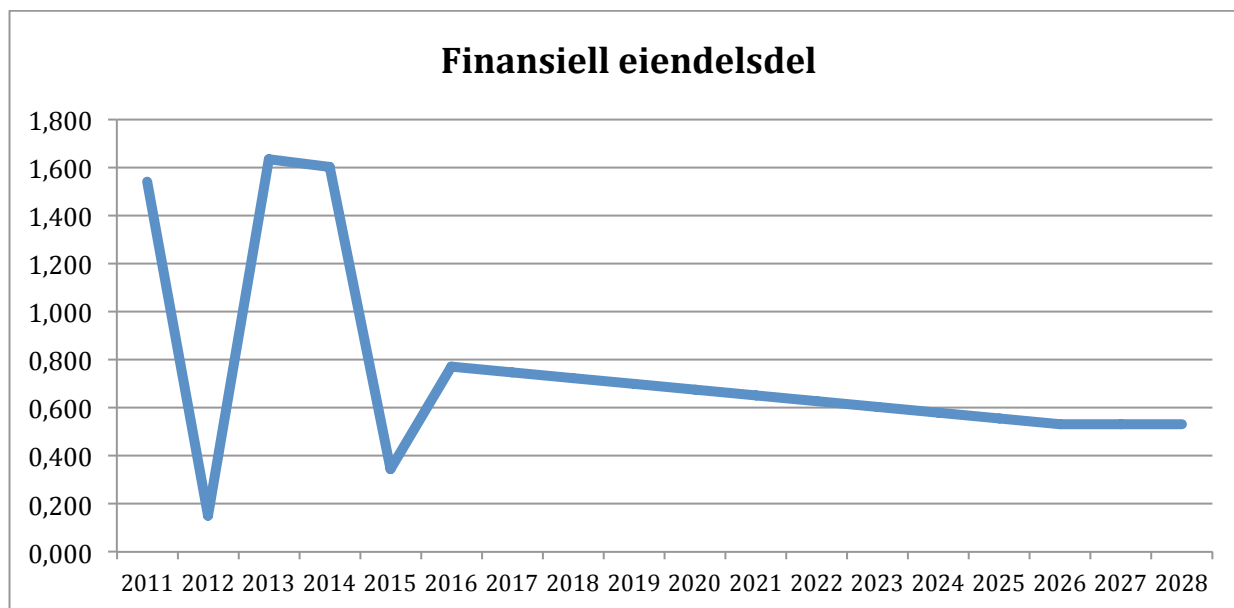
Finansielle eiendeler beregnes ved å multiplisere *finansiell eiendelsdel* med *netto driftseiendeler*, som vist i formelen under. Her rettes fokuset på finansiell eiendelsdel som normalt er omtrent 20%.

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

der FE er finansiell eiendel, fed er finansiell eiendelsdel og NDE er netto driftseiendeler (Knivslå, 2018o).

Det er beregnet en vektet gjennomsnittlig eiendelsdel for Rørøsmøieriet på 93,7% over analyseperioden, mens for bransjen er vektet gjennomsnittlig eiendelsdel betydelig lavere på 6,7%. Historisk har andelen av de finansielle eiendelene vært relativt høyt, med unntak av år 2012 og 2015. Disse årene har andelen av finansielle eiendeler blitt redusert betydelig til 15,1% i år 2012 og 34,4% i år 2015 som følge av betydelige investeringer i eiendom og maskiner. Fra et historisk perspektiv har Rørøsmøieriet altså ikke utbetalt utbytte, men benyttet overskuddet til å videreutvikle selskapet. Et av de langsiktige målene til Rørøsmøieriet innebærer at selskapet skal ha god bærekraftig drift som genererer utbytte til eierne. Det forventes dermed at eierne vil utbetales utbytte i fremtiden, og at finansielle eiendeler vil reduseres over tid. Videre vil deler av egenkapitalen benyttes til investering. På bakgrunn av dette forventes en gradvis reduksjon av finansiell eiendelsdel frem til steady

state. Andelen finansielle eiendeler i steady state beregnes ved å vektlegge år 2012 og 2015 i større grad, og er beregnet til 53,2%.



Figur 9.6: Finansiell eiendelsdel over analyse og budsjettperioden

Budsjettering av finansiell gjeld

Basert på diskusjonen og formelen ovenfor, budsjetteres utviklingen til netto finansiell gjeld i tabell 9.4 nedenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler (t)	38 806	53 201	70 680	91 033	107 774	125 414
Finansiell gjeldsdel (t)	0,229	0,237	0,243	0,249	0,255	0,261
Finansiell gjeld (t)	8 904	12 605	17 171	22 662	27 476	32 726
Netto driftseiendeler (t)	38 806	53 201	70 680	91 033	107 774	125 414
Finansiell eiendelsdel (t)	0,747	0,723	0,699	0,675	0,652	0,628
Finansiell eiendeler (t)	28 981	38 464	49 417	61 477	70 215	78 719
NETTO FINANSIELL GJELD (t)	-20 078	-25 859	-32 246	-38 816	-42 739	-45 993

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	143 428	161 189	177 999	185 119	192 524	200 225
	0,267	0,272	0,277	0,282	0,282	0,282
	38 287	43 837	49 302	52 204	54 292	56 463
	143 428	161 189	177 999	185 119	192 524	200 225
	0,604	0,580	0,556	0,532	0,532	0,532
	86 697	93 491	98 999	98 547	102 489	106 588
	-48 321	-49 654	-49 696	-46 343	-48 197	-50 125

Tabell 9.4: Netto finansiell gjeld over budsjettperioden

9.4.4 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad beregnes ved å trekke *netto finansinntekter* fra *netto finanskostnader*, som vist i formelen under. Det er nødvendig med bedre innsikt i netto finanskostnader og netto finansinntekter for å predikere fremtidig netto finanskostnad. Netto finanskostnad kan beregnes ved å multiplisere *finansiell gjeldsrente* med *finansiell gjeld*, mens netto finansinntekt kan beregnes ved å multiplisere *finansiell eiendelsrente* med *finansiell eiendel*. Siden finansiell gjeld og finansiell eiendel baseres på inngående beholdning vil det fokuseres på å predikere finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente i dette avsnittet.

$$\text{Netto finanskostnad} = (NFK_t - NFI_t) = (fgr_t * FG_{t-1}) - (fer_t * FE_{t-1})$$

der NFK er netto finanskostnad, NFI er netto finansinntekt, fgr er finansiell gjeldsrente, FG er finansiell gjeld, fer er finansiell eiendelsrente og FE er finansiell eiendel (Knivsfå, 2018o).

Fra kapittel 8 ble den gjennomsnittlige finansieringsulempen beregnet til 0,1% over analyseperioden, noe som skyldes en ulempe i finansiell gjeld på 0,4% og en fordel i finansiell eiendel på 0,3%. I følge teorien var det også forventet at finansieringsfordelen vil være tilsvarende lik null med eventuelle marginale avvik. Dette er nærmere forklart i kapittel 8. Det forventes dermed en fremtidig finansieringsfordel på null. Altså er gjeldsrenten lik gjeldskravet, og eiendelsrenten er lik eiendelskravet over budsjettperioden. Beregningene av disse kravene utføres i delkapittel 9.5. Basert på dette beregnes netto finanskostnad ved formelen presentert innledningsvis i delkapittelet, og beregningene utføres i tabell 9.5 under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansiell gjeld (IB)	5 428	8 904	12 605	17 171	22 662	27 476
Finansiell gjeldsrente (t)	0,002	0,002	0,003	0,004	0,007	0,010
Finanskostnad etter skatt (t)	13	16	44	74	158	264
Finansielle eiendeler (IB)	18 848	28 981	38 464	49 417	61 477	70 215
Finansiell eiendelsrente (t)	0,005	0,005	0,007	0,008	0,011	0,013
Finansinntekt etter skatt (t)	99	141	256	380	646	937
NETTO FINANSKOSTNAD (t)	-86	-125	-213	-306	-448	-673

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	32 726	38 287	43 837	49 302	52 204	54 292
	0,012	0,013	0,016	0,018	0,017	0,017
	400	506	684	884	888	924
	78 719	86 697	93 491	98 999	98 547	102 489
	0,016	0,019	0,022	0,025	0,025	0,025
	1 273	1 654	2 040	2 439	2 428	2 525

-873	-1 139	-1 355	-1 556	-1 540	-1 602
------	--------	--------	--------	--------	--------

Tabell 9.5: Netto finanskostnad over budsjettperioden

9.5 Fremtidig resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm

Basert på beregningene av budsjettdriverne tidligere i kapittelet presenteres det forventet fremtidsregnskap til Rørosmeieriets over budsjettperioden 2017-2026, samt for to år av steady state. Dette inkluderer resultatregnskapet, balanse og fri kontantstrøm.

Fremtidig resultatregnskap

Det fremtidige resultatregnskapet presenteres i tabell 9.6 nedenfor, der to poster er verdt å merke seg. For det første at alle unormale poster er predikert til null ettersom det vil være svært vanskelig å forutse unormale fremtidige hendelser. Videre beregnes netto utbetalt utbytte ved differansen mellom finansielt netto resultat og årlig endring i egenkapital, hvor endring i egenkapital kommer fra fremtidsbalansen.

Resultatregnskap	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	135 351	175 956	219 945	263 934	303 524	342 375	378 666	410 474	435 924	453 361	471 495	490 355
Netto driftsresultat	9 475	12 317	15 176	17 947	20 336	22 387	24 150	25 517	26 396	26 721	27 790	28 901
Netto finansinntekter	99	141	256	380	646	937	1 273	1 645	2 040	2 439	2 428	2 525
Netto resultat til sysselsatt kapital	9 574	12 458	15 432	18 328	20 983	23 324	25 422	27 161	28 436	29 160	30 218	31 427
Netto finanskostnad	13	16	44	74	158	264	400	506	684	884	888	924
Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto resultat til egenkapitalen	9 561	12 442	15 389	18 253	20 824	23 060	25 022	26 655	27 751	28 277	29 330	30 503
Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	9 561	12 442	15 389	18 253	20 824	23 060	25 022	26 655	27 751	28 277	29 330	30 503
Netto utbetalt utbytte	-11 446	-7 734	-8 477	-8 670	160	2 166	4 681	7 562	10 898	24 510	20 071	20 874
Endring i egenkapital	21 007	20 176	23 866	26 923	20 665	20 894	20 342	19 093	16 853	3 767	9 259	9 629

Tabell 9.6: Fremtidig resultatregnskap for Rørosmeieriet over budsjettperioden

Fremtidig balanse

Fremtidsbalanse for sysselsatt kapital og netto driftskapital til Rørosmeieriet er presentert i henholdsvis tabell 9.7 og tabell 9.8 på neste side. Egenkapitalen beregnes på bakgrunn av differansen mellom finansiell gjeld og sysselsatt kapital.

Resultatregnskap	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	38 806	53 201	70 680	91 033	107 774	125 414	143 428	161 189	177 999	185 119	192 524	200 225
Finansielle eiendeler	28 981	38 464	49 417	61 477	70 215	78 719	86 607	93 491	98 999	98 547	102 489	106 588
Sysselsatt eiendeler	67 788	91 665	120 096	152 510	177 989	204 133	230 036	254 679	276 998	283 666	295 013	306 813
Egenkapital	58 884	79 060	102 925	129 848	150 513	171 407	191 749	210 842	227 696	231 463	240 721	250 350
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansiell gjeld	8 904	12 605	17 171	22 662	27 476	32 726	38 287	43 837	49 302	52 204	54 292	56 463
Sysselsatt kapital	67 788	91 665	120 096	152 510	177 989	204 133	230 036	254 679	276 998	283 666	295 013	306 813

Tabell 9.7: Fremtidsbalanse sysselsatt kapital for Rørosmeieriet over budsjettperioden

Resultatregnskap	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	38 806	53 201	70 680	91 033	107 774	125 414	143 428	161 189	177 999	185 119	192 524	200 225
Egenkapital	58 884	79 060	102 925	129 848	150 513	171 407	191 749	210 842	227 696	231 463	240 721	250 350
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto finansiell gjeld	-20 078	-25 859	-32 246	-38 816	-42 739	-45 993	-48 321	-49 654	-49 696	-46 343	-48 197	-50 125
Netto driftskapital	38 806	53 201	70 680	91 033	107 774	125 414	143 428	161 189	177 999	185 119	192 524	200 225

Tabell 9.8: Framtidsbalanse for netto driftskapital til Rørosmeieriet over budsjettperioden

Fremtidig kontantstrøm

På bakgrunn av fremtidig resultatregnskap og fremtidsbalansen presentert ovenfor utarbeides den fremtidige kontantstrømmen der fri kontantstrøm til drift, sysselsatt kapital og egenkapital presenteres. Den fremtidige kontantstrømmen presenteres i tabell 9.9 nedenfor.

Resultatregnskap	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsresultat	9 475	12 317	15 176	17 947	20 336	22 387	24 150	25 517	26 396	26 721	27 790	28 901
Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ending i netto driftseiendeler	14 349	14 395	17 479	20 353	16 742	17 640	18 014	17 761	16 810	7 120	7 405	7 701
Fri kontantstrøm fra drift	-4 875	-2 078	-2 302	-2 406	3 595	4 747	6 136	7 756	9 585	19 601	20 385	21 200
Netto finansinntekter	99	141	256	380	646	937	1 273	1 645	2 040	2 439	2 428	2 525
Unormal netto finansinntekt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring finansielle eiendeler	10 133	9 483	10 953	12 061	8 738	8 504	7 889	6 883	5 508	-452	3 942	4 100
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-14 909	-11 420	-12 999	-14 086	-4 497	-2 820	-481	2 518	6 117	22 492	18 871	19 626
Netto finanskostnad	13	16	44	74	158	264	400	506	684	884	888	924
Unormal netto finanskostnad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansiell gjeld	3 476	3 702	4 565	5 491	4 814	5 250	5 561	5 550	5 465	2 901	2 088	2 172
Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fri kontantstrøm til egenkapital	-11 446	-7 734	-8 477	-8 670	160	2 166	4 681	7 562	10 898	24 510	20 071	20 874

Tabell 9.9: Fremtidig kontantstrøm til Rørosmeieriet over budsjettperioden

10. Fremtidskrav og fremtidig strategisk fordel

I følgende kapittel beregnes ulike fremtidskrav til Rørosmeieriet ved bruk av samme metode som i kapittel 7. Ved beregning av fremtidskravene er det nødvendig å utarbeide den syntetiske ratingen som er nærmere forklart i kapittel 6 og 7. Ettersom teorien er gitt tidligere repeteres den ikke i følgende kapittel. De ulike fremtidskravene benyttes til å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen for å estimere egenkapitalen til Rørosmeieriet i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Ulike verdsettelsesmodeller benytter ulike fremtidskrav, og derfor beregnes flere fremtidskrav. Vektingen baseres på inngående beholdning i motsetning til kapittel 7 der gjennomsnittlig kapital ble benyttet for å beregne historisk avkastningskrav.

Først predikeres fremtidskrav til egenkapitalen der de fremtidige parameterne, *risikofri rente*, *markedsrisikopremie*, *årlige egenkapitalbeta*, *likviditetspremie* og *effektiv eierskatt*, diskuteres. Deretter estimeres det fremtidige finansielle kravet der *syntetisk rating*, *finansielt eiendelskrav* og *finansielt gjeldskrav* diskuteres. Basert på disse fremtidskravene beregnes selskapskravet, før den fremtidige strategiske fordelene analyseres avslutningsvis.

10.1 Fremtidskrav til egenkapital

Fremtidig risikofri rente

Den fremtidige risikofrie renten forventes å vende tilbake til et høyere gjennomsnitt etter et historisk lavt rentenivå. Basert på nåværende og historisk NIBOR er den 1,1% i 2017 og 1,0% i 2018. Fra 2019 forventes NIBOR å øke frem mot normalrenten. En lineær tilnæringsmetode benyttes ved estimering av fremtidig NIBOR siden det er betydelig usikkerhet knyttet til tidspunktet for renteøkningen. Basert på Norges økonomiske situasjon forventes renteøkningen å være lavere i 2019 og 2020. Normalrenten beregnes ved formelen til Knivsflå (2018p) som gitt under:

$$\text{Normalrente i år } T = \frac{2}{3} * \text{gjennomsnittlig månedlig NIBOR} + \frac{1}{3} * 10 \text{ årig statsobligasjonsrente}$$

Normalrenten i steady state på 3,0% beregnes basert på den gjennomsnittlige månedlige NIBOR på 3,7% og den tiårige statsobligasjonsrenten på 1,6% (Norges Bank, 2018). Det kan være hensiktsmessig å justere normalrenten opp basert på et historisk lavt rentenivå. Selskapskattesatsen var 24% i 2017 og reduseres til 23% i 2018 (Regjeringen, 2017). Det

antas videre at selskapsskattesatsen forblir 23% gjennom budsjetteringsperioden, fordi det ikke finnes et bedre estimat. Avslutningsvis estimeres den fremtidige risikopremien mellom banker til 0,5% basert på den historiske gjennomsnittlige ratingen på AA.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NIBOR, 3 mnd.	0,011	0,010	0,012	0,013	0,016	0,020	0,023	0,026	0,030	0,033	0,033	0,033
Kreditrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,006	0,005	0,007	0,008	0,011	0,015	0,018	0,021	0,024	0,028	0,028	0,028
Skatt	0,001	0,001	0,002	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,005	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,021	0,021

Tabell 10.1: Fremtidig risikofri rente

Fremtidig markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien kan som tidligere nevnt ikke observeres i markedet, og det er dermed en betydelig usikkerhet ved beregning av fremtidig premie. På grunn av denne betydelige usikkerheten kan det være hensiktsmessig å estimere premien basert på historisk markedsrisikopremie. Basert på historiske tall forventes den fremtidige markedsrisikopremien å være konstant. Den historiske premien er estimert til 5% i 2016 som er identisk med markedsrisikopremien til PwC for 2017, og utgjør dermed estimatet for den fremtidig premien.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050

Tabell 10.2: Fremtidig markedsrisikopremie

Fremtidige årlige egenkapitalbeta

Ved beregning av fremtidig egenkapitalbeta forutsettes det at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden, ettersom Miller og Modigliani sin proposisjon 1 også gjelder for fremtidsregnskapet. Virksomhetens verdi er altså ikke avhengig av kapitalstrukturen. Det fører til at den fremtidige netto driftsbeta er identisk til netto driftsbeta på 1,39. Basert på netto finansiell gjeldsbeta fra kapittel 10.2 og informasjonen ovenfor, beregnes fremtidig egenkapitalbeta i tabell 10.3.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalbeta	0,900	0,920	0,940	0,961	0,982	1,004	1,026	1,050	1,073	1,098	1,123	1,123
Egenkapitalvekt	1,549	1,517	1,486	1,456	1,426	1,397	1,367	1,337	1,308	1,279	1,250	1,250
Netto finansiell gjeldsbeta	0,007	0,011	0,015	0,019	0,023	0,028	0,033	0,038	0,044	0,052	0,055	0,055
Netto finansiell gjeldsvekt	-0,549	-0,517	-0,486	-0,456	-0,426	-0,397	-0,367	-0,337	-0,308	-0,279	-0,250	-0,250
Netto driftsbeta	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390

Tabell 10.3: Fremtidig egenkapitalbeta

Fremtidig illikviditetspremie

Det forventes liten forandring i omsetting av Rørosmeieriets aksjer over budsjettperioden. Per dags dato er disse aksjene ikke børsnoterte og selskapet vil sannsynligvis ikke børsnoteres i løpet av budsjettperioden. På bakgrunn av fremtidig usikkerhet benyttes en illikviditetspremie på 1,5%. Altså, samme estimat for den fremtidige illikviditetspremie som den historiske illikviditetspremien.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Likviditetspremie	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015

Tabell 10.4: Fremtidig illikviditetspremie

Fremtidig egenkapital- og minoritetskrav

Basert på diskusjonen av parameterne ovenfor estimeres det fremtidige egenkapitalkravet til Rørosmeieriet, som vist i tabell 10.5. Det fremtidige egenkapitalkravet oppjusteres med en utbytteskatt i motsetning til det historiske egenkapitalkravet. Denne oppjusteringen gjøres som følge av at eierskatten ikke kategoriseres som systematisk ved beregning av det fremtidige egenkapitalkravet sammenlignet med beregning av det historiske egenkapitalkravet, og dette kan føre til vridningseffekter. Basert på beregninger til Knivsflå (2018u) estimeres den effektive eierskatten til 2,3%, hvor det foretas noen skjønnsmessig vurderinger. Tabell 10.5 viser en økning i fremtidig egenkapitalkrav over budsjettperioden som hovedsakelig kommer av en økning i risikofri rente.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,005	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,021	0,021
Egenkapitalbeta	0,900	0,920	0,940	0,961	0,982	1,004	1,026	1,050	1,073	1,098	1,123	1,123
Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Likviditetspremie	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
Egenkapitalkrav før t	0,064	0,065	0,067	0,069	0,073	0,076	0,080	0,084	0,088	0,091	0,093	0,093
(1 - effektiv utbytteskatt)	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977	0,977
Egenkapitalkrav etter t	0,066	0,066	0,069	0,071	0,074	0,078	0,082	0,086	0,090	0,094	0,095	0,095

Tabell 10.5: Fremtidig egenkapitalkrav

10.2 Fremtidig finansielle krav

Fremtidig syntetisk rating

Den fremtidige syntetiske ratingen beregnes basert på *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet* i likhet med kapittel 6. Ved beregning av disse fremtidige parameterne oppstår det to problemstillinger knyttet til likviditetsgrad 1 og

rentedekningsgraden. For det første benyttes omløpsmidler og kortsiktig gjeld ved beregning av likviditetsgrad 1, og disse postene oppgis ikke i fremtidsregnskapet ettersom dette er mindre detaljert. På grunn av manglende informasjon antas likviditetsgraden å reversere mot bransjegjennomsnittet. Denne antagelsen anses som rimelig ettersom bransjesnittet var rimelig stabilt over analyseperioden, samt på bakgrunn av ”mean reversion”. Bransjegjennomsnittet ble estimert til 1,073 som tilsvarer den syntetiske ratingen BB. Videre kan den fremtidige rentedekningsgraden ikke beregnes i likhet med den historiske rentedekningsgraden på grunn av endogenitet. Dette problemet oppstår fordi den finansielle renten antas å være lik det finansielle gjeldskravet. For å unngå problemet med endogenitet er det mulig å justere variabelen for ett år. Dette gir svært høy rentedekningsgrad, og det benyttes derfor reversering mot bransjegjennomsnittet ved beregning av rentedekningsgraden. Det gir en rating på AAA gjennom hele perioden. Det kan diskuteres hvorvidt en bør trekke ut år 2015 og 2016 fra bransjesnittet ettersom disse er betydelig høyere enn tidligere forholdstall. Likevel vil gjennomsnittet forbli AAA, og dermed ikke gjøre utslag ved videre beregning. Egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet beregnes basert på fremtidsregnskapet i kapittel 9. Den fremtidige syntetiske ratingen presenteres i tabell 10.6 under. Den fremtidige syntetiske ratingen oppsummerer risikoen for konkurs ved karakteren A i steady state, og den er dermed marginalt lavere enn den gjennomsnittlige karakteren på AA over analyseperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Likviditetsgrad 1												
Rørosmeieriet	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073
Rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad												
Rørosmeieriet	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00	65,00
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent												
Rørosmeieriet	0,786	0,780	0,775	0,770	0,765	0,759	0,754	0,749	0,743	0,738	0,738	0,738
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Netto driftsrentabilitet												
Rørosmeieriet	0,387	0,317	0,285	0,254	0,223	0,208	0,193	0,178	0,164	0,150	0,150	0,150
Rating	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	A	A	A	A	A
Gjennomsnittlig rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	A	A	A	A

Tabell 10.6: Fremtidig syntetisk rating

Finansielt gjeldskrav

Det fremtidige finansielle gjeldskravet beregnes på samme måte som for det historiske kravet. Den fremtidige risikofrie renten ble beregnet tidligere i kapittelet og det benyttes en lang kredittrisikopremie som bestemmes av tabell 7.8. Beregningene av fremtidig finansielt gjeldskrav utføres i tabell 10.7 under, som viser at det finansielle gjeldskravet øker betydelig over budsjettperioden. Dette skyldes hovedsakelig en økningen i risikofri rente etter skatt.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,005	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,021	0,021
Lang kredittrisikopremie	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Finansielt gjeldskrav	0,012	0,012	0,013	0,014	0,017	0,019	0,022	0,026	0,029	0,031	0,031	0,031

Tabell 10.7: Fremtidig finansielt gjeldskrav

Videre beregnes fremtidig finansiell gjeldsbeta der markedsrisikodelen holdes konstant i likhet med kapittel 6. Beregningene av de fremtidige finansielle gjeldsbetane utføres i tabell 10.8 under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lang kredittrisikopremie	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedsrisikopremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Markedsrisikodel finansiell gjeld	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
Finansielt gjeldsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008

Tabell 10.8: Fremtidig finansiell gjeldsbeta

Finansielt eiendelskrav

De tre fremtidige eiendelskravene beregnes som presentert i kapittel 7. Som tidligere nevnt er fremtidsregnskapet mindre detaljert, og dermed kan ikke vektingen beregnes basert på tall hentet fra dette regnskapet. Det forventes derfor at Rørsmeieriets vekting reverseres mot bransjesnittet, og det benyttes en lineær tilnærming mellom 2016 og 2026. Det fører til et fremtidig finansielt eiendelskrav på 2,5% i steady state. Beregningene av fremtidige finansielle eiendelskrav og fremtidig finansiell eiendelsbeta utføres i forholdsvis tabell 10.9 og tabell 10.10 under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kontantkrav	0,004	0,004	0,005	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,021	0,021
Kontantvekt	0,935	0,919	0,903	0,887	0,871	0,855	0,838	0,822	0,806	0,790	0,790	0,790
Fordringskrav	0,014	0,014	0,015	0,016	0,019	0,021	0,024	0,026	0,029	0,031	0,031	0,031
Fordringsvekt	0,059	0,072	0,086	0,100	0,113	0,127	0,141	0,154	0,168	0,181	0,181	0,181
Investeringskrav	0,054	0,054	0,055	0,056	0,059	0,061	0,064	0,066	0,069	0,071	0,071	0,071
Investeringsvekt	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,023	0,026	0,028	0,028	0,028
Finansielt eiendelskrav	0,005	0,005	0,007	0,008	0,011	0,013	0,016	0,019	0,022	0,025	0,025	0,025

Tabell 10.9: Fremtidig finansielt eiendelskrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,935	0,919	0,903	0,887	0,871	0,855	0,838	0,822	0,806	0,790	0,790	0,790
Fordringsbeta	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Fordringsvekt	0,059	0,072	0,086	0,100	0,113	0,127	0,141	0,154	0,168	0,181	0,181	0,181
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,006	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,021	0,023	0,026	0,028	0,028	0,028
Finansielt eiendelsbeta	0,007	0,009	0,012	0,014	0,017	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,030	0,030

Tabell 10.10: Fremtidig finansiell eiendelsbeta

Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

Det fremtidige netto finansielle gjeldskravet beregnes basert på vektet fremtidig finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Vektingen beregnes ved å benytte inngående balanse. Beregningen av fremtidig netto finansielt gjeldskrav og fremtidig netto finansiell gjeldsbeta utføres i forholdsvis tabell 10.11 og 10.12 nedenfor. Tabell 10.11 viser en betydelig økning i netto finansielt gjeldskrav fra 0,2% til 1,7% over budsjettperioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansielt gjeldskrav	0,012	0,012	0,013	0,014	0,017	0,019	0,022	0,026	0,029	0,031	0,031	0,031
Finansiell gjeldsvekt	-0,404	-0,443	-0,487	-0,533	-0,584	-0,643	-0,712	-0,792	-0,883	-0,992	-1,126	-1,126
Finansiell eiendelskrav	0,005	0,005	0,007	0,008	0,011	0,013	0,016	0,019	0,022	0,025	0,025	0,025
Finansiell eiendelsvekt	-1,404	-1,443	-1,487	-1,533	-1,584	-1,643	-1,712	-1,792	-1,883	-1,992	-2,126	-2,126
Netto finansielt gjeldskrav	0,002	0,002	0,003	0,004	0,007	0,010	0,012	0,013	0,016	0,018	0,017	0,017

Tabell 10.11: Fremtidig netto finansielt gjeldskrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansielt gjeldsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Finansiell gjeldsvekt	-0,404	-0,443	-0,487	-0,533	-0,584	-0,643	-0,712	-0,792	-0,883	-0,992	-1,126	-1,126
Finansiell eiendelsbeta	0,007	0,009	0,012	0,014	0,017	0,020	0,022	0,025	0,027	0,030	0,030	0,030
Finansiell eiendelsvekt	-1,404	-1,443	-1,487	-1,533	-1,584	-1,643	-1,712	-1,792	-1,883	-1,992	-2,126	-2,126
Netto finansielt gjeldsbeta	0,007	0,011	0,015	0,019	0,023	0,028	0,033	0,038	0,044	0,052	0,055	0,055

Tabell 10.12: Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta

10.3 Fremtidig selskapskrav

Selskapskrav er vektet krav til ulike finansieringskilder og derfor kan to selskapskrav beregnes; *sysselsatt kapitalkrav* og *netto driftskrav*. Vektingen beregnes også her gjennom inngående balanse, grunnet forutsetning om at kontantstrømmer realiseres ved slutten av året. Det muliggjør årlig diskontering ved utgangen av året, og dette er bakgrunnen for at inngående beholdning benyttes i beregninger av fremtiden. Beregningen av fremtidig sysselsatt kapitalkrav og fremtidig netto driftskrav utføres i forholdsvis tabell 10.13 og 10.14 under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	0,066	0,066	0,069	0,071	0,075	0,078	0,082	0,086	0,090	0,094	0,095	0,095
Egenkapitalvekt	0,875	0,869	0,862	0,857	0,851	0,846	0,840	0,834	0,828	0,822	0,816	0,816
Finansielt gjeldskrav	0,012	0,012	0,013	0,014	0,017	0,019	0,022	0,026	0,029	0,031	0,031	0,031
Finansiell gjeldsvekt	0,125	0,131	0,138	0,143	0,149	0,154	0,160	0,166	0,172	0,178	0,184	0,184
Sysselsatt kapitalkrav	0,059	0,059	0,061	0,063	0,066	0,069	0,072	0,076	0,079	0,082	0,083	0,083

Tabell 10.13: Fremtidig sysselsatt kapitalkrav

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	0,066	0,066	0,069	0,071	0,075	0,078	0,082	0,086	0,090	0,094	0,095	0,095
Egenkapitalvekt	1,549	1,517	1,486	1,456	1,426	1,397	1,367	1,337	1,308	1,279	1,250	1,250
Netto finansielt gjeldskrav	0,012	0,012	0,013	0,014	0,017	0,019	0,022	0,026	0,029	0,031	0,031	0,031
Netto finansiell gjeldsvekt	-0,549	-0,517	-0,486	-0,456	-0,426	-0,397	-0,367	-0,337	-0,308	-0,279	-0,250	-0,250
Netto driftskrav	0,095	0,094	0,096	0,097	0,099	0,102	0,104	0,106	0,108	0,111	0,111	0,111

Tabell 10.14: Fremtidig netto driftskrav

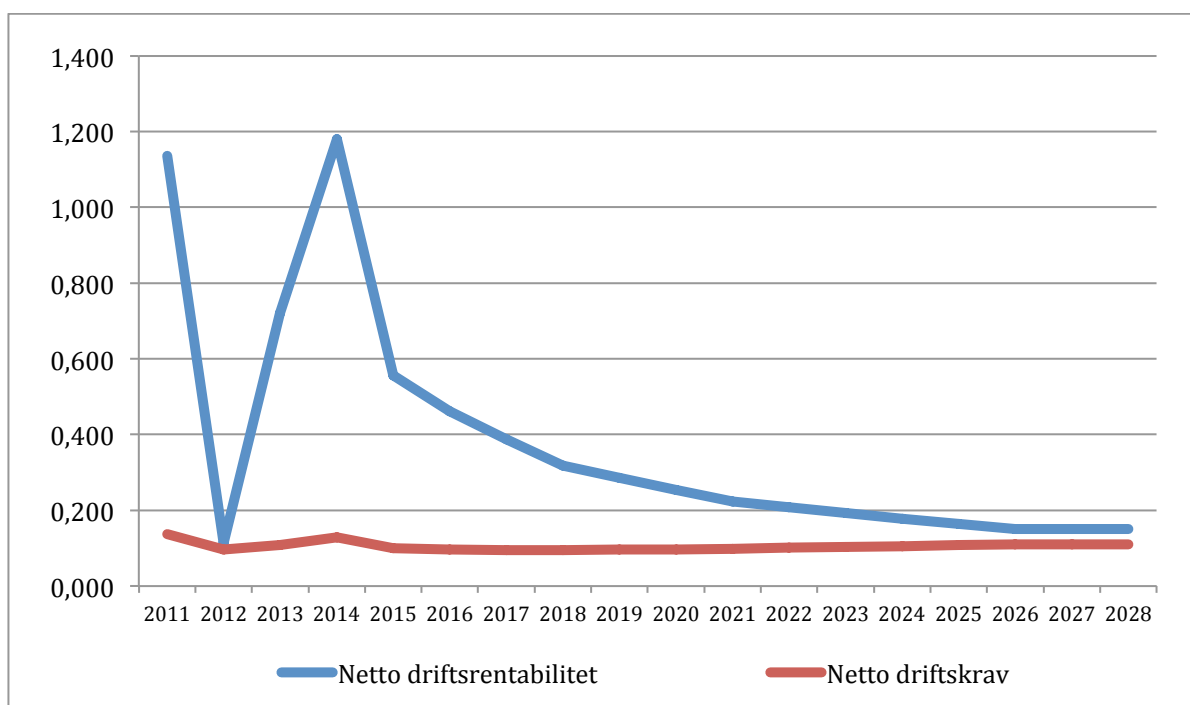
10.4 Fremtidig strategisk fordel

Avslutningsvis predikeres den fremtidige strategiske fordelten til Rørosmeieriet, som er basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravet i henholdsvis kapittel 9 og tidligere i kapittel 10. Det forventes som nevnt tidligere at det ikke foreligger noen fremtidig finansieringsfordel, og dermed rettes fokuset på den fremtidige driftsfordelen. Driftsfordelen beregnes i tabell 10.15 nedenfor, og viser en driftsfordel på 3,2% i steady state.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsrentabilitet	0,387	0,317	0,285	0,254	0,223	0,208	0,193	0,178	0,164	0,150	0,150	0,150
Netto driftskrav	0,095	0,094	0,096	0,097	0,099	0,102	0,104	0,106	0,108	0,111	0,111	0,111
Strategisk driftsfordel	0,292	0,223	0,189	0,157	0,124	0,106	0,089	0,072	0,055	0,039	0,039	0,039
Gearingfordel i drift	-0,104	-0,076	-0,062	-0,049	-0,037	-0,030	-0,024	-0,018	-0,013	-0,009	-0,008	-0,008
Driftsfordel	0,187	0,146	0,126	0,107	0,086	0,076	0,064	0,053	0,042	0,031	0,032	0,032

Tabell 10.15: Fremtidig driftsfordel

Figur 10.1 nedenfor illustrerer utvikling i strategisk driftsfordel, altså den rene driftsfordelen. Den rene driftsfordelen er beregnet til 3,9% i steady state, og denne består som nærmere forklart i kapittel 8 av en intern ressursfordel og en ekstern bransjefordel. Over analyseperioden bestod den hovedsakelig av en intern ressursfordel. Denne fordelten forventes ikke å vare over tid, siden det ikke foreligger noen strategisk fordel fra den interne analysen i kapittel 4. Dermed vil konkurransen drive egenkapitalrentabiliteten mot egenkapitalkravet over budsjettperioden. Likevel har meieriet mulighet til å oppnå en intern fordel ved å organisere sine unike produkter bedre, dersom produktene distribueres bedre. Det antas dermed at det foreligger en bransjefordel basert på antagelsen om at de politiske og lovmessige forhold holder på sikt. Altså at markedet forblir strengt regulert, og dermed kan føre til begrenset internasjonal konkurranse. I tillegg at tilskuddsordninger forblir, og dermed fører til stabile og forutsigbare priser på melkeråvaren.

**Figur 10.1:** Utvikling i strategisk fordel i drift

Fremtidig superrentabilitet

Superrentabiliteten beregnes basert på differansen mellom *egenkapitalrentabilitet* og *egenkapitalkravet*. Siden finansieringsfordelen over budsjettperioden og steady state forventes å være lik null vil superrentabiliteten tilsvare driftsfordelen. Superrentabiliteten beregnes i tabell 10.16 på neste side, og viser at denne antagelsen stemmer.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalrentabilitet	0,252	0,211	0,195	0,177	0,160	0,153	0,146	0,139	0,132	0,124	0,127	0,127
Egenkapitalkrav	0,066	0,066	0,069	0,071	0,074	0,078	0,082	0,086	0,090	0,094	0,095	0,095
Superrentabilitet	0,187	0,146	0,126	0,107	0,086	0,076	0,064	0,053	0,042	0,031	0,032	0,032

Tabell 10.16: Fremtidig superrentabilitet

Superrentabiliteten er beregnet til 3,2% i steady state, som kan være rimelig. Imidlertid er prognosene utført med utgangspunkt i en betydelig vekstfase for Rørosmeieriet, og fremtidsregnskapet kan dermed bli for optimistisk. Prognosene for egenkapitalkravet kan også være for optimistiske som følge av det historiske lave rentenivået. Fra den eksterne analysen vil politiske og lovmessige endringer i fremtiden ha betydning, og disse antas å ikke endres over analyseperioden. Det kan dermed føre til en overoptimistisk inntektsvekst i steady state. Det er dermed betydelig usikkerhet knyttet til beregning av superrentabiliteten. Det forventes at fordelen hovedsakelig skyldes en bransjefordel, og dermed beholdes den strategiske fordelen på 3,2%.

11. Fundamental verdivurdering

Tidligere er det gjort rede for de underliggende økonomiske forholdene i Rørosmeieriet som dannet grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og fremtidskravet i kapittel 9 og 10. Basert på det tallmaterialet fra fremtidsregnskapet utføres den fundamentale verdivurderingen for å estimere egenkapitalverdien til Rørosmeieriet.

Valget av verdsettelsesteknikk ble begrunnet i kapittel 3 der to ulike metoder innen fundamental verdsettelse fremheves, *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*. I egenkapitalmetoden estimeres verdien av egenkapitalen direkte, mens i selskapskapitalmetoden estimeres verdien av egenkapitalen indirekte. Disse metodene vil gi forskjellig egenkapitalverdi til Rørosmeieriet ved første verdiestimat. Denne forskjellen oppstår siden fremtidskravet beregnes med vekting basert på balanseførte verdier istedenfor verdibaserte verdier. Videre vil et fundamentalt verdiestimat presenteres. Avslutningsvis analyseres usikkerheten til verdiestimatet.

11.1 Egenkapitalmetode

Egenkapitalmetoden kan estimere egenkapitalen ved fire ulike modeller; *utbyttmodellen*, *fri kontantstrøm-modellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. Disse modellene vil alltid gi samme verdiestimat på egenkapitalen ved konsistent bruk. Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte ved å diskontere den fremtidige strømmen (som for eksempel netto betalt utbytte) med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2018q).

11.1.1 Utbyttmodellen

I utbyttmodellen beregnes egenkapitalverdien med utgangspunkt netto utbetalt utbytte. Dagens egenkapitalverdien estimeres ved å legge sammen *nåverdi av fremtidig forventet utbytte* og *nåverdien av horisontverdien*. Altså, neddiskonteres netto utbetalt utbytte med årlig forventet egenkapitalkrav (Knivsflå, 2018q). Utbyttmodellen er gitt i formelen under:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekc - ekv)}$$

der NBU er netto utbetalt utbytte, ekk er egenkapitalkrav, ekv er egenkapitalkravvekst og T er år 2026 (Knivsflå, 2018q).

11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

I den frie kontantstrøm-modellen beregnes egenkapital med utgangspunkt i fri kontantstrøm til egenkapital. Dagens egenkapitalverdi estimeres ved å legge sammen *nåverdi av forventet fri kontantstrøm til egenkapital* og *nåverdien av horisontverdien* (Knivsflå, 2018q). Siden netto utbetalt utbytte er lik fri kontantstrøm til egenkapital, vil beregningene i den frie kontantstrøm-modellen og utbyttmodellen være identisk. Fri kontantstrøm-modellen er gitt i formelen under:

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

der FKE er fri kontantstrøm til egenkapital, ekk er egenkapitalkrav, ekv er egenkapitalkravvekst og T er år 2026 (Knivsflå, 2018q).

11.1.3 Superprofittmodellen

I superprofittmodellen beregnes egenkapital med utgangspunkt i superprofitt til egenkapital. Dagens egenkapitalverdien estimeres ved å legge sammen *den balanseførte egenkapitalen*, *nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital* og *nåverdien av horisontverdien* (Knivsflå, 2018q). Superprofittmodellen er gitt i formelen under:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

der EK er egenkapital, SPE er superprofitt til egenkapital, ekk er egenkapitalkrav, ekv er egenkapitalkravvekst og T er 2026 (Knivsflå, 2018q).

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

I superprofittmodellen beregnes egenkapital ved å legge sammen *den kapitaliserte verdien av netto driftsresultat til egenkapital uten vekst*, *nåverdien av den fremtidige veksten til superprofitt* og *nåverdien av horisontverdien ved konstant vekst*. Vekst består i økning av superprofitten, og den fremtidige veksten i modellen gir kun en verdi dersom denne veksten er lønnsom (Knivsflå, 2018q). Superprofittvekstmodellen er gitt i formelen under:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

der NRE er nettoresultat til egenkapital, ΔSPE er superprofittvekst til egenkapital, ekk er egenkapitalkrav, ekv er egenkapitalkravvekst og T er 2026 (Knivsflå, 2018q).

11.2 Selskapskapitalmetode

Selskapsmetoden, som også kalles totalkapitalmetoden, estimerer egenkapitalverdien basert på en indirekte tilnærming. Egenkapitalen beregnes indirekte som differansen mellom *verdien av totalkapital* og *verdien av gjeld og minoritetsinteresser*. Metoden kan ta utgangspunkt i sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Videre benyttes de fire modellene presentert ovenfor til å estimere verdien av selskapet, der egenkapitalkravet byttes ut med sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav i forholdsvis sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden (Knivsflå, 2018q).

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

I sysselsatt kapitalmetoden beregnes verdien av egenkapitalen som differansen mellom *verdien av sysselsatt kapital* og *verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser*, som vist i formelen under (Knivsflå, 2018r).

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

der VEK er verdi av egenkapital, $VSSK$ er verdi av sysselsatt kapital, VFG er verdi av finansiell gjeld og VMI er verdi av minoritetsinteresser (Knivsflå, 2018r).

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

I netto driftskapitalmetoden beregnes verdien av egenkapitalen som differansen mellom *verdien av netto driftskapital* og *verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser*, som vist i formelen under (Knivsflå, 2018r).

$$VEK = VNDK - VNFG - VMI$$

der VEK er verdi av egenkapital, $VNDK$ er verdi av netto driftskapital, $VNFG$ er verdi av netto finansiell gjeld og VMI er verdi av netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2018r).

11.3 Første verdiestimat

Det første estimerte egenkapitalverdien utføres gjennom budsjettertevekter i egenkapitalkravene, og disse beregnes i tabell 11.1-11.4 nedenfor. Ettersom modellene vil gi identisk verdiestimat benyttes kun to modeller for å illustrere dette. Videre benyttes netto driftskapital ved beregning av selskapsmetoden.

Egenkapitalmetoden

												T	T+1
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Fri kontantstrøm til EK		-11 446	-7 734	-8 477	-8 670	160	2 166	4 681	7 562	10 898	24 510	20 071	
/ Diskonteringsfaktor		1,066	1,137	1,215	1,301	1,397	1,507	1,630	1,770	1,929	2,109	2,528	
= Nåverdi 2017-2027	2 722	-10 738	-6 805	-6 978	-6 665	114	1 438	2 871	4 272	5 651	11 622	7 941	
+ Nåverdi horisontverdi	165 808												
= Verdi av egenkapital	168 529												

Tabell 11.1: Fri kontantstrøm modellen/utbyttmodellen - egenkapitalmetoden

												T	T+1
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Balanseført egenkapital	37 875												
Superprofitt til EK		7 064	8 540	9 944	10 976	11 163	11 297	10 977	10 210	8 857	6 985	7 393	
/ Diskonteringsfaktor		1,066	1,137	1,215	1,301	1,397	1,507	1,630	1,770	1,929	2,109	2,528	
= Nåverdi 2017-2027	69 583	6 627	7 514	8 185	8 439	7 988	7 498	6 734	5 768	4 593	3 312	2 925	
+ Nåverdi horisontverdi	61 071												
= Verdi av egenkapital	168 529												

Tabell 11.2: Superprofittmodellen - egenkapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden

												T	T+1
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Fri kontantstrøm fra drift		-4 875	-2 078	-2 302	-2 406	3 595	4 747	6 136	7 756	9 585	19 601	20 385	
/ Diskonteringsfaktor		1,095	1,199	1,314	1,441	1,583	1,744	1,926	2,129	2,360	2,622	2,912	
= Nåverdi 2017-2027	20 754	-4 450	-1 733	-1 753	-1 670	2 270	2 722	3 186	3 643	4 062	7 477	7 001	
+ Nåverdi horisontverdi	92 810												
= Verdi av driftskapital	113 564												
- Netto finansiell gjeld	-13 420												
- Minoritetsinteresser	-												
= Verdien av egenkapital	126 984												

Tabell 11.3: Fri kontantstrøm modellen - selskapsmetoden

												T	T+1
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Balanseført netto driftskapital	24 455												
Superprofitt fra netto driftskapital		7 144	8 651	10 073	11 122	11 318	11 442	11 103	10 341	8 934	6 990	7 308	
/ Diskonteringsfaktor		1,095	1,199	1,314	1,441	1,583	1,744	1,926	2,129	2,360	2,622	2,912	
= Nåverdi 2017-2027	62 419	6 522	7 216	7 667	7 720	7 148	6 560	5 766	4 856	3 786	2 666	2 510	
+ Nåverdi horisontverdi	26 690												
Verdien av netto = driftskapital	113 564												
- Netto finansiell gjeld	-13 420												
- Minoritetsinteresser	-												
= Verdi av egenkapital	126 984												

Tabell 11.4: Superprofittmodellen - selskapsmetoden

11.4 Oppsummering av fundamentalt verdiestimat

De første verdiestimatene for de ulike metodene oppsummeres i tabell 11.5. Det fundamentale verdiestimatet av egenkapitalen beregnes på gjennomsnittet av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, som vist i tabell 11.5. Det fundamentale verdiestimatet av egenkapitalen er på 147 757 tusen NOK per 31.12.2016. Det ville vært hensiktsmessig å utføre en konvergeringsprosess for å beregne det endelige verdiestimatet, der vektingen av kravene endres basert på gjennomsnittlig egenkapital fra metodene. Dette er dermed en svakhet ved verdiestimatet, og oppgaven generelt. På bakgrunn av tidligere informasjon om selskapet størrelse og mulighet for vekst er verdiestimatet *ikke* urimelig. Det ville vært hensiktsmessig å sammenligne estimatet med en virkelig verdi, men ettersom verken Rørosmeieriet eller de komparative selskapene er børsnoterte blir dette vanskelig å utføre i praksis.

Alle i 1 000 NOK	FKS-modellen	SP-modellen	Gjennomsnitt
Egenkapitalmetoden	168 529	168 529	168 529
Netto driftskapitalmetoden	126 984	126 984	126 984
Gjennomsnitt	147 757	147 757	147 757

Tabell 11.5: Oppsummering av første verdiestimat

11.5 Analyse av usikkerhet

Det er betydelig usikkerhet knyttet til verdiestimatet på 147 757 tusen NOK. Usikkerheten skyldes at estimeringen baserer seg på et punkt, der det forutsettes at budsjettdriverne

utvikler seg i samsvar med antagelsene om fremtiden. Dersom det foreligger større usikkerhet knyttet til budsjettdriverne, vil det også være mer betydelig usikkerhet tilknyttet verdiestimatet. Verdiestimatet er basert på forutsetningen om at Rørøsmøieriet fortsetter driften gjennom budsjettperioden og steady state. Konkurranssannsynligheten blir derfor vurdert mer detaljert.

11.5.1 Konkurranssannsynlighet

Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet forutsettes det at Rørøsmøieriet fortsetter driften, og dermed blir konkurranssannsynligheten bare betraktet indirekte gjennom den syntetiske ratingen i avkastningskravet. Dermed blir den faktiske konkurranssannsynligheten mest sannsynlig ikke tatt tilstrekkelig i betraktning. Det kan føre til et overoptimistisk verdiestimat (Knivsflå, 2018s). Det utføres derfor en separat vurdering av verdiestimatet til Rørøsmøieriet. Denne vurderingen vil ta den isolerte konkurranssannsynligheten i betraktning, og gjennomføres basert på formelen under:

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

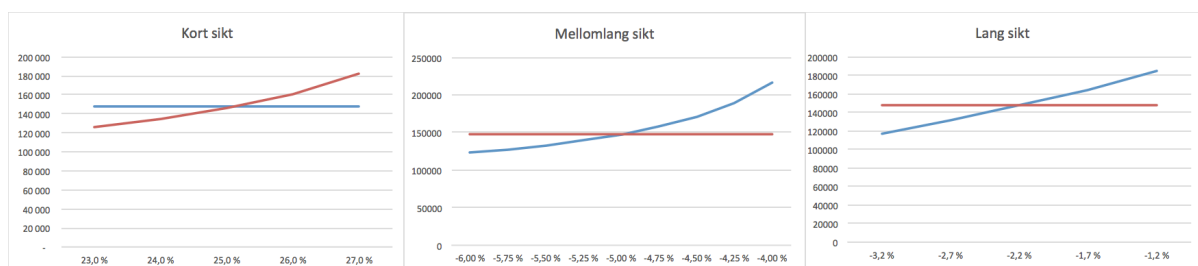
der p er sannsynlighet for konkurs, FVEK er fundamental verdsettelse av egenkapital, LVEK likvidasjonsverdi av egenkapital (Knivsflå, 2018s).

Tidligere i dette kapitlet ble den fundamentale verdsettelsen av egenkapital estimert til 147 757 tusen NOK. Likvidasjonsverdien av egenkapitalen er verdien eierne står igjen med etter fremtvunget avvikling, altså konkurs (Damodaran, 2012). Denne verdien antas å være lik null, fordi långivere og andre investorer blir tilbakebetalt før eierne. Typisk vil fremtvunget avvikling føre til rask salg av eiendeler, og dermed lave priser. Det fører ofte til at eierne ikke blir tilbakebetalt, og det anses som en rimelig antagelse at likvidasjonsverdi av egenkapital er lik null. Konkurranssannsynligheten vil avhenge av den fremtidige syntetiske ratingen fra kapittel 10. Over analyseperioden oppsummerte den syntetiske ratingen risikoen for konkurs til Rørøsmøiereiet gjennom karakteren AA, og dermed liten sannsynlighet for konkurs på kort sikt. Den syntetiske ratingen for fremtidsregnskapet resulterte i en rating på A fra 2024. Denne ratingen tilsvarer en konkurranssannsynlighet på 0,1% (Knivsflå, 2018s). Tatt antagelsene ovenfor i betraktning estimeres det justerte verdiestimatet ned til 147 609 tusen NOK, som vist i formelen under.

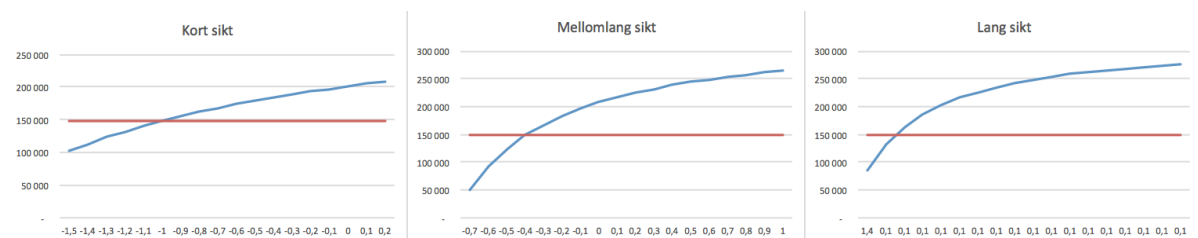
$$[(1 - 0,001) * 147\ 757] + [0,001 * 0] = 147\ 609$$

11.5.2 Sensitivitetsanalyse

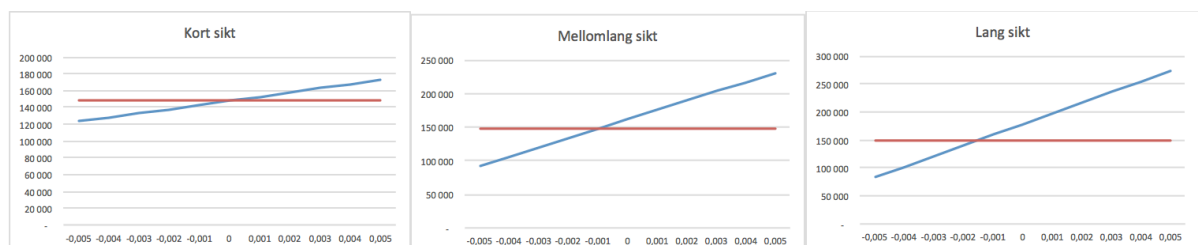
Det fundamentale verdiestimatet til Rørosmeieriet baseres som tidligere nevnt på budsjettdriverne. Disse bestemmes ut fra innsikten i den strategiske analyse og regnskapsanalysen, og det er dermed en betydelig usikkerhet knyttet til disse. I følgende delkapittel vil sensitiviteten i budsjettdriverne analyseres. Alternativ kunne også avkastningsdriverne analyseres. Sensitivitetsanalysen undersøker hvordan verdiestimatet utvikler seg ved å endre budsjettdriveren på kort, mellomlang og lang sikt. Altså, vil terminalleddet for de ulike budsjettdriverne justeres, og dermed endre verdiestimatet. Figurene under illustrerer budsjettdriverenes påvirkningskraft på verdiestimatet både på kort, mellomlang og lang sikt.



Figur 11.1: Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsvekst



Figur 11.2: Sensitivitetsanalyse for omløp i netto driftseiendeler



Figur 11.3: Sensitivitetsanalyse for netto driftsmargin

Fra figur 11.1-11.3 kan man se (for større figurer se vedlegg 3).

Stigningstallet viser sensitivitet. Dersom stigningstallet er høyt vil en liten endring i variabelen ha stor effekt på verdien. Dette gir også en god indikasjon på usikkerheten.

12. Oppsummering og konklusjon

I følgende kapittel oppsummeres de viktigste funnene, etterfulgt av en presentasjon av endelig verdiestimat.

12.1 Oppsummering

Formålet med utredningen er å verdsette Rørosmeieriet for potensielle investorer. Det finnes ingen god markedspris for Rørosmeieriet da det ikke er børsnotert, og derfor er det spesielt viktig å gjennomføre en grundig verdsettelse av selskapet ved et oppkjøp. For å verdsette Rørosmeieriet benyttes en fundamentalverdsettelse. Denne verdsettelsesteknikken anses som mest hensiktsmessig med bakgrunn i tilgjengelig informasjonen og tid til rådighet. Innledningsvis i kapittel 2 ble meieribransjen presentert, etterfulgt av mer detaljert presentasjon av Rørosmeieriet og deres konkurrenter. Meieribransjen er preget av en betydelig reduksjon i forbruk av melk, samt er bransjen sterkt regulert. Den økologiske melken har derimot hatt en bedre utvikling enn konvensjonell melk, men nylig reduserte marginalt i år 2017. Meieribransjen preges også av tidligere monopolist Tine. Til tross for at konkurransen øker for Tine, har selskapet en betydelig markedsandel. Rørosmeieriet har likevel oppnådd en kraftig vekst de siste årene som følge av landsdekkende leverandøravtaler.

Basert på informasjonen i kapittel 2 ble den strategiske analysen gjennomført. Fra den eksterne analysen ser man at endringer i politiske og lovmessige forhold kan utgjøre en betydelig trussel for bransjen, spesielt innen tilskuddsordningen og tollavgifter. Det internasjonale markedet kan true salg av *enkelte* meieriprodukter. Substitutter utgjør stadig en større trussel. Dette styrkes gjennom nåværende trend om at animalske produkter anses som uetiske. Sunnhettrenden kan derimot skape muligheter for bransjen. Fra den interne analysen fremmes samarbeidet med COOP som har skapt betydelige verdier for Rørosmeieriet. Selskapet differensierer seg også ved unike produkter. Rørosmeieriet produserer hovedsakelig melk, og utnytter dermed andre markeder i meieribransjen dårlig. Rørosmeieriet har også en svakere merkevare enn konkurrenter deres.

Videre ble den kvantitative regnskapsanalysen utført gjennom kapittel 5 til 8. I kapittel 5 ble Rørosmeieriets balanse og regnskap presentert. Deretter ble regnskaps- og balansepostene

grundig analysert, før omgrupperte balanse og regnskap ble presentert. Det ble ikke gjort noen justeringer i regnskapet grunnet mangelfull informasjon. Kapittel 6 analyserte kredittrisikoen til Rørosmeieriet og bransjen gjennom likviditets- og soliditetsanalyser. Resultatene av disse analysene viste at både Rørosmeieriet og bransjen var solid finansiert, som ble oppsummert i den syntetiske ratingen. Rørosmeieriet oppnådde en syntetisk rating på A, mens bransjen oppnådde en marginal lavere syntetisk rating på AA. I kapittel 7 ble de historiske avkastningskravene beregnet. Den kvantitative regnskapsanalysen ble avsluttet med en analyse av lønnsomheten til Rørosmeieriet i kapittel 8. Den strategiske fordelene ble kvantifisert til 26,7%, og videre dekomponert til en finansieringsulempe på 0,1% og en driftsfordel på 26,8%. Finansieringsulempen ble som forventet tilnærmet lik null. Driftsfordelen skyldes en fordel på 55,8% som gires ned med en finansiell gearingsulempe på 29%. Denne kvantifiserte fordelene forventes ikke å vare over tid. Det er fordi inntektene øker som følge av landsdekkende leverandøraftaler, og disse avtalene antas å ikke å generere like høy driftsinntektsvekst i fremtiden.

Basert på innsikten i de underliggende økonomiske forholdene til Rørosmeieriet fra tidligere kapitler, ble det utarbeidet et fremtidsregnskap og fremtidskrav i henholdsvis kapittel 9 og 10. Budsjett drivere ble analysert og la grunnlaget for fremtidsregnskapet. Det ble lagt mest vekt på driftsinntektsveksten, fordi denne driveren er viktig for å skape fremtidige verdier for Rørosmeieriet. På grunn av melkereduksjonen anses produktinnovasjon nødvendig for å oppnå vekst på sikt. Deretter analyseres de fremtidige avkastningskravene i kapittel 10, som videre benyttes til å verdsette Rørosmeieriet. Avslutningsvis ble det utført en kortfattet fremtidig analyse av strategisk fordel, der det foreligger en strategisk fordel på 3,2% som antas å være knyttet til bransjen, ettersom bransjen er sterkt regulert og begrenser konkurransekraften.

I kapittel 11 ble den fundamentale verdsettelsen utført på bakgrunn av fremtidsregnskapet. Det ble utført to modeller innenfor egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Modellene innenfor hver metode ga som forventet identisk verdiestimat av egenkapitalen, mens metodene ga ulike svar. Det ble benyttet et gjennomsnittlig av disse to metodene for å estimere verdien til Rørosmeieriet. Det endelige verdiestimatet ble beregnet til 147 757 tusen NOK. Avslutningsvis ble det utført en vurdering av konkurssannsynligheten som justerte verdien av egenkapitalen ned til 147 609 tusen NOK.

12.2 Konklusjon

Denne masterutredningen har verdsatt Rørosmeieriet til 147 757 tusen NOK per 31.12.16. Formålet med oppgaven er å verdsette Rørosmeieriet for potensielle investorer. Da Rørosmeieriet ikke er børsnotert finnes det ingen tilgjengelig informasjon om hva markedsverdien av selskapet er. Denne utredning vil derfor gi investorer et godt innblikk i hva de underliggende verdiene av Rørosmeieriet er. Samtidig må det understrekes at det er usikkerhet knyttet til verdsettelsen, og dette må tas hensyn til av potensielle investorer.

13. Vedlegg

13.1 Vedlegg 1: Samarbeid mellom Tine og Rema 1000



Figur 13.1: Samarbeid med Tine og Rema 1000 om å selge mer økologisk melk (Tine, 2018m).

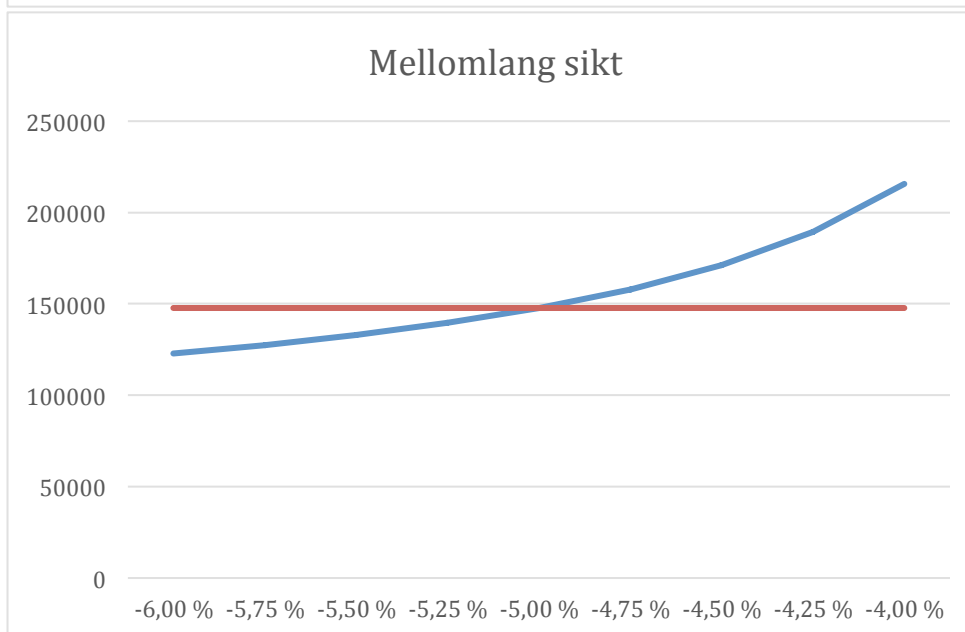
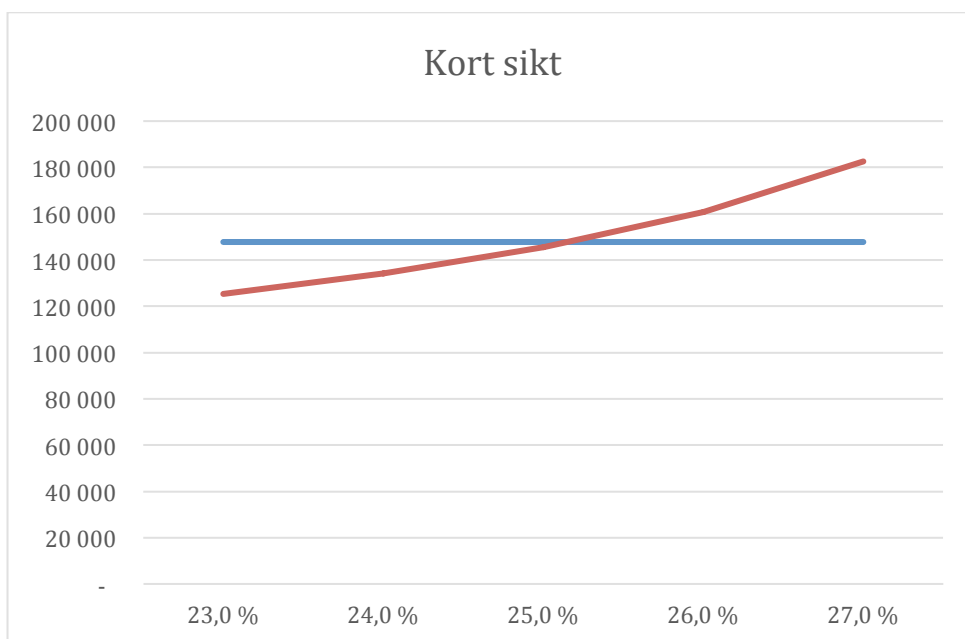
13.2 Vedlegg 2: Lønnskostnad

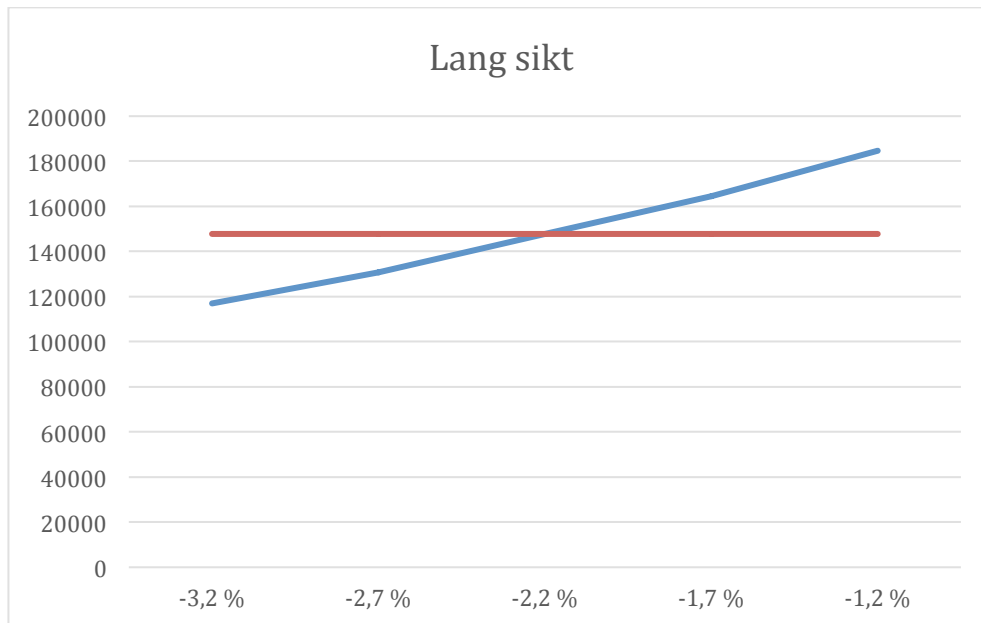
	Rørosmeieriet	Bransjen
Lønnskostnad (2016)	15 324 000	3 465 753 000
/ Ansatte	54	5 413
= Lønnskostnad per ansatt	283 778	640 265

Tabell 13.1: Forholdet mellom lønnskostnad og antall ansatte

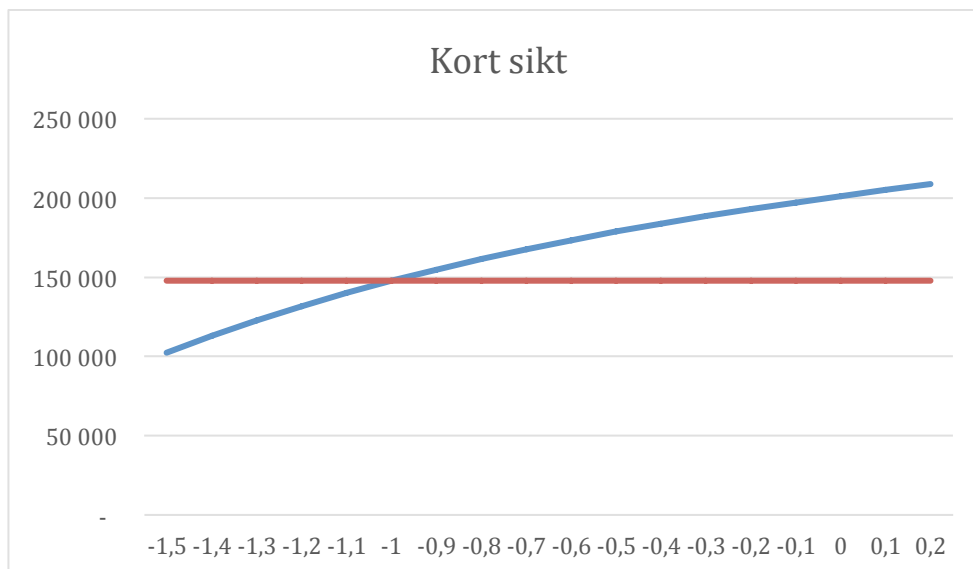
13.3 Vedlegg 3: Sensitivitetsanalysen

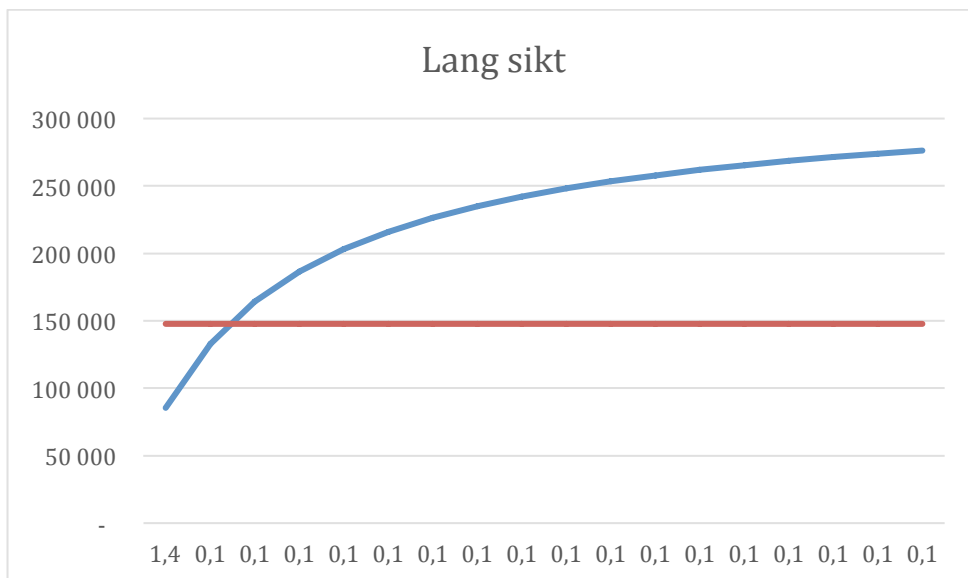
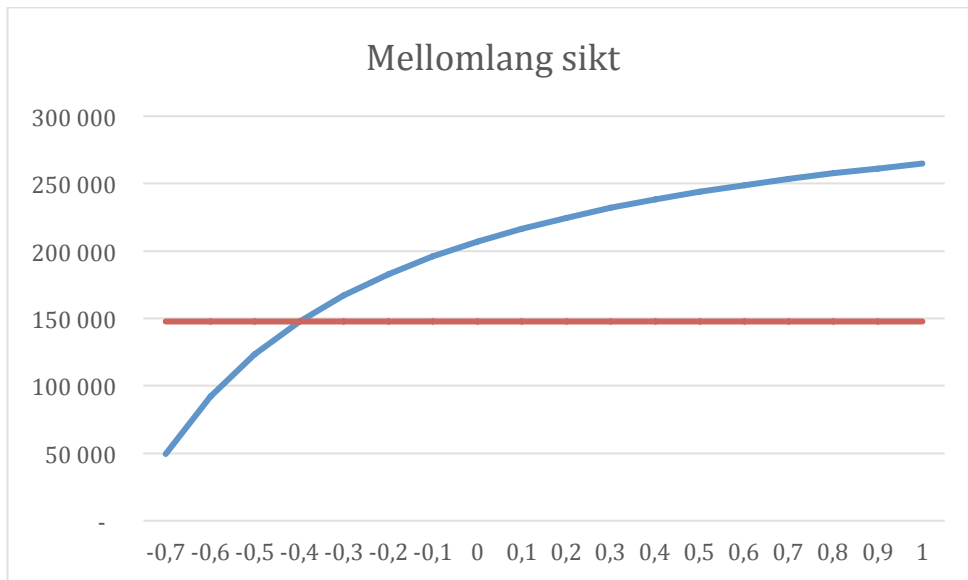
Driftsinntektsvekst

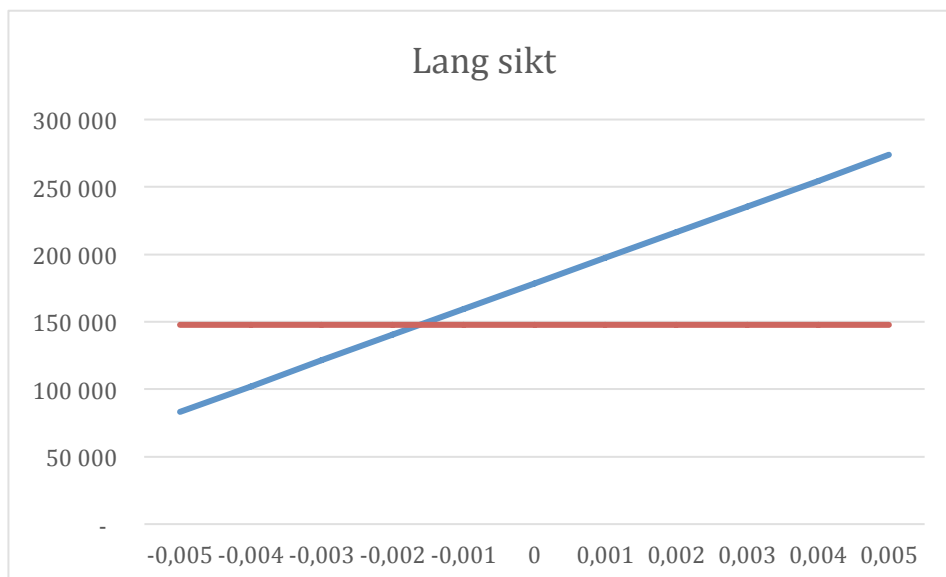
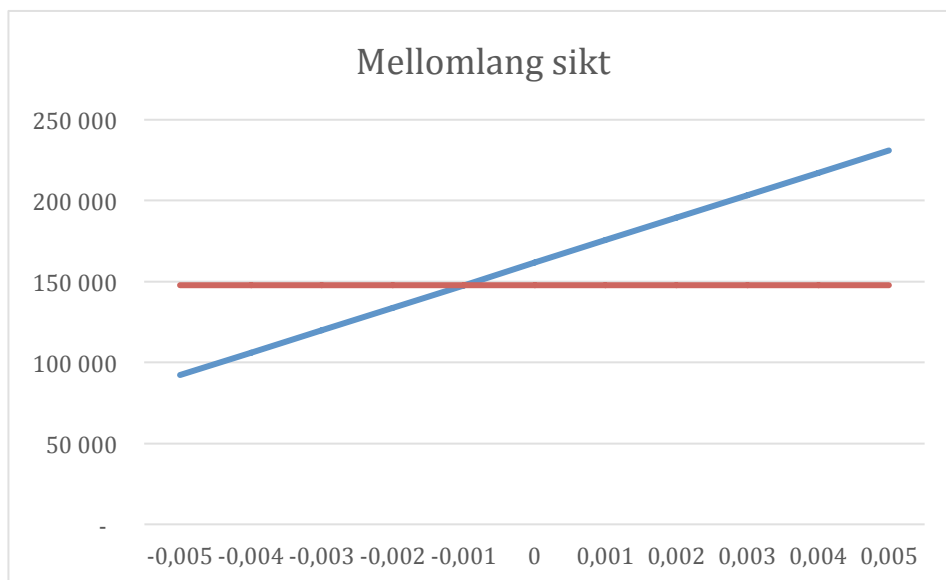
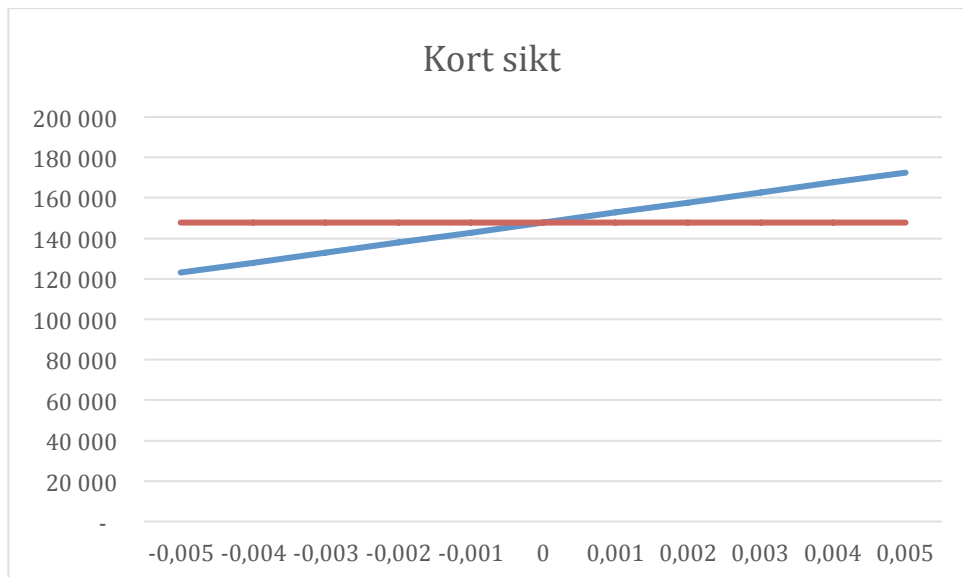




Omløp i netto driftseiendeler





Netto driftsmargin

Litteraturliste

- Aalerud, Ellen Henerikke, Jule Nåvik Hval, Johanne Kjuus, og Ivar Pettersen. (2012, juni). *Handlingsrom for konkurransedyktige verdikjeder for mat*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2449076/NILF-Notat-2012-06.pdf?sequence=1>
- Alpro. (2018). *Våre plantebaserte produkter*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.alpro.com/no/produkter>
- Aursnes, Jan Peter, og Preben S. Ottesen. (2017, september 11). *Ost*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://snl.no/ost>
- Baardsen, Tor Øyvind, Erik Sjøholm Knudsen og Lasse B. Lien. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage* (4th Edition). Edinburg: Pearson.
- Bjerke, Espen. (2005, februar 16). *Tine får melke-konkurrent*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2005/02/16/tine-far-melkekonkurrent>
- Bjørkhaug, Hilde og Gunn-Turid Kvam. (2016, februar 10). *Slik får vi solgt mer økologisk mat*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://forskning.no/meninger/kronikk/2016/02/slik-far-vi-solgt-mer-okologisk-mat>
- Bjørneboe, Gunn-Elin. (2018, februar 20). *Vegetarianer*. Hentet 30. mars 2018 fra: <https://sml.snl.no/vegetarianer>
- Bratberg, Even. (2018, februar 20). *Meieri*. Hentet 25. mars 2018 fra: <https://snl.no/meieri>
- Bugjerde, Per Ståle. (2005, oktober 26). *Tine melker markedet*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/2005/10/26/tine-melker-markedet>
- Buskenes, Peder. (2018, mai 30). *Anbefaler økning i forholdstall for kumelk*. Hentet 11 juni 2018 fra: <https://medlem.tine.no/aktuelt/nyheter/Nytt+fra+konsernstyret/anbefaler-%C3%B8kning-i-forholdstallet-for-kumelk>
- Buskoven, Maria Sværi. (2018). *Maria Sværi Buskoven*. Hentet 12. mai 2018 fra: <https://no.linkedin.com/in/maria-sv%C3%A6ri-buskoven-01935a20>
- Busterud, Kjersti. (2012, januar 2). *En stille matrevolusjon for vegetarianerne*. Hentet 30. mars 2018 fra: <https://www.abcnyheter.no/helse-og-livsstil/2012/01/02/143387/en-stille-matrevolusjon-vegetarianerne>
- Byberg, Øystein. (2017, juni 29). *Venter eksplosjon av eldre som kjøper matvarer på nettet*. Hentet 12. april 2018 fra: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Livsstil/2017/06/Venter-eksplosjon-av-eldre-som-kjoeper-matvarer-paa-nettet>

-
- Bøhler, Linn. (2014, juni 1). *Nordmenn drikker mye melk*. Hentet 16. april 2018 fra: <http://www.klartale.no/norge/nordmenn-drikker-mye-melk-1.322233>
- Christensen, Anders R. (2018, februar 7). *Tine bygger gigantmeieri til Jarlsberg i Irland*. Hentet 5. mai 2018 fra: <http://www.nationen.no/naering/tine-bygger-gigantmeieri-til-jarlsberg-i-irland/>
- Dagens Næringsliv. (2005, februar 7). – *Tine-sjefen må gå*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2005/02/07/-tinesjefen-ma-ga>
- Dagens Næringsliv. (2017, februar 17). *Mer antibiotika enn antatt i norsk landbruk*. Hentet 29. mars fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/02/17/0648/Miljo/mer-antibiotika-enn-antatt-i-norsk-landbruk>
- Dagligvarehandelen. (2015, februar 23). *God magefølelse for syrnet melk*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://dagligvarehandelen.no/2015/god-magef%C3%B8lse-syrnet-melk>
- Damodaran, Aswath. (2012). *Investment valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Debio. (2018). *Om Debio*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://debio.no/omdebio/>
- Dream. (2018). *Dream Produkter*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://have-a-dream.eu/nb/dream-produkter/>
- Enova. (2017 november 13). *Tine myser mot lavutslippssamfunnet*. Hentet 31. mars 2018 fra: <http://www.mynewsdesk.com/no/enova-sf/news/tine-myser-mot-lavutslippssamfunnet-275128>
- Enova. (2018). *Rørosmeieriet sparer energi med ny teknologi*. Hentet 31. mars 2018 fra: <https://www.enova.no/bedrift/industri-og-anlegg/historier/rorosmeieriet-sparer-energi-med-ny-teknologi/>
- Firmanett. (2018). *Om Rørosmeieriet AS*. Hentet 12. mai 2018 fra: [http://generator.firmanett.no/\(jyykhgmm03u5p355tmz1er55\)/generator.aspx?PID=175970&M=0](http://generator.firmanett.no/(jyykhgmm03u5p355tmz1er55)/generator.aspx?PID=175970&M=0)
- Fremskrittspartiet. (2018). *Frihandel*. Hentet 9. mai 2018 fra: <https://www.frp.no/tema/markedsokonomi/frihandel>
- Frich, Jørgen. (2005, mai 3). *Q-meieriene doblet melkesalget*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2005/05/03/qmeieriene-doblet-melkesalget>
- FSC. (2018). *FSC certification*. Hentet 7. mai 2018 fra: <https://ic.fsc.org/en/what-is-fsc-certification>
- Gaasland, Ivar. (2017, september 20). *Makten over melken*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://www.bi.no/forskning/business-review/articles/2017/09/makten-over-melken/>
- Grytten, Ola Honningdal og Arngrim Hunnes. (2016). *Krakk og kriser i et historisk persepektiv*. Oslo: Cappelen Damm Akademisk.

-
- Grønlund, Arne og Odd Magne Harstad. (2014). *Klimagasser fra jordbruket*. Hentet 30. mars 2018 fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2473566/Bioforsk-Rapport-2014-09-11.pdf?sequence=2>
- Hanssen, Ole Jørgen, Anne-Grete Haugen, Anne Marie Schrøder og Aina Stensgård. (2015). Hentet 5. mai 2018 fra: <http://matsvinn.no/wp-content/uploads/2017/06/Final-Report-for-the-ForMat-Project.pdf>
- Hekestad, Terje. (2018). *Manipulering av kostnader og røde tall*. Hentet 16. mai 2018 fra: <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/audit/articles/manipulering-av-kostnader.html>
- Healy, Paul M, Krishna G. Palepu, Erik Peek. (2013). *Business analysis and valuation. IFRS edition* (3rd Edition). Hampshire: Cengage Learning.
- Helsedirektoratet. (2017, desember). *Utvikling i norsk kosthold 2017*. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://helsedirektoratet.no/Lists/Publikasjoner/Attachments/1414/Utviklingen-i-norsk-kosthold-2017-IS-2680.pdf>
- Helsedirektoratet. (2018). *Kostråd fra Helsedirektoratet*. . Hentet 18. april 2018 fra: <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ernering/kostrad-fra-helsedirektoratet#7.-la-magre-meieriprodukter-v%C3%A6re-en-del-av-det-daglige-kostholdet>
- Herje, Hans Olav Aas og Jonas Høva. (2017, juni). *Lønnsomhet i AMS-besetninger*. Hentet 30. mars 2018 fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2453119/masterthesis.PDF?sequence=1&isAllowed=y>
- Horecanytt. (2018, april 10). *Gode på bærekraft*. Hentet fra 7. mai 2018: <http://horecanytt.no/gode-p%C3%A5-b%C3%A6rekraft>
- IntoFood. (2018). *IntoFood – klimasmart og sunn mat*. Hentet 5 mai 2018 fra: <http://folkehelsekonferansen.no/bilder/6.-IntoFood-klimasmart-og-sunn-mat.pdf>
- Johnson, Gerry, Kevan Scholes, and Richard Whittington. (2012). *Fundamentals of strategy* (2nd Edition). Edinburg: Pearson.
- Joker. (2018). *Nettbutikk*. Hentet 12. april 2018 fra: <https://nettbutikk.joker.no/>
- Julies Matblogg. (2017, mars 20). *Kjeks og melk*. Hentet 7. mai 2018 fra: <http://juliesmatblogg.no/2017/03/20/kjeks-og-melk/>
- Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. (2014). *Verdivurdering*. Bergen: Vigmostad og Bjørke AS.

Knivsflå, Kjell Henry. (2017). *BUS440/MRR431A Regnskapsanalyse og verdivurdering*. NHH, Bergen. Tilgjengelig med passord fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

[2017] Forelesning 9 – Avkastningskrav.

Knivsflå, Kjell Henry. (2018). *BUS440/MRR431A Regnskapsanalyse og verdivurdering*. NHH, Bergen. Tilgjengelig med passord fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

[2018a] Forelesning 1 – Rekneskapsanalyse og verdivurdering.

[2018b] Forelesning 2 – Strategi, rekneskap og verdi.

[2018c] Forelesning 3 – Rekneskapsanalyse. Ramme og ”trailing”.

[2018d] Forelesning 4 – Omgruppering for analyse.

[2018e] Forelesning 5 – Omgruppering. Balanse og kontantstrøm.

[2018f] Forelesning 6 – Rekneskapbasert måling.

[2018g] Forelesning 7 – Målefeil.

[2018h] Forelesning 8 – Justering av målefeil.

[2018i] Forelesning 9 – Kredittvurdering. Syntetisk rating.

[2018j] Forelesning 10 – Avkastningskrav. Målestokk for rentabilitet.

[2018k] Forelesning 11 – Strategisk rentabilitetsanalyse.

[2018l] Forelesning 12 – Strategisk driftsanalyse.

[2018m] Forelesning 13 – Oppgaver i strategisk rekneskapsanalyse.

[2018n] Forelesning 14 – Framtidsrekneskap. Ramme og driftsinntekter.

[2018o] Forelesning 15 – Framtidsrekneskap. Andre budsjettdriverarar.

[2018p] Forelesning 16 – Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse.

[2018q] Forelesning 17 – Fundamental verdivurdering. Eigenkapitalmetoden.

[2018r] Forelesning 18 – SK-metoden og verdikonvergens.

[2018s] Forelesning 19 – Uvisse i verdiestimatet.

[2018t] Forelesning 20 – Emne i fundamental verdivurdering.

[2018u] Forelesning 21 – Oppgaver i budsjettering og verdsetting.

[2018v] Forelesning 22 – Oppsummering. Eksamen og kursevaluering.

[2018w] Forelesning 23 – Komparativ verdivurdering.

[2018x] Forelesning 24 – Opsjonsbasert. Supplement til fundamental verdivurdering.

Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels fra McKindsey & Company. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (5th edition). New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.

Kristiansen, Jan Erik. (2010a, juni 21). *Når tallene har noe å skjule*. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://www.ssb.no/sosiale-forhold-og-kriminalitet/artikler-og-publikasjoner/naar-tallene-har-noe-aa-skjule>

Kristiansen, Jan Erik. (2010b, mars). *Når tallene har noe å skjule*. Hentet 27. mars 2018 fra: https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/179892/Kristiansen_n%C3%A5r%20tallene%20har%20noe%20%C3%A5%20skjule.pdf?sequence=1

Landbruks- og matdepartementet. (2009, september 20). *Økonomisk, agronomisk – økologisk!* Hentet 5. mai 2018 fra: https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/lmd/vedlegg/brosjyrer_veiledere_rapporter/handlingsplan_økologisk_200109.pdf

Landbruksdirektoratet. (2017a, juli 7). *Prisutjevningsordningen*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/produksjon-og-marked/melk/prisutjevning>

Landbruksdirektoratet. (2017b, juli 6). *Om økologisk landbruk*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/miljo-og-okologisk/økologisk-landbruk/om-okologisk-landbruk#aktuelle-lenker-til-meir-informasjon-om-oekologisk-landbruk>

Landbruksdirektoratet. (2017c, august 6). *Tilskot til utviklingstiltak innan økologisk landbruk*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/miljo-og-okologisk/økologisk-landbruk/tilskudd-til-utviklingstiltak>

Landbruksdirektoratet. (2018a, februar 15). *Markedsrapport 2017*. Hentet 29. mars fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/produksjon-og-marked/frukt-og-gront/marked-og-pris/publikasjoner/markedsrapport-2017>

Landbruksdirektoratet. (2018b, mars 21). *Produksjon og omsetning av økologiske landbruksvarer 2017*. Utgave nr. 9/2018. Hentet 22. april 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/miljo-og-okologisk/økologisk-landbruk/om-okologisk-landbruk/publikasjoner>

Landbruksdirektoratet. (2018c, april 19). *Flere vil kjøpe økologisk mat*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/miljo-og-okologisk/økologisk-landbruk/marknadsovervaking/flere-vil-kj%C3%B8pe-%C3%B8kologisk-mat>

-
- Landbruksdirektoratet. (2018d, mars 20). *Marked og pris – melk*. Hentet 5. mai 2018 fra : <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/produksjon-og-marked/melk/marked-og-pris>
- Landbruksdirektoratet. (2018e, februar 19). *Produksjonstilskudd for økologisk landbruk*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/miljo-og-okologisk/okologisk-landbruk/produksjonstilskudd>
- Landbruksdirektoratet. (2018f, juli 11). *Tilskot mjølk*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/produksjon-og-marked/melk/tilskudd#ansvar-for-riktig-registrering-av-driftssenter>
- Landbruksdirektoratet. (2018g). *Utviklingsprosjekt innan økologisk landbruk*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/miljo-og-okologisk/okologisk-landbruk/okologiske-prosjekter>
- Landbruksdirektoratet. (2018h, februar 15). *Styrker økologisk matproduksjon*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/miljo-og-okologisk/okologisk-landbruk/om-okologisk-landbruk/styrker-okologisk-matproduksjon>
- Landbruksdirektoratet. (2018i). *Om målprissystemet*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.landbruksdirektoratet.no/no/9579/om-m%C3%A5lprissystemet>
- Lokalmat. (2018). *Rørosmat SA*. Hentet fra 7. mai 2018: <https://www.lokalmat.no/no/produsentnettverk/roerosmat>
- Lovdata. (2004, mars 17). *Forskrift om beskyttelse av produktbetegnelse. Økologisk Tjukkmjølk fra Røros som Beskyttet geografisk betegnelse*. Hentet 7. mai 2018 fra: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-02-10-581?q=tjukkmj%C3%B8lk>
- Lovdata. (2016, januar 22). *Forskrift om beskyttelse av Skjørøst fra Røros-traktene som geografisk betegnelse*. Hentet 7. mai 2018 fra: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2016-01-19-39?q=ost>
- Lundanes, Steffen Engelberg og Øyvind Støa Saltermark. (2017). *Netthandel av dagligvarer I Norge*. Hentet 5. april 2018 fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2456698/Foodmaster.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Lynum, Sissel. (2012). *Leverer smør og fløte til stjerne restauranter*. Hentet fra 7. mai 2018: <https://www.adressa.no/nyheter/okonomi/article6570425.ece>
- Lædre, Per Einar. (2013). *Egersund Meieri*. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://www.dalanefolkemuseum.no/leksikon/eigersund-meieri>
- Matmerk. (2018a). *Om sepeisalitet*. Hentet fra 7. mai 2018: <https://www.matmerk.no/no/spesialitet/om-spesialitet>
- Matmerk. (2018b). *De ulike merkene*. Hentet 7. mai 2018 fra: <https://www.matmerk.no/no/beskyttede-betegnelser/for-bransjen/de-ulike-merkene>

-
- Matmerk. (2018c). *Godkjente produkter*. Hentet 7. mai 2018 fra:
<https://www.matmerk.no/no/spesialitet/spesialitet-godkjente-produkter>
- Mattilsynet. (2012, mai 29). *Dyrevelferd*. Hentet 30. mars fra:
https://www.mattilsynet.no/dyr_og_dyrehold/dyrevelferd/
- Mattilsynet. (2013, januar 31). *Økologisk*. Hentet 5. mai 2018 fra:
https://www.mattilsynet.no/planter_og_dyrking/okologisk/
- Mattilsynet. (2018, januar 9). *Forslag til endringer i regler for økologisk produksjon*. Hentet 5. mai 2018 fra:
https://www.mattilsynet.no/planter_og_dyrking/okologisk/landbruk/forslag_til_endringer_i_regler_for_okologisk_produksjon.29049
- MiA Museumstjenesten. (2018). *Meieriarkiver – et av MiAs fokusområder*. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://mia.no/museumstjenesten/meieriarkiver-et-av-mias-fokusomrader>
- Mikalsen, Knut-Erik og Marita E. Valvik. (2016, februar 10). *Matkrigen på net tar av og gir lavere priser*. Hentet 12. april fra:
<https://www.aftenposten.no/okonomi/i/kR3X/Matkrigen-pa-nett-tar-av-og-gir-lavere-priser>
- Miljødirektoratet. (2017a, februar 2). *Klimagassutslipp fra jordbruk*. Hentet 30. mars 2018 fra: <http://www.miljostatus.no/tema/klima/norske-klimagassutslipp/klimagassutslipp-jordbruk/>
- Miljødirektoratet. (2017b, desember 21). *Metan (CH₄)*. Hentet 30. mars 2018 fra:
<http://www.miljostatus.no/tema/klima/norske-klimagassutslipp/metan-utslipp/>
- Miljødirektoratet. (2018a, januar 2). *Lystgass (N₂O)*. Hentet 30. mars 2018 fra:
<http://www.miljostatus.no/tema/klima/norske-klimagassutslipp/lystgass-utslipp/?id=15742>
- Miljødirektoratet. (2018b, januar 3). *Klimagassutslipp fra transport*. Hentet 30. mars 2018 fra: <http://www.miljostatus.no/tema/klima/norske-klimagassutslipp/utslipp-av-klimagasser-fra-transport/>
- Molthe, Reidar. (2017, august 11). *Modest Growth*. Hentet 5. april 2018 fra:
<https://www.nhh.no/research-centres/food/food-news/2017/august/modest-growth/>
- Morningstar. (2018). *Morningstar*. Hentet 26. mai 2018 fra: <http://www.morningstar.no/no/>
- Myhrvold-Hanssen, Thomas L. (2004, august 10). *Taper millioner på meierireguleringer*. Hentet 9. mai 2018 fra: <https://forskning.no/mat-landbruk-samfunnsokonomi-stub/2008/02/taper-millioner-pa-meierireguleringer>
- Nationen. (2018, februar 19). *Tine på jakt etter tapte markedsandeler*. Hentet 28. mars 2018 fra: <http://www.nationen.no/naering/tine-pa-jakt-etter-tapte-markedsandeler/>

-
- Navaresete, Ole og Brede Selseng (2008). *Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing av Synnøve Finden*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/168157/navarsete%202008.pdf?sequence=1>
- NIBIO. (2009, juni 15). *Ord og uttrykk – gjødslingsterminologi*. Hentet 19. juni 2018 fra: http://www.bioforsk.no/ikbViewer/page/prosjekt/tema?p_dimension_id=19190&p_menu_id=19211&p_sub_id=19191&p_dim2=19614
- Norges Bank. (2018). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 9. juni 2018 fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- NorgesGruppen. (2015, september 10). *Storsatsing på økologisk melk*. Hentet 5. mai 2018 fra: <http://www.norgesgruppen.no/presse/nyhetsarkiv/aktuelt/storsatsing-pa-okologisk-melk/>
- NorgesGruppen. (2016, februar 26). *Rørosmeieriet ny leverandør av økologisk melk og rømme*. Hentet 5. mai 2018 fra: <http://www.norgesgruppen.no/presse/siste-nytt-fra-kjedene/rorosmeieriet-ny-leverandor-av-okologisk-melk-og-romme/>
- Norsk Landbrukssamvirke. (2017, juni 11). *Nye handelsavtaler står i kø – Stadig mer import av mat er en trussel for norsk landbruk*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://www.landbruk.no/internasjonalt/stadig-import-mat-trussel-norsk-landbruk/>
- Orkla. (2018). *Årsrapport 2016*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://aarsrapport2016.orkla.no/assets/orkla/pdfs/no/Orkla%20%C3%85rsrapport%202016.pdf>
- Oslo Børs. (2018). *Oslo Børs*. Hentet 26. mai 2018 fra: <https://www.oslobors.no/>
- Penman, Stephen H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill Education.
- Peterson, Lilli Maria og Vilde Bjørke Wergeland, (2016). *Strategisk regnskapsanalyse av Norwegian Air Shuttle ASA*. Hentet 7. mai 2018 fra: https://brage.bibsys.no/xmlui/discover?field=author&filtertype=author&filter_relational_operator>equals&filter=Wergeland%2C+Vilde+Bj%C3%B8rke
- Porter, Michal E. (1979). *How competitive forces shape strategy*. Harvard Business Review.
- Proff. (2018a). *Tine SA*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.proff.no/regnskap/tine-sa/oslo/n%C3%A6ringsmidler/Z0I3KEM4/>
- Proff. (2018b). *Q-meieriene AS*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.proff.no/regnskap/q-meieriene-as/nestun/n%C3%A6ringsmidler/Z0I4KZNH/>
- Proff. (2018c). *Rørosmeieriet AS*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.proff.no/regnskap/r%C3%B8rosmeieriet-as/r%C3%B8ros/meierier/PN4836678I1352/>

-
- PwC. (2016, desember). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 24. mai 2018 fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>
- Q-meieriene. (2018a). *Historien om Q*. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Om-QMeieriene/Historien-om-Q>
- Q-meieriene. (2018b). *Sukkerkampen*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Ernaering/Sukkerkampen>
- Q-meieriene. (2018c). *Produkter*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Produkter>
- Q-meieriene. (2018d). *Samfunnsansvar*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Om-QMeieriene/Samfunnsansvar>
- Q-meieriene. (2018e). *253 369 trykket på matsvinnknappen*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Nyheter/253-369-trykket-paa-matsvinnknappen>
- Q-meieriene. (2018f). *Q tar kampen mot matsvinn*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Nyheter/Q-tar-kampen-mot-matsvinn>
- Q-meieriene. (2018g). *Ut av best-før-tvang?* Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Nyheter/Ut-av-bestfoertvangen>
- Q-meieriene. (2018h). *Sukkerkampen*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Nyheter/Hva-sier-ekspertene>
- Q-meieriene. (2018i). *Våre verdier*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Om-QMeieriene/Vaare-verdier>
- Q-meieriene. (2018j). *Min Q-idé*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Min-Qide>
- Q-meieriene. (2018k). *Q til tops*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.q-meieriene.no/Nyheter/Q-til-topps>
- Rema 1000. (2018). *Økologiske meieriprodukter fra Tine*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://secure.r-test.fpartners.no:50443/artikler/ansvar/okologi/okologiske-meieriprodukter-fra-tine/>
- Regjeringen. (2015, mai 29). *Slutt på eksportsubsidier*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/slutt-pa-eksportsubsidier/id2414005/>
- Regjeringen. (2017a, juni 23). *Avtale om å redusere matsvinn*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/avtale-om-a-redusere-matsvinn/id2558931/>
- Regjeringen. (2017b, oktober 23). *Flere land reduserer bruk av antibiotika i matproduksjonen*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/flere-land-reduserer-bruk-av-antibiotika-i-matproduksjonen/id2576522/>

-
- Regjeringen. (2017c, oktober 12). *Skattesatser 2018*. Hentet 9. juni 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>
- Regjeringen. (2018). *Prop. 115 S (2016-2017)*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-115-s-20162017/id2549547/sec4>
- Roll-Hansen, Hege. (2015, November 25). *Mjølke og modernisering*. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://www.norghistorie.no/industrialisering-og-demokrati/artikler/1527-mjolk-og-modernisering.html>
- Rørosmat. (2018). *Om rørosmat SA*. Hentet 12. mai 2018 fra: <https://rorosmat.no/om-oss/>
- Rørosmeieriet. (2018a). *Om Rørosmeieriet*. Hentet 27. mars 2018 fra: <http://rorosmeieriet.no/om-rorosmeieriet/>
- Rørosmeieriet. (2018b). *Terroir og råvare*. Hentet 29. mars 2018 fra: <http://rorosmeieriet.no/terroir-og-ravare/>
- Rørosmeieriet. (2018c). *Nyhet, gårdsmjølke fra Røros*. Hentet fra 7. mai 2018: <http://rorosmeieriet.no/nyhet-gardsmjolk-roros/>
- Rørosmeieriet. (2018d). *FAQ*. Hentet fra 7. mai 2018: <http://rorosmeieriet.no/faq/>
- Rørosmeieriet. (2018e). *Nyhet! Økologisk softis fra Hennig-Olsen*. Hentet fra 7. mai 2018: <http://rorosmeieriet.no/nyhet-okologisk-softis/>
- Rørosmeieriet. (2018f). *Salgssted*. Hentet 7. mai 2018 fra: <http://rorosmeieriet.no/salgssted/>
- Rørosmeieriet. (2018g). *I takt med naturen*. Hentet 7. mai 2018 fra: <https://itaktmednaturen.com/>
- Rørosmeieriet. (2018h). *I takt med naturen*. Hentet 7. mai 2018 fra: <http://rorosmeieriet.no/produkter/>
- Rørosmeieriet. (2018i). *Mer tjukk mjølke til folket*. Hentet 7. mai 2018 fra: <http://rorosmeieriet.no/mer-tjukkmjolk-til-folket/>
- Schanche, Tor Emil og Sidsel Vik. (2016, februar 12). *Dette skal sikre arbeidsplasser i landbrukskommunen i øst*. Hentet 30. mars 2018 fra: <https://www.nrk.no/finnmark/dette-skal-sikre-arbeidsplasser-i-landbrukskommunen-i-ost-1.12800001>
- Senterpartiet. (2018). *Importvern sikrer norske arbeidsplasser og trygg norsk mat*. Hentet 9. mai 2018 fra: <https://www.senterpartiet.no/politikk/politisk-sak/ostetollen>
- Solem, Lars Kristian. (2018, februar 14). *Spilt melk gir sure tall – Tine Myser på nye produkter*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/2018/02/14/1838/Industri/spilt-melk-gir-sure-tall-tine-myser-pa-nye-produkter>

-
- Steen, Frode og Simen Aardal Ulsaker. (2017, September 25). *Mat på nett uten oppskrift*. Hentet 5. april 2018 fra: <https://www.nhh.no/nhh-bulletin/artikkelarkiv/2017/september2/mat-pa-nett-uten-oppskrift/>
- Synnøve Finden. (2018a). *Historien*. Hentet 27. mars 2018 fra: <http://www.synnove.no/omsynnove/om-selskapet/historien>
- Synnøve Finden. (2018b). *Synnøve Finden i dag*. Hentet 28. mars 2018 fra: <http://www.synnove.no/omsynnove/om-selskapet/synn%C3%B8ve-finden-as>
- Synnøve Finden. (2018c). *Go' Vegan*. Hentet 30. mars 2018 fra: <http://www.synnove.no/produkter/go-vegan>
- Synnøve Finden. (2018d). *Produkter*. Hentet 16. april 2018 fra: <http://www.synnove.no/produkter>
- Telle, Ingvild. (2015, oktober 14). *Meieriet mot strømmen*. Hentet 5. mai 2018 fra: <https://www.matmerk.no/no/spesialitet/aktuelt/meieriet-mot-stroemmen>
- Tine. (2008, mars 12). *Rapport om nytt meieri på Jæren*. Hentet 31. mars 2018 fra: <https://news.cision.com/no/tine-ba/r/rapport-om-nytt-meieri-pa-jaeren,c337851>
- Tine. (2018a). *Årsrapport 2005*. Hentet 28. mars 2018 fra: https://www.tine.no/forside/_attachment/8965?true&_ts=109f3baded9
- Tine. (2018b). *TINEs historikk*. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://www.tine.no/om-tine/organisasjonen/tines-historikk>
- Tine. (2018c). *Samfunnsaktøren*. Hentet 28. mars 2018 fra: <https://www.tine.no/om-tine/samfunnsakt%C3%B8ren/artikler/sukker>
- Tine. (2018d). *Melkeveien*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://arsrapport.tine.no/om-tine/melkeveien>
- Tine. (2018e). *Med blikket rettet framover*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://arsrapport.tine.no/om-tine/hilsen-fra-konsernsjefen>
- Tine. (2018f). *Statistikk*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://arsrapport.tine.no/resultater/statistikk>
- Tine. (2018g). *Datterselskap*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://arsrapport.tine.no/om-tine/datterselskaper>
- Tine. (2018h). *Produkter*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.tine.no/produkter>
- Tine. (2018i). *Balanserapporten 2017*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.tine.no/presenterom/om-tine-gruppa/tine-gruppa-%C3%A5rsrapporter>
- Tine. (2018j). *Årsrapport 2017*. Hentet 16. april 2018 fra: https://medlem.tine.no/praktisk-informasjon/eierdemokrati/aarsrapport/_attachment/428314?_ts=1619465b603

-
- Tine. (2018k). *Rollen som markedsregulator*. Hentet 16. april 2018 fra: <https://www.tine.no/markedsregulator>
- Tine. (2018l). *Gamalost fra Vik*. Hentet 7. mai 2018 fra: <https://www.tine.no/merkevarer/norsk-tradisjonsost/produkter/gamalost-fr%C3%A5-vik>
- Tine. (2018m). *Tine og Rema 1000 går det enklere å velge økologisk*. Hentet 9. mai 2018 fra: https://www.tine.no/presserom/nyhetsarkiv/tine-og-rema-1000-gj%C3%B8r-det-enklere-%C3%A5-velge-%C3%B8kologisk?gclid=Cj0KCQjwttbWBRDyARIsAN8zhbLd4_C_MMvy-EPO9E9jW-ivG1ta6j53vxIqOahMzrVhfa6MiGgwYhkaAkIsEALw_wcB
- Tobiassen, Markus. (2017, desember 4). *Trine (53) er Menys nye våpen I kampen om netthandel av mat*. Hentet 5. april 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/12/04/2001/Handel/trine-53-er-menys-nye-vapen-i-kampen-om-netthandel-av-mat>
- Trines Matblogg. (2018a). *Vegetarlasagne med aubergine og paprika*. Hentet 5. april 2018 fra: <https://trinesmatblogg.no/recipe/vegetarlasagne-med-aubergine-og-paprika/>
- Trines Matblogg. (2018b). *Lag handleliste*. Hentet 5. april 2018 fra: <https://trinesmatblogg.no/my-shopping-list/>
- Valvik, Marita E. (2017, oktober 19). *Kolonial.no mener at prisregulering på mat kan gi lavere priser og bedre utvalg*. Hentet 12. april 2018 fra: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/B57ng/Kolonialno-mener-prisregulering-pa-mat-kan-gi-lavere-priser-og-bedre-utvalg>
- Vermes, Thomas. (2017, mai 8). *Osteimporten har økt med 89 prosent siden tollen ble skjerpet*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://www.abcnyheter.no/penger/makrookonomi/2017/05/07/195300858/osteimport-har-okt-med-89-prosent-siden-tollen-ble-skjerpet>
- Veterinærinstituttet. (2018). *Overvåkningsprogram for antibiotikaresistens*. Hentet 29. mars 2018 fra: <https://www.vetinst.no/overvaking/antibiotikaresistens-norm-vet>
- Virke. (2018). *Dagligvarehandelen 2017*. Hentet 12. april 2018 fra: <https://www.virke.no/tjenester/rapporter-analyse/rapporter/dagligvarehandelen-2017/>