

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, høsten 2005

Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Regnskap og økonomisk styring
Veileder: Førsteamanuensis Jøril Mæland

STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE OG VERDSETTELSE AV HJELLEGJERDE ASA

av
Renate Jensen og Kjersti Lerfaldet

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

Sammendrag

Formålet med denne utredningen har vært å finne et anslag på verdien av Hjellegjerde ved hjelp av en fundamental verdsettelsesmodell. Verdsettelsen er basert på ekstern informasjon og den kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom siviløkonomstudiet.

Utredningen er delt inn i sju kapitler. I første kapittel gir vi en disposisjon over utredningen. Det andre kapitlet inneholder en presentasjon av Hjellegjerde, og kapittel tre omfatter en strategisk analyse, det vil si både en eksternanalyse og en internanalyse. Regnskapsanalysen i kapittel fire består av omgruppering, analyse og justering av målefeil og forholdstallsanalyse. Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen utarbeider vi et fremtidsregnskap. I kapittel seks benytter vi fundamental verdsettelse til å komme frem til et verdiestimat på Hjellegjerdeaksjen. Estimater er usikkert og kapitlet består derfor også av sensitivitetsanalyse. Vi avslutter oppgaven med kapittel sju, hvor vi oppsummerer og konkluderer.

Forord

I denne utredningen har vi lagt hovedvekt på kunnskap vi har tilegnet oss fra fagene Strategisk regnskapsanalyse (BUS424), Regnskapsanalyse og verdsettelse (BUS425) og Foretaksstrategi og -etikk (STR210) ved Norges Handelshøyskole. Arbeidet har vært en utfordrende og lærerik prosess og det har vært interessant å se hvordan teorien fungerer i praksis. I tillegg har vi fått en større forståelse for sammenhengen mellom strategi og regnskapstall.

Oppgaven bygger på offentlig tilgjengelig informasjon fra hovedsaklig artikler på internett, årsrapporter, kvartalsrapporter og også annen informasjon fra Hjellegjerde sin hjemmeside. Dette innebærer at ikke all informasjon nødvendigvis er objektiv, noe som kan gi visse svakheter i informasjonsgrunnlaget.

Regnskapsanalysen bygger på tall til og med 2. kvartal 2005. 3. kvartalsrapporten ble offentliggjort først ved slutten av arbeidet med utredningen, og vi har derfor valgt å ikke innarbeide disse tallene i oppgaven.

Vi vil takke vår faglige veileder Jøril Mæland for konstruktive og gode tilbakemeldinger underveis i arbeidet.

Bergen, 12.12.05

Renate Jensen

Kjersti Lurfaldet

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	6
2. Presentasjon av Hjellegjerde.....	7
2.1 Historikk.....	7
2.2 Virksomheten i dag	8
2.2.1 Produktgruppene	8
3. Strategisk analyse.....	10
3.1 Rammeverk for strategisk analyse	10
3.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	10
3.2.1 Valg av modell	10
3.2.2 Analyse.....	11
3.2.2.1 Rivalisering mellom etablerte bedrifter.....	11
3.2.2.2 Kundernes forhandlingsmakt.....	14
3.2.2.3 Leverandørens forhandlingsmakt	14
3.2.2.4 Substitutter	15
3.2.2.5 Potensielle inntrengere	15
3.3 Intern ressursbasert analyse.....	16
3.3.1 KIKK.....	16
3.3.2 SVIMA – analyse	19
3.4 Oppsummering av strategisk analyse.....	23
4. Regnskapsanalyse.....	24
4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	24
4.2 Forberedelse til regnskapsanalyse	25
4.2.1 ”Trailing” årsregnskap	25
4.3 Omgruppering for investororientert analyse	26
4.4 Målefeil	31
4.4.1 Teori	31
4.4.2 Justering av målefeil for Hjellegjerde	33
4.5 Forholdstallsanalyse	34
4.5.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	34
4.5.2 Tidsvekting.....	35
4.5.3 Analyse av selskapsspesifikk risiko	35
4.5.3.1 Analyse av likviditet.....	36

4.5.3.2	Analyse av soliditet	37
4.5.3.3	Syntetisk rating.....	38
4.5.4	Analyse av lønnsomhet og vekst.....	39
4.5.4.1	Analyse av avkastningskrav	39
4.5.4.2	Analyse av lønnsomhet	44
4.5.4.3	Analyse av vekst.....	49
4.6	Innsikt fra regnskapsanalysen	51
5.	Fremtidsregnskap.....	52
5.1	Valg av budsjettthorisont.....	52
5.2	Budsjettering til budsjettthorisonten	52
5.3	Krav til avkastning over budsjettthorisonten.....	56
5.4	Fremskriving av krav og verdidrivere etter budsjettthorisonten	61
6.	Verdsettelse	62
6.1	Verdsettelsesteknikker	62
6.1.1	Komparativ verdsettelse	62
6.1.2	Opsjonsbasert verdsettelse	62
6.1.3	Fundamental verdsettelse	63
6.1.3.1	Egenkapitalmetoden	63
6.1.3.2	Totalkapitalmetoden.....	64
6.1.4	Valg av verdsettelsesteknikk og -metode.....	65
6.2	Verdiestimat på Hjellegjerde.....	66
6.3	Sensitivitetsanalyse	68
7.	Oppsummering og konklusjon – handling.....	72
	Litteraturliste.....	73
	Vedlegg	75
Vedlegg 1:	Trailing resultatregnskap	75
Vedlegg 2:	Hovedtall fra finansregnskapet 1998 – 2005T	76
Vedlegg 3:	Endring i egenkapital etter omgruppering	78
Vedlegg 4:	Beregninger til netto finansielt gjeldskrav.....	79
Vedlegg 5:	Forkortelser.....	80

1. Innledning

Vi skal i denne oppgaven foreta verdsettelse av Hjellegjerde ASA. For å komme frem til en verdi på egenkapitalen og deretter et verdiestimat på Hjellegjerdeaksjen, må vi først utføre strategisk regnskapsanalyse og videre utarbeide fremtidsregnskap.

Vi begynner med en kort presentasjon av bedriften og fortsetter med en strategisk analyse. Den strategiske analysen omfatter en eksternanalyse av konkurranseforholdene i bransjen Hjellegjerde opererer i, samt en internanalyse av bedriftens ressurser. Neste steg på veien er å foreta en regnskapsanalyse, hvor målet er å kartlegge bedriftens utvikling og situasjonen i dag i forhold til lønnsomhet og risiko. Denne informasjonen vil vi relatere til den strategiske analysen, og utnytte når vi skal lage fremtidsregnskapet som ligger til grunn for verdsettelsen.

Etter å ha utarbeidet et fremtidsregnskap vil vi foreta selve verdsettelsen av Hjellegjerde. Deretter gjennomfører vi sensitivitetsanalyse for å se hvor følsomt verdiestimatet er for endringer i kritiske budsjett- og verdidrivere. Dette vil gi en forståelse av at verdsettelse ikke er noen eksakt vitenskap, men beror på en rekke skjønsmessige vurderinger.

Vi avslutter med en oppsummering og trekker til slutt en konklusjon om anbefalt handling for potensielle og nåværende investorer.

2. Presentasjon av Hjellegjerde¹

2.1 Historikk

Historien om Hjellegjerde begynte i 1941, da selskapet ble stiftet av brødrene Mindor og Otto Hjellegjerde. De startet opp selskapet i et lite kjellerlokale i hjemstedskommunen Sykkylven på Sunnmøre. I starten besto virksomheten utelukkende av stopping og trekking av møbler, og selve treverket og treforedlingstjenester ble kjøpt fra lokale snekkere. En tredje bror, Ingvald, startet selskapets første trearbeidingsdivisjon i 1946.

Omsetningen passerte en million kroner for første gang i 1950, og den fortsatte å øke jevnt i årene deretter. I perioden fra 1970-1980 mangedoblet omsetningen seg fra 5,7 til 100 millioner. På midten av 1980-tallet startet de eksportsatsingen, og ved inngangen til neste tiår var eksportandelen nær 20 %.

Hjellegjerde har siden 1997 vært notert på Oslo Børs. I den forbindelse ble familien Hjellegjerdens eierandel redusert til ca. 40 %.

I 1998 kjøpte Hjellegjerde Hove Møbler AS i Stordal, og inkludert i dette oppkjøpet var en produksjonsenhet i Bangkok, Thailand. Virksomheten i Asia ble utvidet i 2000 gjennom etableringen av en ny fabrikk i Thailand for produksjon av hvilestoler. Mot slutten av 2001 ble både Modi Skandinavia AS i Stordal og Tynes Møbler AS i Sykkylven kjøpt opp av Hjellegjerde.

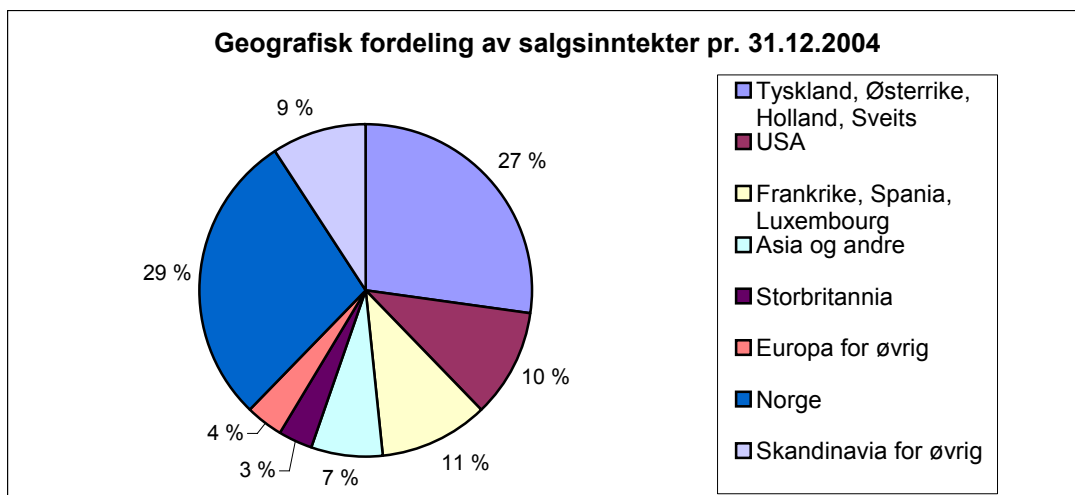
For å bedre lønnsomheten og styrke konkurransevnen, ble produksjonen av produktgruppen Relaxers flyttet fra Hove Møbler til Litauen i mars 2002. På grunn av selskapets økte satsing på produksjon utenfor Norge, valgte de å flytte produksjonen av Hjellegjerde® collection til anlegget i Litauen. Samtidig ble hele produksjonen av Scansit® overtatt av anlegget i Thailand.

I løpet av det siste året har fabrikken i Sykkylven blitt ytterligere spesialisert for å produsere Northern Comfort® gjennom blant annet nytt moderne lakk-og beisanlegg og nye metoder for pakking og distribusjon.

¹ www.hjellegjerde.no

2.2 Virksomheten i dag

Hjellegerde ASA er en ledende kvalitetsprodusent av stoppmøbler, og leverer hvilestoler og sofagrupper både til det innenlandske og utenlandske møbelmarkedet. De har som mål å dekke den kvalitetsbevisste forbrukers behov for funksjonelle, komfortable og designriktige sittemøbler med en skandinavisk forankring. Den årlige omsetningen er på rundt 450 millioner kroner, og selskapet har rundt 570 ansatte totalt. Administrerende direktør er Eldar Eilertsen. Hovedfabrikken ligger i Sykkylven, og er den største produksjonsenheten i konsernet. I tillegg har selskapet produksjonsanlegg beliggende i Stordal, Rayong (Thailand) og Panevezys (Litauen). Hjellegerde har spesialisert de fire produksjonsanleggene sine slik at hver enhet fokuserer på en av de fire produktgruppene som selskapet selger. Det er etablert egne salgsorganisasjoner for de viktigste markedsområdene – Skandinavia, Sentral-Europa og USA. Eksportandelen var 71 % i 2004, og figur 1 illustrerer hvordan den totale omsetningen fordeler seg på de ulike geografiske markedene.



Figur 1- Geografisk fordeling av salgsinntekter

2.2.1 Produktgruppene

Virksomheten i Hjellegerde er delt inn i fire produktområder:

Northern Comfort®

Hvilestoler og tilhørende funksjonssofa rettet mot det mer design- og kvalitetsbevisste kundesegmentet. I denne kolleksjonen inngår modeller fra middels prisklasse til mer eksklusive stoler. Modellene er konseptuelt utformet, og kombinerer behovet for komfort og funksjonalitet. Produksjonen av Northern Comfort® finner sted i Sykkylven.

Hjellegerde® collection

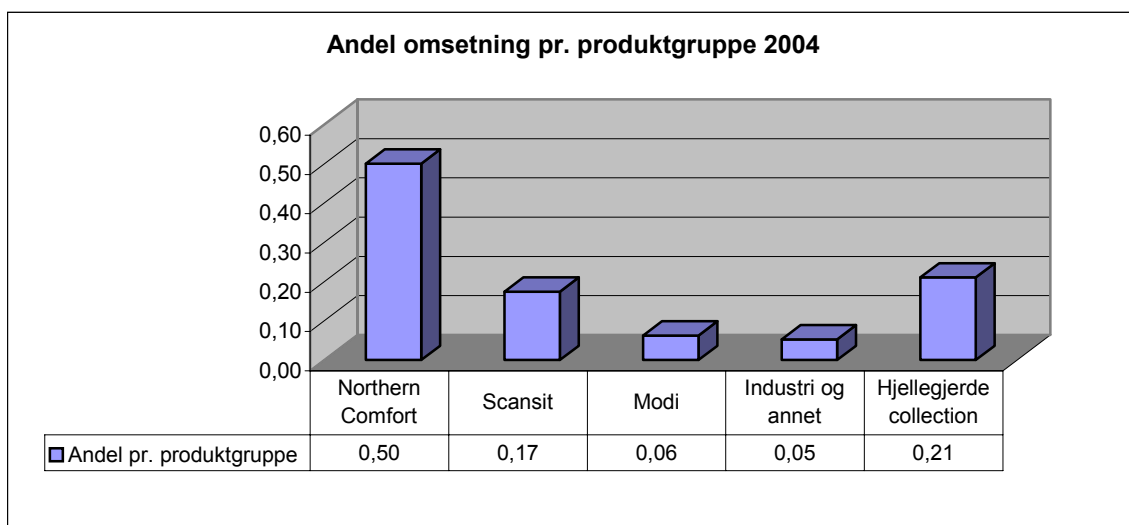
Sofaene som inngår i denne kolleksjonen spenner fra moderne og overstoppede møbler til mer klassiske og tidløse modeller. Sofagruppene blir vanligvis presentert under sine konseptnavn Living, Time, Classic, Mantovani og Relaxer. De er utviklet med vekt på kvalitet, komfort og skandinavisk karakter. Konseptene har en modulstruktur, og kundene kan dermed velge ulike møbleringsvarianter som tilfredsstiller individuelle behov og ønsker. Hjellegerde® collection er spesielt innrettet mot de nordiske markedene, og vil bli utviklet og tilpasset Northern Comfort®-kolleksjonen. Produksjonen foregår ved produksjonsenheten i Litauen.

Modi®

Dette er en kolleksjon av hvilestoler utformet av noen av Norges fremste designere. Stolene har et innovativt, moderne og internasjonalt uttrykk. Sentralt for Modi®-kolleksjonen står prinsipper om kroppstilpasset bevegelse, det vil si at stolen følger og støtter kroppens naturlige bevegelsesmønster. Gjennomføringen av disse prinsippene gir gode ergonomiske løsninger, høy funksjonalitet og komfort. Modi® er en av produktgruppene som inngår i Hjellegerdes internasjonale satsing. Produksjonen foregår i Stordal.

Scansit®

Hvilestolene og funksjonssofaene som inngår i denne kolleksjonen, er rettet inn mot det mer prisbevisste segmentet, og er utformet med tanke på at kunden skal oppleve at produktene gir mye for pengene. Scansit® sin konkurranseevne er styrket ved at hele produksjonen nå foregår i Thailand.



Figur 2- Andel omsetning pr. produktgruppe 2004

3. Strategisk analyse

3.1 Rammeverk for strategisk analyse

Strategisk analyse er en kvalitativ analyseteknikk for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold. Formålet med den strategiske analysen er å kartlegge om bedriften eventuelt har en midlertidig eller varig strategisk fordel. Dette kan videre påvirke budsjettdriverne i fremtidsregnskapet og dermed verdsettelse av egenkapitalen. Bedriften har en strategisk fordel når den kan generere egenkapitalrentabilitet utover kravet.

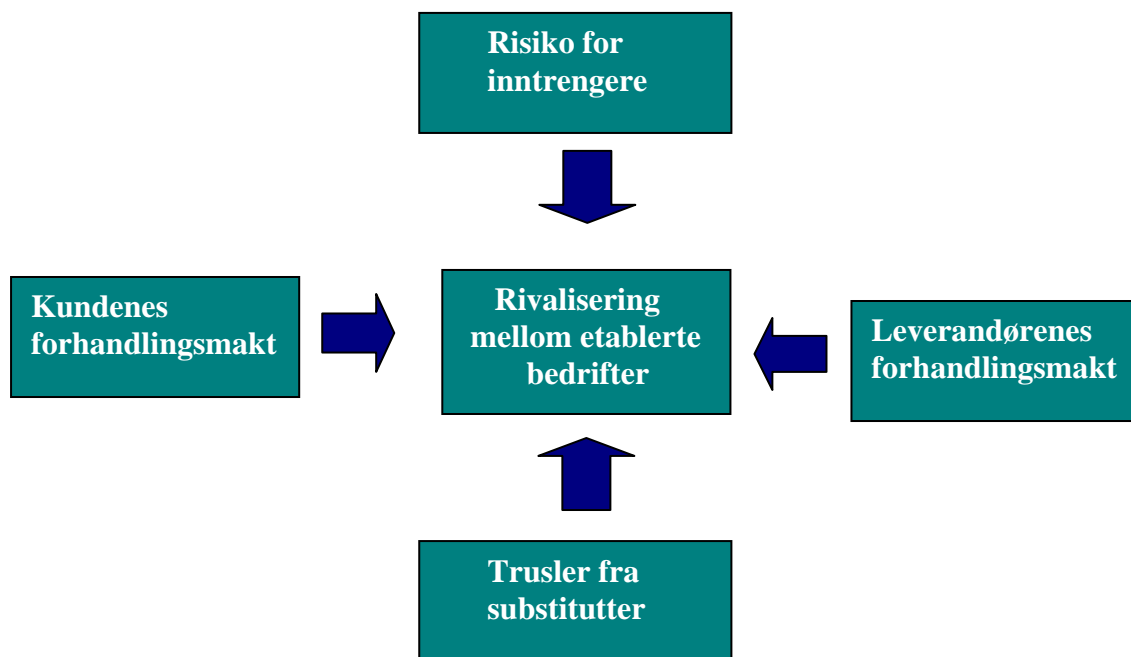
Analysen vil bli todelt. I eksternanalysen vil vi se på hvordan de ulike konkurranseforholdene Hjellegjerde opererer innenfor påvirker lønnsomheten i møbelbransjen. I internanalysen undersøker vi hvilke strategiske ressurser bedriften er i besittelse av og som kan danne grunnlag for konkurransefortrinn.

3.2 Ekstern bransjeorientert analyse

3.2.1 Valg av modell

For å kartlegge lønnsomheten i møbelbransjen velger vi å bruke Michael Porters (1980) Five Forces- modell.² Dette er den mest brukte og mest anerkjente modellen for å analysere konkurransekraftene i en bransje.

² Porter – Competitive Strategy



Figur 3- Porters Five Forces-modell

Modellen fokuserer på hvordan de fem ulike konkurransekraftene påvirker lønnsomheten i en bransje. I følge Porter kan en sterk konkurransekraft betraktes som en trussel fordi den undergraver lønnsomhetspotensialet. Bedriftene får begrensede muligheter til å øke prisene og dermed begrenses også profitten. En svak konkurransekraft kan utnyttes til å øke profitten.³ Hvor sterk hver av kreftene er, forandrer seg i takt med utviklingen i bransjen og samfunnet generelt. Vi vil videre ta for oss hver av de fem konkurransekraftene.

3.2.2 Analyse

3.2.2.1 Rivalisering mellom etablerte bedrifter

Først vil vi se nærmere på selve konkurransen mellom aktørene i møbelbransjen. Dersom det er lav grad av rivalisering i bransjen vil det gi gode muligheter for bedriftene til å øke priser og profitt. Med høy grad av rivalisering begrenses disse mulighetene og man kan risikere priskonkurranse.

Møbelbransjen består i hovedsak av små og mellomstore familieeide bedrifter, men det finnes også noen større bedrifter som dominerer med sine høye markedsandeler, blant andre Ekornes og Hjellegjerde. De siste fem årene har også flere mindre aktører blitt overtatt av de større

³ Hill/Jones, 2004

møbelprodusentene. Hjellegjerde har blant annet kjøpt opp Modi Skandinavia AS i Stordal og Tynes Møbler AS i Sykkylven.

Rundt 70 % av norsk møbelproduksjon⁴ og litt over en tredjedel av industrien⁵ er lokalisert på Sunnmøre. Denne konsentrasjonen av bedrifter på samme sted kan tyde på at møbelbedriftene i dette området søker å utnytte fordelene ved en såkalt næringsklynge. Hvis en bransje har etablert en sterk konkurransemessig stilling kan eksterne virkninger virke selvforsterkende på bransjens konkurranseevne. Dette blant annet ved overføring av kunnskap både mellom personer og mellom bedrifter. For eksempel vil en arbeidstagers skifte av jobb innen samme næring eller tilknyttet næring bidra til å spre kunnskap innen næringen. Videre vil den sterke stillingen til bransjen kunne gi et marked for spesialisert arbeidskraft og spesialiserte leverandører, som igjen kan styrke konkurranseposisjonen til bransjen.⁶

For å få den innsikt vi er på jakt etter ved analyse av de konkurranseforholdene Hjellegjerde står overfor, er det viktig å avgrense i forhold til hvem som er de mest relevante konkurrentene. Hjellegjerde befinner seg i mellomprissegmentet, og skal dekke den kvalitetsbevisste forbrukers behov for funksjonelle, komfortable og designriktige sittemøbler med en skandinavisk forankring.⁷ Hjellegjerde treffer dermed et bredt publikum, med unntak av de mest prisbevisste og de mest designbevisste.

Det vil være naturlig å se på de aktørene som posisjonerer seg mot det samme segmentet som Hjellegjerde, og de største konkurrentene på hjemmemarkedet vil derfor først og fremst være store bedrifter som Ekornes, Brunstad og Stordal. Det er imidlertid viktig å være seg bevisst at mange også vil vurdere produkter fra bedrifter som opererer i lavprissegmentet, som for eksempel IKEA og Bolia, opp mot Hjellegjerde sine dyrere produkter når de står overfor et eventuelt kjøp.

Som store deler av norsk møbelindustri fikk også Hjellegjerde oppleve hvordan konkurranseevnen sank på slutten av 90-tallet. En kronekurs som fløy i været etter tusenårsskiftet i kombinasjon med et høyt norsk lønnsnivå, var nesten spikeren i kista for det eksportrettede selskapet. Noe måtte gjøres, og Hjellegjerde hadde ikke eksistert i dag dersom

⁴ www.aftenposten.no

⁵ www.aftenposten.no

⁶ <http://odin.dep.no>

⁷ <http://infoside.no/hjellegjerde>

de ikke hadde satset utenfor Norge. Nå befinner nærmere halvparten av arbeidsstokken seg i lavkostland, ved selskapets fabrikker i Thailand og Litauen. I Litauen er lønnskostnadene ned mot en tidel av norske lønninger og i Thailand er de enda lavere.⁸

En av grunnene til at en del bedrifter velger å satse internasjonalt, er trolig at hjemmemarkedet blir for lite til å danne grunnlag for standardisert produksjon.⁹ Konkurransen på hjemmemarkedet er hard og preges av den sterke kjededannelsen.¹⁰ Det finnes bare noen få internasjonale merkenavn innen møbelindustrien, og på utemarkedet konkurrerer de norske bedriftene derfor med mange små, lokale aktører. De norske møbelprodusentene konkurrerer i tillegg med hverandre på de internasjonale markedene. Internasjonalt har konkurransesituasjonen i Hjellegjerde sine markedssegmenter blitt hardere de siste årene. Nye aktører kommer inn i Hjellegjerde sin kategori og øker konkurransen ytterligere med press på både priser og betingelser. Bedriften har likevel opprettholdt og styrket sin posisjon i de viktigste markedene innenfor sine segmenter.¹¹

Kopiering av andres suksessfulle modeller og markedstiltak har vært svært utbredt i møbelbransjen. Flere produsenter både i innland og utland har prøvd å kopiere blant andre Ekornes og Hjellegjerde på alt fra produktutseende og funksjonalitet, og helt ned til utseende og farge på klærne til fotomodellene som brukes i markedsføringen. Dersom det primært skal selges ”kopier” er pris det mest effektive våpenet. De aktørene som vil lykkes best med en slik strategi er de som klarer å holde de laveste kostnadene.¹² Denne økte konkurransen har blant annet ført til at Hjellegjerde og Ekornes har satset enda mer på merkevarebygging.

Det er økende etterspørsel i det norske hjemmemarkedet for møbler og innredningsprodukter. Dette nyter både norske produsenter til hjemmemarkedet og importører godt av. Importen øker sterkest fra lavprisland som for eksempel Kina, Litauen og Polen, mens eksporten øker sterkest til vestlige industriland. Norske møbler er altså populære i ”rike” land hvor god design og kvalitet er viktig. Dette gjør det mulig å ta ut høyere priser. Eksportveksten viser at møbelindustrien har vekstpotensial. Dette potensialet sannsynliggjøres av de store norske

⁸ www.orapp.no

⁹ www.orapp.no

¹⁰ Årsrapport Hjellegjerde 2004

¹¹ Årsrapport Hjellegjerde 2004

¹² www.raabe.no

møbelbedrifters suksess internasjonalt og hjemme. Det faktum at bransjen står for litt over halvparten av møblene som selges i Norge antyder også bredde og utgangspunkt.¹³

3.2.2.2 Kundenes forhandlingsmakt

Kundene har som regel stor forhandlingsmakt når det er mange tilbydere og kundene er få og store. Når kundene er store kjøper de ofte i store kvantum og kan gjennom forhandlingsmakt oppnå blant annet lavere priser. Kundene til de norske møbelprodusentene er først og fremst de store norske møbelkjedene; Bohus, Skeidar og Møbelringen. Disse er mellomleddet mellom produsent og sluttbruker og står for ca. 45 % av den totale møbelomsetningen.¹⁴ De store møbelkjedene har trolig en viss grad av forhandlingsmakt overfor Hjellegjerde ettersom bedriften er avhengig av kjedene for å kunne selge sine produkter på hjemmemarkedet. Samtidig betyr det mye for forhandlerne å kunne markedsføre de anerkjente merkene i sine butikker. Dette indikerer at det trolig er et gjensidig avhengighetsforhold mellom Hjellegjerde og forhandlerne, og at kundenes forhandlingsmakt derfor ikke er særlig høy. Det finnes også en del frittstående forhandlere av møbler i Norge, men disse er normalt ikke store nok til å ha forhandlingsmakt overfor større produsenter som Hjellegjerde.

3.2.2.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Dette er også en viktig faktor når man skal vurdere lønnsomheten i en bransje. Leverandørene har ofte stor forhandlingsmakt dersom det finnes gode alternative kunder og kundene har få alternative leverandører. Leverandørene kan da presse prisene og dermed redusere kundenes profitt. De største innsatsfaktorene i møbelproduksjon er treverk, skinn, tekstil, stål og kjemikalier til skumplastproduksjon.¹⁵ Det er flere momenter som tyder på at Hjellegjerde sine leverandører ikke har høy forhandlingsmakt. Ettersom Hjellegjerde er en stor bedrift, er de trolig en viktig kunde for sine leverandører. Videre produserer Hjellegjerde noen av sine komponenter selv, blant annet laminat, og i 1998 kjøpte Hjellegjerde opp Hove Møbler AS. Dette er nå et rendyrket kompetansesenter for utvikling og produksjon av laminat - først og fremst til bruk i konsernets egne produktgrupper, men også som kvalitetsleverandør til andre produsenter.¹⁶ På denne måten har de fått tilgang til betydelig kompetanse, og har mulighet til å rasjonalisere denne delen av produksjonen. Hjellegjerde bruker også mange standardkomponenter i produksjonen, og har valgt å knytte seg til flere underleverandører

¹³ www.tbl.no

¹⁴ www.raabe.no

¹⁵ Årsrapport Ekornes 2004

¹⁶ Årsrapport Hjellegjerde 2004

innenfor hvert område. Da Hjellegjerde flyttet deler av produksjonen til utlandet, valgte flere av underleverandørene å flytte etter. Dette er også et moment som tilsier at leverandørene ikke har betydelig forhandlingsmakt overfor Hjellegjerde.

3.2.2.4 Substitutter

Substitutter er produkter og tjenester som kunder vurderer som en erstatning for bransjens egne. Dersom det finnes substitutter til bransjens produkter vil etterspørselen reduseres og det settes tak for bransjens lønnsomhet som følge av økt priskonkurransen.¹⁷ For møbelbransjen, og da særlig de produktområdene som Hjellegjerde opererer innenfor, kan vi ikke se at det finnes noen direkte substitutter. Man må imidlertid være oppmerksom på at andre produsenter kan utvikle helt nye løsninger både i forhold til produksjonsteknologi, funksjonalitet og materialer. Det er derfor viktig at bransjen hele tiden er i forkant og jobber kontinuerlig med produktutvikling.

3.2.2.5 Potensielle inntrengere

Potensielle inntrengere er bedrifter som for øyeblikket ikke konkurrerer i bransjen, men som har ressurser og muligheter til dette hvis de ønsker det. Dersom det er høy risiko for nyetablering representerer det en trussel mot profittgrunnlaget til de etablerte selskapene. Bedrifter kan forsøke å beskytte seg mot potensiell konkurranse ved å skape inngangsbarrierer. Ulike barrierer kan være etablerte merkenavn, store investeringsbehov, teknologiske barrierer og sterke kunderelasjoner.

Som nevnt tidligere, domineres møbelbransjen av noen få, store aktører. Dette er med på å øke inngangsbarrierene i bransjen ettersom det vil være vanskelig for eventuelle nykommere å konkurrere om markedsandelene med de allerede veletablerte merkenavnene. Potensielle inntrengere vil bruke lang tid på å opparbeide seg tilsvarende renommé. I tillegg har de store aktørene vært lenge i bransjen, og har tilegnet seg betydelig kunnskap og erfaring ved ”learning by doing”. Dette drar de fordel av ved for eksempel reduserte produksjonskostnader gjennom økt effektivitet hos de ansatte.

Bransjen er preget av høye investeringskostnader, og det kreves store investeringer i ny teknologi og automatisering for å spesialisere og effektivisere produksjonen. Dette betydelige

¹⁷ Lines, STR210 høst 2004

kapitalbehovet gjør det mindre attraktivt for nye bedrifter å etablere seg. I møbelbransjen er det mangel på utpregede stordriftsfordeler både når det gjelder produksjon og innkjøp. Det er bare noen få bedrifter som produserer i stort nok volum til å oppnå slike fordeler.

Det ser altså ikke ut til at potensielle inntrengere utgjør noen vesentlig trussel for lønnsomheten i møbelbransjen.

3.3 Intern ressursbasert analyse

I denne delen vil vi foreta en analyse av ressurser hos Hjellegjerde som kan danne grunnlag for varige konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn kan defineres som følger; ”evne til merrentabilitet og større lønnsomhet i forhold til gjennomsnittlig rentabilitet og lønnsomhet i bransjen”.¹⁸ En bedrift kan oppnå konkurransefortrinn innen **kostnadsstruktur**, **innovasjon**, **kvalitet** og **kundeorientering (KIKK)**. Eventuelle konkurransefortrinn vil ha sitt fundament i de unike ressursene bedriften besitter. Gjennom en SVIMA-analyse identifiserer vi ressurser i Hjellegjerde som er sentrale, og vurderer hvorvidt disse kan ligge til grunn for midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Etter å ha utført internanalysen står vi bedre rustet til å blant annet komme med anslag vedrørende budsjettering av fremtidig superprofitt ved verdsettelsen av bedriften.

3.3.1 KIKK

Vi begynner altså med å se på bedriftens eventuelle konkurransefortrinn for så å nøste oss tilbake via aktiviteter til spesifikke ressurser.

Kostnadsstruktur

Konkurransefortrinn innen kostnadsstruktur handler om å produsere til lavere kostnader enn konkurrentene, og dermed ha mulighet til å selge produktene sine til lavere priser. Norske møbelprodusenter har ikke sin styrke i å produsere billig, og de fleste bedriftene opererer i mellom-/høyprissegmentet. Kostnadselementet kan imidlertid ikke ignoreres selv om produktene prises høyt i markedet. Også kvalitetsprodukter må produseres så effektivt som mulig. Hjellegjerde fokuserer for eksempel løpende på å forbedre og optimalisere grunnlaget for effektiv og lønnsom drift gjennom utfasing av ulønnsomme produkter og reduksjon av varianter og grunnmodeller. I tillegg er deler av produksjonen lagt til lavkostland.

¹⁸ Hill /Jones, 2004

Hjellegjerde har også helautomatisert deler av produksjonen, og det kan nå beises, lakkes og slipes på samme linje. Dette anlegget er unikt i sitt slag i Norge og har blant annet redusert antall årsverk i denne delen av produksjonen fra 4 til 1,5.¹⁹

Kvalitet

Med kvalitet menes at produktene holder det de lover i forhold til spesifikasjonene og i forhold til kundenes ønsker. Kundene forbinder merkenavnet Hjellegjerde med kvalitet, og for å opprettholde sitt rykte som kvalitetsleverandør av møbler er bedriften avhengig av at kvaliteten hele tiden svarer til forbrukernes subjektive forventninger. Hjellegjerde setter kvalitet som den fremste av sine produkttegenskaper og fokuserer på kvalitet i samtlige ledd i verdikjeden.

I mars 2005 ble Hjellegjerde ISO-sertifisert. Dette sertifikatet er en bekreftelse på at Hjellegjerde har et anerkjent og godt system for kvalitetsstyring, og at kundene derfor slipper å gjøre egne revisjoner av bedriften. Dette sparer både Hjellegjerde og kundene for penger. Sertifikatet vitner også om seriøsitet og trygghet overfor kunder og samarbeidspartnerne.²⁰ I tillegg er Hjellegjerde medlem av Møbelfakta, som er en frivillig, nøytral teste- og merkeordning for møbler. Møbelfakta er et kvalitetsmerke og et bevis på at produktet er testet og gitt en dokumentert kvalitet.²¹ Som nevnt under eksternanalysen står datterselskapet Hove Møbler AS for utvikling og produksjon av laminat til Hjellegjerde. Dermed har bedriften gode muligheter til å kvalitetssikre denne delen av produksjonen.

Hjellegjerde har også flyttet deler av produksjonen til utlandet, og de mener selv at den faktiske kvaliteten ikke er forringet og at merkenavnet ikke vil svekkes av flyttingen. Bedriften forsøker å opprettholde kundenes oppfatning av merkenavnet gjennom økt markedsarbeid.²²

¹⁹ www.tu.no

²⁰ www.hjellegjerde.no

²¹ www.mobelfakta.no

²² www.aftenposten.no

Innovasjon

Innovasjon er nyvinninger knyttet til produktet, produksjonsprosessen, organisasjonsstrukturen, bedriftens strategi eller til hvordan bedriften drives og ledes.²³ For at innovasjon skal gi et konkurransefortrinn må den skape verdi for kunden. Hjellegjerde legger vekt på å hele tiden være i front når det gjelder kvalitet og design, og differensierer seg i forhold til konkurrenter gjennom bruk av konkrete komfort-, design- og funksjonelle elementer. Hjellegjerde vil fremover også fokusere på andre verdier. Design og formgivning vil være sentrale begreper i en kolleksjonsbygging der samfunnsutvikling og helhetstanken er sentral.²⁴ Hjellegjerde har siden august 2004 levert Northern Comfort® kolleksjonen med Snap System. Dette er en liten revolusjon for selskapet, som gjør at kundene selv gjennom et unikt ”klikksystem” monterer stolene i egen stue, raskt og enkelt. Systemet skaper også store forbedringer i verdikjeden til produktet; forpakkingsvolumet reduseres med 35 % og gir dermed selskapet og kundene besparelser i frakt, lagerhold og distribusjon.²⁵ Disse momentene er også med på å styrke bedriftens kundeorientering.

Kundeorientering

Kundeorientering er som sagt nært knyttet opp til innovasjon, men også til effektivitet og kvalitet. Å være kundeorientert handler om å tilby kundene det de vil ha, når de vil ha det uten å la det gå utover langsiktig lønnsomhet. For å oppnå overlegen kundeorientering er det altså avgjørende å hele tiden fange opp signalene i markedet og å være tidlig ute med å møte kundenes behov.

Møbelbransjen har etter hvert blitt en motebransje hvor kundene har fått bedre råd og har større rom å møblere.²⁶ Kundene våger også mer, kjøper sprekere og dyrere møbler og er opptatt av å finne individuelle løsninger.²⁷ Det tidligere nevnte Snap System er en av Hjellegjerdens flere ”løsninger” for å møte disse trendene. Taktisk merkevarebygging med tilhørende investeringer er et av Hjellegjerdens viktigste satsingsområder. Gjennom det siste året har de igangsatt en systematisk merkevareprosess uttrykt i konsernets merkevarestrategi. Blant annet har Hjellegjerde utplassering av flere studioløsninger hos forhandlere i de

²³ Hill/Jones, 2004

²⁴ www.hjellegjerde.no

²⁵ www.hjellegjerde.no

²⁶ www.nrk.no

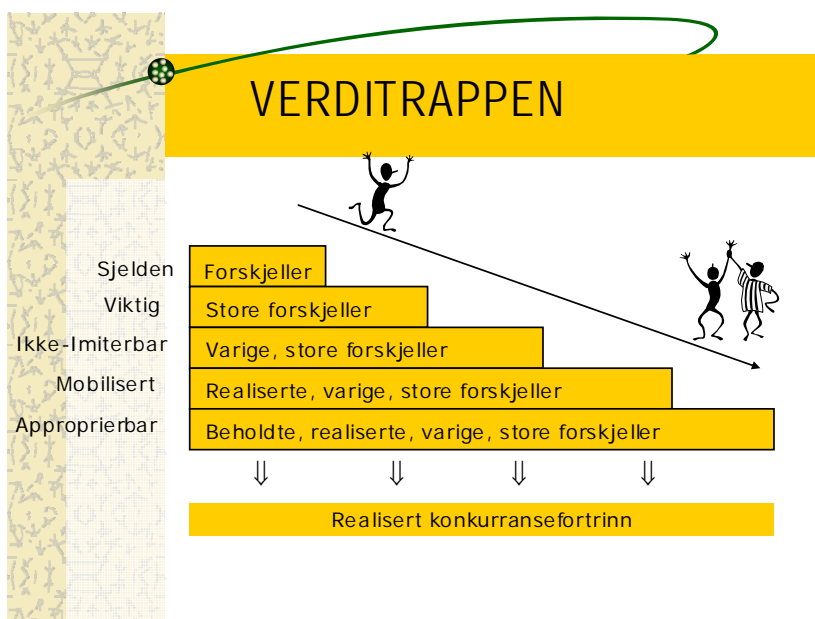
²⁷ www.bt.no

viktigste markedene og egne opplæringsprogram for selgere i butikk.²⁸ Hensikten er å gjøre butikkselgernes arbeid lettere og mer effektivt, og å kommunisere produktenes fordeler og merkets profil bedre til forbrukerne.

Som en oppsummering av KIKK ser vi det slik at Hjellegjerde er spesielt gode på kvalitet og kundeorientering og at det er innenfor disse områdene de først og fremst kan ha sine konkurransefortrinn. Flere ressurser bidrar til å danne grunnlag for dette, og ansattes erfaring og kompetanse, merkevarenavn og renommé er de vi ser som de viktigste.

3.3.2 SVIMA – analyse

For å finne ut i hvilken grad ressursene er med på å gi konkurransefortrinn, vil vi benytte oss av det praktiske analyseverktøyet SVIMA.²⁹ Dette verktøyet ble blant annet benyttet i kurset STR210 og er også mye brukt i praksis.



Figur 4 - SVIMA³⁰

²⁸ Årsrapport Hjellegjerde 2004

²⁹ Jacobsen/Lien, 2001

³⁰ www-pors.hit.no

SVIMA kan altså sees på som en trapp, der man vurderer om de ulike ressursene er:

- **Sjelden** – konkurrentene har ikke tilgang på ressursen i lik mengde og kvalitet.
- **Viktig** – har stor effekt på bedriftens kostnader, kundens betalingsvilje, eller begge deler.
- **Ikke-imiterbar** – konkurrentene kan ikke kopiere ressursen, eller erstatte den med en annen ressurs som kan utføre samme funksjon.
- **Mobiliserbar** – strategien bedriften har valgt må innebære at ressursen kan konverteres til økonomiske verdier.
- **Approprierbar** – det er bedriften som sitter igjen med den økonomiske verdien ressursen skaper.

At en ressurs er sjelden er i seg selv kun egnet til å kunne påvise en *forskjell* i avkastning mellom bedriften vi analyserer og konkurrentene. Om en ressurs er både sjelden og viktig vil det kunne forklare *store forskjeller* i avkastning mellom bedriften som besitter ressursen og konkurrentene. Dersom ressursen er sjelden, viktig og i tillegg ikke-imiterbar, er den gjenstand for *varige, store forskjeller*. En sjelden, viktig, ikke-imiterbar og mobiliserbar ressurs, vil være utgangspunkt for *realiserte, varige, store forskjeller*. Om ressursen er både sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar vil den danne grunnlag for *beholdte, realiserte, varige, store forskjeller*.³¹

Vi vil videre bruke SVIMA-verktøyet til å analysere de ressursene vi har identifisert som de viktigste for Hjellegjerdes eventuelle konkurransefortrinn.

Merkevarenavnene Northern Comfort®, Hjellegjerde® collection, Modi® og Scansit®

Alle de største konkurrentene på hjemmemarkedet til Hjellegjerde har flere anerkjente merkevarenavn i sitt produktsortiment. Ekornes kan for eksempel skilte med Stressless®, som er møbelbransjens kanskje mest kjente merkevarenavn i Norge. Ingen av de små produsentene i bransjen kan imidlertid stille opp mot et veletablert merkevarenavn som for eksempel Northern Comfort®. Vi kan derfor si at Hjellegjerdes merkevarenavn er sjeldne i forhold til de små bedriftene i bransjen, men ikke i forhold til de største konkurrentene. Hovedgrunnen til at det er viktig å etablere merkevarenavn skyldes kort og godt at kundene ikke har kapasitet

³¹ Jacobsen/Lien, 2001

til å huske alle leverandører og produktene som finnes innenfor hver enkelt produktkategori. Har kunden først gjort seg opp en mening om et produkt, skal det også mye til før han/hun revurderer denne oppfatningen.³² At merkevarenavnene er viktige for Hjellegjerde er derfor hevet over enhver tvil. Hjellegjerde sine merkevarenavn er registrerte og dermed juridisk beskyttet mot kopiering. Hjellegjerde har brukt mange år på å opparbeide seg de merkenavnene de har i dag, og har i denne perioden fått sine merkevarer eksponert slik at de er blitt kjente merker både innenfor og utenfor landets grenser. Merkevarenavnene er derfor vanskelig å imitere, spesielt på kort sikt. Merkevarebygging er en sentral del av Hjellegjerdens strategi og er også et viktig satsingsområde fremover.³³ Bedriften bruker merkevarenavnene bevisst for å oppnå høyere lønnsomhet og den økonomiske verdien som ligger i merkevarenavnene tilfaller bedriften i form av høy omsetning. Som nevnt ovenfor er altså ikke Hjellegjerdens merkevarenavn en sjelden ressurs sett i forhold til de største bedriftene i møbelbransjen. Vi kan derfor ikke si at dette er en ressurs som bidrar til å gi Hjellegjerde konkurransefortrinn overfor sine viktigste konkurrenter. Merkevarenavnene vil imidlertid gi klart grunnlag for varig, beholdt fortrinn i forhold til de *små* produsentene i bransjen.

Hjellegjerdens renommé

Diskusjonen rundt denne ressursen vil i stor grad følge den samme gangen som for merkevarenavnene. Hjellegjerde er kjent for å levere kvalitetsmøbler, og mange vil derfor ha en forutinntatt positiv holdning til møbler produsert av Hjellegjerde. Bedriften har alltid satt kvalitet og komfort i første rekke og har brukt mange år på å opparbeide seg det renommé og den tillit de har hos forbrukerne i dag. Ettersom det tar lang tid å bygge opp positive holdninger hos forbrukerne vil dette være en ressurs som er vanskelig for konkurrenter å imitere.

Som nevnt er merkevarenavn og renommé nært knyttet til hverandre, og sammen er de med på å danne en forutinntatt positiv holdning hos forbrukerne. Nettopp på grunn av dette er det en del kunder som kjøper produkter fra Hjellegjerde uten å undersøke produktene konkurrentene tilbyr. I forhold til hvorvidt denne ressursen er med på å danne grunnlag for bedriftens konkurransefortrinn, ender vi opp med samme konklusjon som for merkevarenavn. Renommé vil altså gi grunnlag for varig, beholdt fortrinn i forhold til de *små* produsentene i bransjen, men ikke i forhold til de store.

³² www.kunnskapssenteret.com

³³ Årsrapport Hjellegjerde 2004

Ansattes erfaring og kompetanse

Hjellegerde har gjennom mange år bygget opp kompetanse og erfaring innenfor alt fra produksjon, logistikk, markedsføring og salg. De har også etablert egne salgsorganisasjoner for de viktigste markedsområdene – Skandinavia, Sentral- Europa og USA. Dette gir bedriften bedre kompetanse og kunnskap om de ulike markedsforholdene i forbindelse med for eksempel etterspørsel og markedsføring. Disse momentene tilsier at dette er en ressurs som er vanskelig for konkurrenter å imitere. Høy kompetanse og lang erfaring fører som regel med seg færre menneskelige feil, høyere effektivitet og mer nytenking. Hjellegerde fører en aktiv personalpolitikk for å sikre seg tilgang på kvalifiserte medarbeidere. Det er altså liten tvil om at dette er en viktig ressurs og at den er mobiliserbar i form av at den gir økonomisk verdi for bedriften. Ansattes erfaring og kompetanse er en ressurs som bedriften ikke eier, men leier. Hjellegerdes intensjon er derfor å legge forholdene til rette slik at medarbeiderne får interessante arbeidsoppgaver og muligheter for faglig og personlig utvikling. Dette er nødvendig for å sikre at man både opprettholder en lojal arbeidsstokk og at Hjellegerde fortsatt skal anses å være en attraktiv arbeidsgiver.³⁴ De andre store bedriftene i møbelbransjen har også ansatte med lang erfaring og god kompetanse, og vi har derfor ingen forutsetninger til å kunne si at Hjellegerde er i besittelse av denne ressursen i større grad enn sine største konkurrenter. Tabell 1 viser oppsummering av SVIMA-analysen:

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar
Merkevarenavn	Tja	Ja	Ja	Ja	Ja
Renommé	Tja	Ja	Ja	Ja	Ja
Ansattes kompetanse og erfaring	Tja	Ja	Ja	Ja	Ja

Tabell 1- Oppsummering av SVIMA

³⁴ Årsrapport Hjellegerde 2004

3.4 Oppsummering av strategisk analyse

Det er vanskelig å trekke klare konklusjoner ut i fra en kvalitativ analyse som denne, men den eksterne og den interne analysen gir oss likevel innsikt som blir verdifull når vi senere skal se på Hjellegjerdes utvikling i årene som kommer. Vi begynte med en eksternanalyse for å undersøke hvordan de ulike konkurransekraftene påvirker lønnsomheten i møbelbransjen. Her kom vi frem til at konkurransen mellom de etablerte bedriftene er forholdsvis hard både hjemme og på det utenlandske markedet, men også at bransjen har vekstpotensial. I dette ligger det flere utfordringer. Bedriften må hele tiden jobbe aktivt for å opprettholde sin markedsposisjon og eventuelt øke sine markedsandeler. Det er viktig at Hjellegjerde utnytter det faktum at bransjen er i vekst og ikke blir hengende etter konkurrentene. Vi kan ikke se at de andre konkurransekraftene vil påvirke lønnsomheten i møbelbransjen i nevneverdig grad.

I internanalysen så vi på hvorvidt de ulike ressursene gir grunnlag for midlertidige/varige konkurransefortrinn. Her kom vi frem til at både merkevarenavn, renommé og de ansattes kompetanse og erfaring har stor betydning for bedriftens lønnsomhet, men at dette er ressurser som Hjellegjerdes største konkurrenter også besitter. Dette gjelder spesielt Ekornes som står for en stor del av omsetningen i møbelbransjen. Det at ressursene ikke er sjeldne kan imidlertid sees på som en utfordring for bedriften, ettersom de er i angrepsposisjon og ”tvinges” til å tenke nytt og å være offensive. På grunn av den sterke rivaliseringen i bransjen er det i tillegg viktig å holde høy fokus på merkevarebygging og renommé, samt å utnytte de ansattes erfaring og kompetanse.

Vi ser det slik at Hjellegjerde står i en relativt god posisjon og tror at de vil vokse i årene fremover. Dette både på grunn av momentene nevnt i forrige avsnitt, og som følge av den forventede veksten i møbelbransjen.

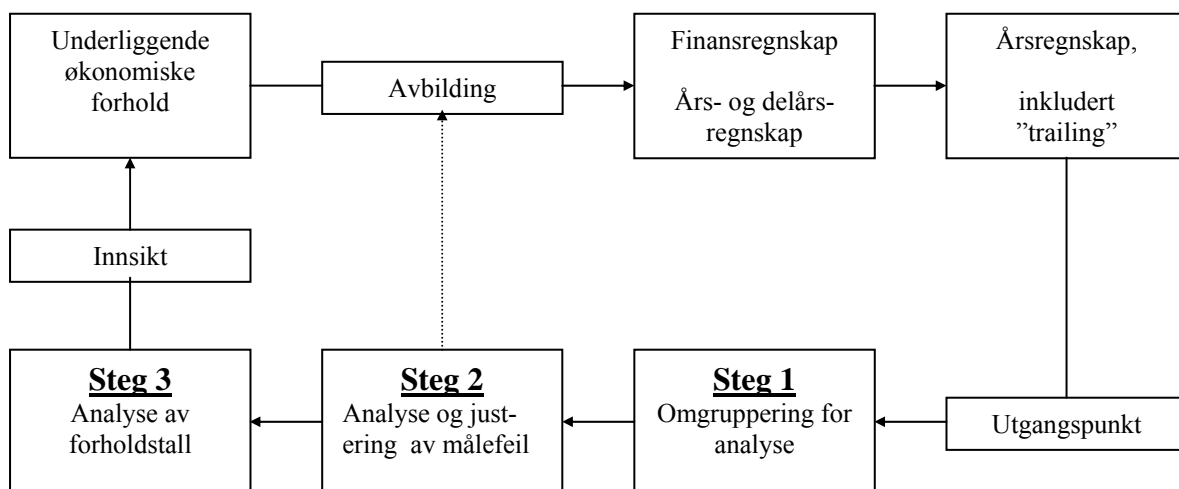
Senere i oppgaven vil vi komme tilbake til resultatene fra den strategiske analysen, og sammen med innsikten fra den øvrige analysen vi foretar, vil vi benytte disse til å komme med tallfestede forventninger om Hjellegjerdes fremtid.

4. Regnskapsanalyse

4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Teorien i dette kapitlet og i de følgende kapitler tar utgangspunkt i forelesningsnotater fra Knivsflå, NHH 2005.

Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyseteknikk som innebærer bearbeidelse av regnskapsdata for å kunne uttrykke en oppfatning om bedriftens finansielle stilling og resultatmessige utvikling. Målet med analysen er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold i Hjellegjerde. Rammeverket for regnskapsanalysen er illustrert i figur 5, som viser de ulike stegene vi vil foreta i analysen.



Figur 5 - Rammeverk for regnskapsanalyse

Hva man vektlegger i regnskapsanalysen avhenger av hva analysen skal brukes til, det vil si hvilke beslutninger som skal fattes og hvilken kontroll som behøves. Vårt fokus er først og fremst på investororientert analyse, da vi senere i oppgaven vil verdsette egenkapitalen per utestående aksje. Egenkapitalinvestorene, det vil si potensielle investorer og dagens eiere, er opptatt av verdiskapning og verdiutdeling fra virksomheten. Dette til forskjell fra en kreditororientert analyse hvor fokuset er på kontantstrømmen snarere enn resultatet, samt substans- og likvidasjonsverdier i balansen. For kreditorer står kredittrisiko sentralt, og de setter trolig pålitelig informasjon høyere enn "relevant" informasjon. Egenkapitalinvestorer ønsker derimot mest mulig verdirelevant informasjon.

Før man kan gjennomføre regnskapsanalysen må man gjøre noen forberedelser. Man må blant annet velge analysenivå, analyseperiode, komparativ bransje og utarbeide trailing årsregnskap. Disse momentene danner utgangspunktet for de tre stegene i regnskapsanalysen. Regnskapsanalysen starter med omgruppering av finansregnskapet og fortsetter med analyse og justering av målefeil. Til slutt beregnes og analyseres ulike forholdstall.

4.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Før vi begynner på regnskapsanalysen er det noen praktiske valg som bør avklares; valg av analysenivå, valg av analyseperiode og valg av sammenligningsgrunnlag. Virksomheter som har ulike forretningsområder bør analyseres forretningsområde for forretningsområde og ikke samlet. Hjellegjerde driver bare med møbelproduksjon og det er derfor naturlig å bruke et samlet analysenivå. Vi velger videre å ta utgangspunkt i konsernregnskapet til Hjellegjerde, ettersom dette i vårt tilfelle vil gi bedre informasjon enn selskapsregnskapet. Valget av analyseperiode avhenger av om bedriften har vært stabil over tid og/eller om den har endret karakter. Dersom bedriften er stabil over tid, bør man velge en relativt lang analyseperiode ettersom man da får en lang tidsserie til forholdstallsanalyse. Dersom bedriften er labil bør man velge en relativt kort horisont ettersom eldre regnskapstall er lite representative for dagens virksomhet. Hjellegjerde har vært rimelig stabil over tid, og vi velger å analysere bedriften for perioden 1999-2005 (1998 vil være med noen steder av beregningsmessige årsaker). For en bedrift fungerer andre bedrifter i samme bransje som sammenligningsgrunnlag ved regnskapsanalyse. Ekornes og Hjellegjerde konkurrerer begge i møbelbransjen, i samme segment og på de samme markedene både hjemme og ute (jfr. eksternanalysen). Ekornes er børsnotert og står for en stor del av omsetningen i bransjen. Vi velger derfor å sammenligne Hjellegjerdens nøkkeltall med nøkkeltall fra Ekornes og industrien på Oslo Børs.

Vi gjør oppmerksom på at alle forkortelser som brukes i resten av oppgaven er definert i vedlegg 5.

4.2.1 "Trailing" årsregnskap

Ved regnskapsanalyse er det i tillegg til årsregnskapstall viktig å bygge ferske tall fra kvartalsrapporter inn i analysen. Per i dag har vi bare tilgjengelig regnskapstall for de to første

kvartalene i 2005, og for å få mest mulig oppdaterte tall utarbeider vi såkalt trailing årsregnskap for 2005. Trailing resultat er lik resultatet fra de fire siste kvartalene. Etter at de to første kvartalene er kjent blir dermed trailing resultatet for 2005 lik resultatet fra første og andre kvartal 2005 og tredje og fjerde kvartal 2004. I tillegg bør resultatet fra året før justeres for unormale poster. Engangsgevinst/-tap ved salg av eiendel og valutagevinst/-tap er poster som bare virker inn på en eller et fåtall perioder og som derfor er lite relevante for budsjettering og fremskriving. Hjellegjerde har ikke spesifisert unormale poster i årsrapporten. Hvorvidt en post er unormal eller ikke er imidlertid basert på skjønnnet til oss som analytikere, og vi velger her å klassifisere gevinstene/tapene nevnt ovenfor som unormale poster. For å estimere skattekostnaden i trailingåret har vi beregnet en effektiv skattesats basert på skattekostnaden per andre kvartal 2005.

Trailing balanse er lik balansen fra siste kjente kvartal, og vår trailing vil derfor være basert på balansen per andre kvartal 2005. Noen av tallene er bedre spesifisert i årsregnskapet enn i kvartalsrapportene. Transport, inventar og maskiner er oppgitt som en samlepost i kvartalsrapporten mens dette er fordelt på flere poster i årsregnskapene. Det samme gjelder for immaterielle eiendeler, finansielle anleggsmidler, avsetninger for forpliktelser og innskutt egenkapital. For å få tall til bruk i videre analyse har vi derfor valgt å foreta en skjønnsmessig fordeling av disse postene.

Vi har konstruert et trailing resultatregnskap for hele 2005 mens trailing balanse 2005 er basert på andre kvartal. For å få endring i egenkapital til å stemme har vi derfor redusert ”dirty surplus” (føring direkte mot egenkapital) med trailingresultatet for de to siste kvartalene i 2005. På den måten finner vi endringen i egenkapital per andre kvartal 2005. Siden det ennå ikke er avsatt utbytte i 2005 setter vi avsatt utbytte i trailingåret lik null.

4.3 Omgruppering for investororientert analyse

Omgruppering for regnskapsanalyse vil si å skreddersy oppstillingen i forhold til hva finansregnskapet skal brukes til. Oppstillingsplanen i RL § 6-1 og § 6-2 er kreditororientert, men egenkapitalinvestorer har andre informasjonsbehov enn kreditorer. Egenkapitalinvestorene ønsker å måle rentabiliteten på egenkapitalen og analysere kildene til og risikoen knyttet til rentabiliteten slik at de kan lage et godt estimat på egenkapitalverdien.

Ved å omgruppere for investororientert analyse får man en oppstillingsplan som har hovedfokus på verdiskapning og verdiutdeling. Omgruppering endrer ikke regnskapstallene, men gjør de klare for analyse og justering av målefeil og analyse av forholdstall. I tillegg gir omgrupperingen innsikt i underliggende forhold ved å få fram et klarere skille mellom drift og finansiering og mellom normale og unormale poster.

Omgrupperingen består av fire steg:

1. Omgruppere det avsatte utbyttet fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital.
2. Kartlegge ”dirty surplus” og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen.
3. Skille mellom normalt og unormalt resultat, og fordele skattekostnaden på det normale og unormale resultatet.
4. Gruppere postene i resultatregnskapet og balansen klart i drifts- og finansposter, og fordele skattekostnaden på driftsresultatet, finansinntekter og finanskostnader.

I steg en i omgrupperingen overfører vi avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Etter god regnskapsskikk skal foreslått utbytte føres som kortsiktig gjeld siden det kan sees på som et forventet krav til å betale ut penger til eierne. Eiersynet er et alternativt syn hvor avsatt utbytte ikke blir sett på som gjeld fordi eierne verken har til gode eller krav på penger fra seg selv. Ved investororientert analyse er avsatt utbytte derfor ikke gjeld, men egenkapital. Når avsatt utbytte ikke blir regnskapsført som kortsiktig gjeld, men som egenkapital, blir egenkapitalen redusert med det betalte utbytte. Betalt utbytte i år er det foreslåtte utbyttet i fjor pluss eventuelt avvik som oppstår dersom generalforsamlingen vedtar et annet utbytte enn det som er foreslått av ledelsen. Netto betalt utbytte fremkommer som betalt utbytte pluss netto kapitalinnskudd. Netto kapitalinnskudd for Hjellegjerde fant vi i egenkapitalnotene i årsrapportene for de gjeldende årene.

I steg to i omgrupperingen kartlegges ”dirty surplus” for å finne det fullstendige nettoresultatet. ”Dirty surplus” er brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter skal resultatføres og inngå i årsresultatet. Ved brudd på kongruensprinsippet blir kostnader og inntekter ført direkte mot egenkapitalen eller ikke regnskapsført i det hele tatt (såkalt ”hidden dirty surplus”). Hjellegjerdens direkte føringer mot egenkapitalen gjelder utelukkende omregningsdifferanser ved utenlandsk valuta, og alle føringene har vi klassifisert som driftsrelatert ”dirty surplus”.

I tredje steg skiller vi mellom normale kontra unormale poster. Normale poster er poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode og dermed er relevante for fremtiden. Unormale poster er en- eller fågangsposter som bare har innvirkning på noen få perioder og som derfor er lite relevante for budsjettering og fremskriving. Det fullstendige nettoresultatet til Hjellegjerde består av normalt og unormalt nettoresultat. De unormale postene skilles i unormalt driftsresultat og unormalt finansresultat. Poster som klassifiseres som unormale er ekstraordinære, diskontinuerlige samt andre unormale poster. Det er strenge krav for at en post skal kunne regnskapsføres som ekstraordinær og det skjer svært sjelden. Posten må være både uvanlig, uregelmessig og vesentlig. Diskontinuerlige poster oppstår som resultat fra virksomheter som skal selges eller avvikles. Vi har ikke funnet noen ekstraordinære eller diskontinuerlige poster i årsrapportene til Hjellegjerde. Andre unormale poster omfatter alle poster som minner om en- eller fågangsposter. Hos Hjellegjerde fant vi tre unormale poster. Den ene inngår i driftsresultatet og gjelder gevinst/tap ved salg av anleggsmidler. Den andre er agio/disagio og inngår i finansresultatet. "Dirty surplus" funnet i steg to anses også som unormalt og vi har klassifisert all "dirty surplus" for Hjellegjerde som driftsrelatert. Dette fordi man i konsernregnskapet til Hjellegjerde fører kursdifferansen på langsiktig valutagjeld direkte mot egenkapitalen som omregningsdifferanse, og vi anser dette som nært knyttet til den normale driften.

I steg tre fordeler vi også skattekostnaden på normalt og unormalt resultat. For å finne skattekostnaden på det normale driftsresultatet beregner vi først driftsskattesatsen (dss)³⁵ for hvert enkelt år i analyseperioden. Deretter beregner vi gjennomsnittet av alle driftsskattesatsene for å finne normalisert driftsskattesats (dss*). Ettersom noen av driftsskattesatsene avviker vesentlig fra selskapsskatten på 28 % bruker vi normalisert driftsskattesats for å beregne skattekostnaden på det normale driftsresultatet. Avviket mellom dss og dss* benyttes til å beregne unormal skattekostnad på normalt driftsresultat. Denne delen av skattekostnaden inngår i beregningen av det unormale driftsresultatet. Vi forutsetter at den effektive finansielle skattesatsen er 28 %, ettersom finansielle forhold vanligvis ikke gir grunnlag for utsatt skatt eller utsatt skattefordel. Dette gjelder både normale og unormale finansposter.

³⁵ $dss = (SK - 0,28 * FR - 0,28 * UFR) / (DR + UDR)$

I steg fire skiller vi mellom drift og finansiering for å finne ut hvor mye driften koster av seg og hvor mye finansieringen koster. Vi omgrupperer derfor balansen fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på driftskapital i motsetning til finansiell kapital. Netto finansinntekt og netto finanskostnad fremkommer i det omgrupperte resultatet som henholdsvis rapporterte finansinntekter og finanskostnader fratrukket 28 % skatt.

Ved omgruppering av balansen velger vi å fokusere på netto driftskapital. Dette er et vanlig fokus i moderne regnskapsanalyse og verdsettelse. Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. Vi har gått gjennom balansen og kategorisert hver eiendels- og gjeldspost som driftsrelatert eller finansiell, og som langsiktig eller kortsiktig. Vi har kategorisert driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) som sum immaterielle eiendeler og sum varige driftsmidler, mens driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) består av varer og sum fordringer. Finansielle anleggsmidler (FAM) er sum finansielle anleggsmidler, og finansielle omløpsmidler (FOM) omfatter sum omløpsmidler. Pensjonsforpliktelser og utsatt skatt er kategorisert som langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG). Avsetninger for forpliktelser, leverandørgjeld, betalbar skatt og skyldige offentlige avgifter inngår i kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG). Langsiktig finansiell gjeld (LFG) består av sum langsiktig gjeld, mens kortsiktig finansiell gjeld (KFG) omfatter kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner og annen kortsiktig gjeld.

I årsregnskapet til Hjellegjerde er ikke det avsatte utbyttet spesifisert for majoritet og minoritet, men samlet. Man kan da lett forutsette at alt avsatt utbytte er til majoritet. Et problem blir da at endring i egenkapital i det omgrupperte resultatregnskapet ikke vil stemme med endring i egenkapital i den omgrupperte balansen. En løsning på problemet kan være å legge avviket inn under ”dirty surplus” i resultatregnskapet. Å legge avvikene inn i ”dirty surplus” endrer det fullstendige nettoresultatet, men vil ikke påvirke NRE – altså det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen som vi fokuserer på ved analyse. Helt rett er det ikke, men ettersom minoriteten er så liten vil virkningen være ubetydelig. I 2003 og 2004 har ikke bedriften minoritetsinteresser og dermed har ikke dette problemet oppstått i disse årene. Bedriften har heller ikke minoritetsinteresser i 2005T, men her får vi et avvik mellom endring i egenkapital i det omgrupperte resultatregnskapet og den omgrupperte balansen på grunn av overgang fra NGAAP i 2004 til IFRS i 2005. Denne håndterer vi på samme måte, altså legger det inn under ”dirty surplus”.

	Omgruppert resultat	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
	Driftsinntekter	388,08	390,57	417,27	399,82	429,51	419,50	494,30	482,10
-	Driftskostn. inkl. avskr. og ekskl. unormale kostn.	377,99	382,47	402,48	406,03	427,45	403,90	471,65	474,35
=	Driftsresultat i egen virksomhet	10,10	8,10	14,79	-6,20	2,06	15,60	22,64	7,74
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	2,80	2,25	4,10	-1,72	0,57	4,33	6,28	2,15
=	Nettodriftsresultat i egen virksomhet	7,30	5,86	10,68	-4,48	1,49	11,27	16,36	5,60
+	Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
=	Netto driftsresultat	7,30	5,86	10,68	-4,48	1,49	11,27	16,36	5,60
+	Netto finansinntekt	5,25	4,55	14,16	10,90	-1,28	10,22	12,48	12,55
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	12,55	10,40	24,84	6,42	0,21	21,50	28,84	18,15
-	Netto finanskostnad	8,94	9,08	20,99	21,67	10,57	18,72	16,01	16,08
-	Netto minoritetsresultat	1,69	0,99	2,21	1,56	0,51	0,00	0,00	0,00
=	Nettoresultat til egenkapital	1,91	0,34	1,64	-16,81	-10,88	2,78	12,83	2,06
+	Unormalt netto driftsresultat	18,11	-2,13	-6,48	-0,13	1,77	1,59	-3,39	-9,00
+	Unormalt netto finansresultat	0,00	4,82	-0,36	1,94	0,86	4,82	-3,10	-1,08
=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	20,02	3,03	-5,20	-15,00	-8,24	9,19	6,34	-8,02
-	Netto betalt utbytte	0,00	0,00	1,40	0,00	5,86	0,00	-22,81	0,00
=	Endring i egenkapital	20,02	3,03	-6,60	-15,00	-14,10	9,19	29,15	-8,02

Tabell 2 - Omgruppert resultatregnskap

	Omgruppert balanse	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
	Driftsrelaterte anleggsmidler	162,73	167,85	171,31	178,58	153,91	142,63	138,73	132,50
-	Langsiktig driftsrelatert gjeld	16,56	17,08	10,59	4,80	1,07	1,54	2,15	5,90
=	Netto anleggsmidler	146,17	150,77	160,72	173,78	152,84	141,09	136,58	126,6
	Driftsrelaterte omløpsmidler	143,05	137,83	171,41	162,34	127,80	138,35	164,08	159,60
-	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	25,95	35,94	34,86	41,22	20,01	29,44	41,63	52,30
=	Driftsrelatert arbeidskapital	117,10	101,89	136,55	121,12	107,80	108,91	122,45	107,30
→	NETTO DRIFTSEIENDELER	263,27	252,66	297,28	294,89	260,63	250,00	259,03	233,90
	Egenkapital	156,344	159,38	152,78	137,78	123,68	132,86	162,02	154,00
	Minoritetsinteresser	1,59	2,68	4,89	6,09	0,00	0,00	0,00	0,00
	Langsiktig finansiell gjeld	97,42	89,61	102,89	98,51	92,40	82,58	71,75	58,90
+	Kortsiktig finansiell gjeld	23,16	23,63	57,78	78,24	62,96	59,87	46,18	51,50
=	Finansiell gjeld	120,58	113,23	160,66	176,76	155,36	142,46	117,92	110,40
	Finansielle anleggsmidler	1,20	0,99	0,83	0,89	2,13	2,09	1,01	1,00
+	Finansielle omløpsmidler	14,04	21,65	20,22	24,85	16,27	23,23	19,90	29,30
=	Finansielle eiendeler	15,25	22,63	21,05	25,74	18,40	25,32	20,91	30,30
	Netto finansiell gjeld (FG-FE)	105,34	90,60	139,61	151,02	136,96	117,14	97,02	80,10
→	NETTO DRIFTSKAPITAL	263,27	252,66	297,28	294,89	260,63	250,00	259,03	234,10

Tabell 3 - Omgruppert balanse

4.4 Målefeil

4.4.1 Teori

Ved verdsettelse av bedriften ønsker vi så virkelige tall som mulig. I det følgende vil vi derfor analysere målefeil i finansregnskapet til Hjellegjerde, og dersom det er mulig, foreta eventuelle justeringer. I regnskapsanalyse fokuseres det blant annet på målefeil i nettoresultatet til egenkapitalen. Målefeilen vil da være differansen mellom det rapporterte nettoresultatet i det omgrupperte resultatregnskapet og virkelig nettoresultat (i økonomisk forstand). Målefeilen kan deles inn i tre typer: Målefeil av type 1 og type 2 er aksepterte målefeil gjennom valg av god regnskapsskikk, mens målefeil av type 3 er kreativ regnskapsføring, herunder regnskapstilpasning og manipulering.

Målefeil av type 1 er avviket mellom regnskapsføring etter korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring. Verdibasert verdsettelse er basert på nåverdiprinsippet der diskonteringsrenten er det risikjusterte avkastningskravet, mens man ved bruk av korrekt historisk kost diskonterer med internrenten til investeringen. Det er denne forskjellen som fører til målefeil av type 1. Verdibasert rapportering bør benyttes når det finnes objektive og dermed pålitelige estimater på virkelig verdi. Dette er mest aktuelt for finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Dersom slike estimater ikke foreligger bør man bruke korrekt historisk kost ved verdsettelse i finansregnskapet.

Målefeil av type 2 oppstår som følge av at god regnskapsskikk tillater avvik fra ”korrekt” regnskapsføring. Målefeilen er differansen mellom regnskapsføring etter god regnskapsskikk og korrekt historisk kost, og kommer altså av ”feil” bruk av historisk kost prinsippet i regnskapsloven og god regnskapsskikk ellers. Et eksempel på dette er at de aller fleste norske og internasjonale bedrifter bruker lineære avskrivninger, noe som blir sett på å være i samsvar med god regnskapsskikk selv om det ofte fører til dårlig sammenstilling. Dette kan skape store målefeil i forhold til korrekt historisk kost.

Målefeil av type 3 oppstår som følge av kreativ regnskapsføring, og er avviket mellom rapporterte regnskapstall og de som skulle vært rapportert etter god regnskapsskikk. Insentiv til kreativ regnskapsføring er i hovedsak maksimering av verdi for eierne av bedriften, eller maksimering av personlig gevinst for ledelsen i bedriften.

Ved kreativ regnskapsføring kan man skille mellom regnskapstilpassing og regnskapsmanipulering. Regnskapstilpassing er resultat- og balansepåvirkning gjennom regnskapsføring som beveger seg innenfor rammen av god regnskapsskikk, mens ulovlig manipulering oppstår når man beveger seg utenfor rammen av god regnskapsskikk. Det vil for eksempel være regnskapstilpassing dersom bedriften endrer prinsipp for varelager vurdering slik at det rapporterte resultatet blir mindre i samsvar med beste estimat på ”korrekt” regnskapsbasert estimat. Denne formen for kreativ regnskapsføring er svært vanskelig å oppdage ettersom prinsippendring *isolert sett* er lov etter RL § 5-5.

For å oppdage kreativ regnskapsføring kan man blant annet vurdere om det er insentiv til manipulering i bedriften, fokusere på periodisering på aggregert nivå, spesielt netto driftsperiodisering, og se etter faresignal for kreativ regnskapsføring.

Formålet med justering er å få et omgruppert finansregnskap som gir et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold enn et omgruppert regnskap basert på offentlige tall. Dette er et svært ambisiøst mål ettersom vi står på utsiden og har dårligere informasjon om underliggende økonomiske forhold enn de som er på innsiden i bedriften og som utarbeider det offentlige finansregnskapet. Noen analytikere mener derfor at justering bare tilfører enda mer støy i tallene, og at man ikke bør justere i det hele tatt. Videre hevdes at dersom man aksepterer historisk kost og regnskapsføringen ikke er kreativ, vil det være en tendens til at målefeil visker hverandre ut. Andre analytikere mener at enhver godt gjennomtenkt justering som kan være med å redusere målefeilene, vil være positivt i analysesammenheng.

Utfordringen dersom man velger å justere finansregnskapet er å maksimere relevans og pålitelighet. Høyere grad av verdimåling øker relevansen, mens objektiviteten og dermed påliteligheten blir redusert. Grunnen til dette er at verdimåling krever mye mer bruk av ledelsens skjønn, og som nevnt tidligere bør man bare bruke verdimåling når det finnes objektive og pålitelige estimat på virkelig verdi.

4.4.2 Justering av målefeil for Hjellegjerde

Etter å ha gjennomgått årsregnskapene inkludert noter for Hjellegjerde, har vi funnet noen poster som vi stiller spørsmålstegn ved og som kan være aktuelle å justere.

Hjellegjerde benytter lineære avskrivninger i konsernregnskapet for alle varige driftsmidler. En slik avskrivning er bare fornuftig dersom den frie kontantstrømmen er lineært fallende og i en viss utstrekning når periodiske driftsutgifter blir regnskapsført separat. Dette er lite sannsynlig i Hjellegjerdens tilfelle. Justering fra lineær til korrekt historisk kost avskrivning er imidlertid svært vanskelig ettersom vi ikke har informasjon om kontantstrømprofilen eller den underliggende internrenten. På grunn av manglende informasjon har vi altså begrenset mulighet til å justere, og trolig ville en eventuell justering derfor kun tilføre mer støy i tallene.

Konsernet har videre løpende leieavtaler på biler og en sentral datamaskin, såkalt leasing. En finansiell leieavtale er en leieavtale som overfører til leietaker det vesentlige av den økonomiske risikoen for og kontrollen til en eiendel, uten at eiendomsretten formelt blir overført. En operasjonell leieavtale er en leieavtale som ikke er en finansiell leieavtale. Etter regnskapsloven skal leiekravet og leieretten ved en finansiell leieavtale balanseføres mens ved en operasjonell leieavtale skal leien kostnadsføres direkte. Hjellegjerde klassifiserer leieavtalene sine som operasjonelle. Føring av finansiell leie som operasjonell leie er imidlertid en måte å blåse opp rentabiliteten på. Ved analyse kan det derfor være aktuelt å føre en avtale som formelt er operasjonell som en finansiell leieavtale, dersom man mener at dette kan redusere målefeil.

Faresignal for kreativ regnskapsføring (målefeil av type 3) kan for eksempel være endring i regnskapsprinsipp, skifte av revisor eller uvanlig økning i kundefordringer og varelager. Vi har gått gjennom alle disse punktene for årsregnskapene til Hjellegjerde, men basert på den informasjonen som er tilgjengelig har vi ikke funnet noe som kan tyde på kreativ regnskapsføring.

Vi har nå påpekt et par momenter som muligens skaper målefeil i tallene til Hjellegjerde.

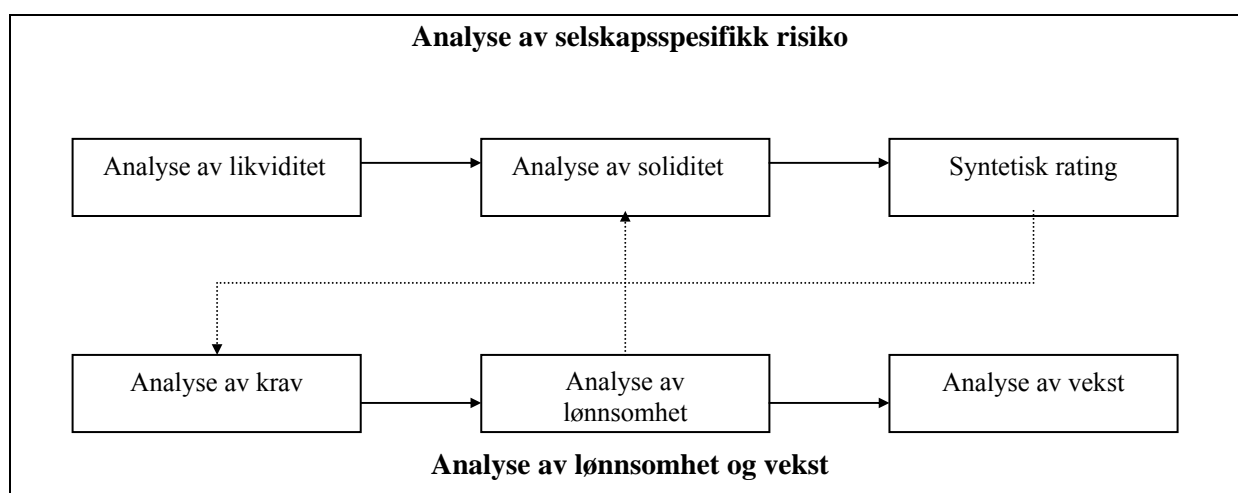
Vi har imidlertid kun ekstern informasjon å forholde oss til og årsregnskapet til Hjellegjerde inneholder svært aggregerte størrelser og lite detaljerte noter. Det er derfor tenkelig at årsregnskapet kan inneholde flere målefeil som vi ikke har hatt mulighet til å oppdage. For de momentene vi har påpekt har vi ikke funnet noen justeringer som vi kan eller ønsker å

gjennomføre. Dette kommer delvis av at vi tror justering kan tilføre mer støy til tallene og dels fordi vi mangler informasjon som nevnt ovenfor.

4.5 Forholdstallsanalyse

4.5.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Etter omgrupperingen for investororientert analyse er finansregnskapet klargjort for nøkkeltallsanalyse. Et nøkkeltall er et regnskapstall som gir særskilt innsikt i underliggende økonomiske forhold, og er enten et absolutt regnskapstall, som for eksempel nettoresultatet, eller et forholdstall som for eksempel egenkapitalrentabiliteten. Absolutte tall i seg selv gir lite informasjon om underliggende forhold ettersom de avhenger sterkt av størrelsen på virksomheten. Derfor bør absolutte tall sees i forhold til noe. Forholdstall er et relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gir innsikt i underliggende forhold. I tillegg gir forholdstallene nyttig innsikt for budsjetteringen som vi foretar senere i oppgaven. Forholdstall som utvikler seg i ugunstig retning er et faresignal i forhold til underliggende økonomiske forhold, men kan også være signal om målefeil. Forholdstall som derimot utvikler seg i gunstig retning kan for eksempel være et kjøpsignal for investorer. Rammeverket for analyse av forholdstall er illustrert i figur 6.



Figur 6 - Rammeverk forholdstallsanalyse

En forholdstallsanalyse omfatter analyse av selskapsspesifikk risiko og analyse av lønnsomhet og vekst. Analysen av selskapsspesifikk risiko består av likviditetsanalyse, soliditetsanalyse og syntetisk rating. Analysen av likviditet fokuserer på kortsiktig kredittrisiko, mens analysen

av soliditet har fokus på den langsiktige kredittrisikoen. Kredittrisikoen blir oppsummert gjennom syntetisk rating der virksomheten får en karakter i forhold til underliggende selskapsspesifikk risiko. Analyse av lønnsomhet og vekst er tredelt. Man starter med å utvikle en målestokk for hva som er god lønnsomhet, altså et krav til avkastning på kapitalen. Deretter er det analyse av lønnsomheten hvor man ser på om rentabiliteten er større enn kravet til avkastning og forklarer underliggende kilder til rentabilitet gjennom dekomponering. Siste steg er å vurdere om bedriften har evne til å vokse, og se på underliggende kilder til vekst.

Valg mellom fullstendige eller normaliserte tall i beregningen av forholdstall avhenger av analysens formål. Normaliserte forholdstall, det vil si som er renset for en- eller fågangsposter, er fremoverskuende og vil dermed være relevant å bruke i forhold til fremskriving. Fullstendige forholdstall som tar med både normale og unormale poster, er mer variable enn normaliserte forholdstall, og er derfor mer relevant ved analyse av risiko. For å vurdere forholdstallene til en bedrift analyseres de over tid og i forhold til bransjen.

4.5.2 Tidsvekting

Istedenfor å benytte vanlig aritmetisk gjennomsnitt velger vi å benytte tidsvektet gjennomsnitt i den videre analysen. Møbelbransjen er en relativt stabil bransje, noe som skulle tilsi lav endringstakt og dermed også forholdsvis lik vekting av de ulike årene. Men på grunn av de store problemene i industrien ved tusenårsskiftet samt alle prosessene som er igangsatt internt i Hjellegjerde, har vi valgt å legge mest vekt på de siste årene i analyseperioden. Vektingen er som følger:

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Vekt	0,05	0,05	0,1	0,1	0,2	0,25	0,25

4.5.3 Analyse av selskapsspesifikk risiko

Når man skal foreta eller har foretatt en investering i et selskap er det viktig å vite mest mulig om selskapet. Dette blant for å kunne gjøre en best mulig vurdering med hensyn til forventet avkastning sett i forhold til risikoen på investeringen. Risiko kan deles inn i systematisk og usystematisk (selskapsspesifikk) risiko. Investorer kan diversifisere seg bort fra den usystematiske risikoen ved å spre investeringene på flere investeringsobjekter. For en veldiversifisert investor er det derfor bare systematisk risiko som er relevant. For investorer

som ikke er veldiversifisert vil det imidlertid være viktig med risikoanalyse som kan avdekke den selskapsspesifikke risikoen. For långivere vil selskapsspesifikk risiko i form av kredittrisiko alltid være relevant ettersom de er opptatt av at lånet ikke blir misligholdt.

4.5.3.1 Analyse av likviditet

Vi begynner med å vurdere den kortsiktige risikoen i bedriften. Analyse av likviditet har som mål å kartlegge om virksomheten har nok likvide midler til å dekke gjelden etter hvert som den forfaller til betaling, eller om virksomheten kommer i en likviditetskrise med fare for konkurs. En bedrifts likviditetsreserve omfatter poster som kan aktiveres ved en plutselig likviditetskrise uten at bedriftens grunnleggende funksjoner angripes.³⁶ Ved likviditetsanalyse er det vanlig å vurdere likviditetsgrad 1 og 2 og rentedekningsgrad.

Likviditetsgrad 1 og 2

Likviditetsgrad 1 er definert som omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld, og likviditetsgrad 2 er definert som mest likvide omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld. De mest likvide omløpsmidlene er de finansielle omløpsmidlene.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Likviditetsgrad 1	2,677	2,069	1,567	1,737	1,809	2,095	1,820	1,908
Ig1 Ekornes	2,080	1,960	2,020	2,030	1,870	1,933	1,833	1,923
Likviditetsgrad 2	0,363	0,218	0,208	0,196	0,260	0,227	0,282	0,249
Ig 2 Ekornes	0,620	0,480	0,500	0,620	0,560	0,596	0,433	0,536

Tabell 4 - Likviditetsgrad 1 og 2

Hjellegjerde har en tidsvektet likviditetsgrad 1 på 1,908, noe som er lavere enn den tidsvektede likviditetsgrad 1 i Ekornes på 1,923. Likviditetsgrad 1 er imidlertid høyere enn medianen for industrien på Oslo Børs (1,690). Selv om Hjellegjerde har en likviditetsgrad 1 som ligger litt under Ekornes, er det positivt for bedriftene at de ligger godt over industrien på Oslo Børs. Likviditetsgrad 2 har vært forholdsvis stabil over analyseperioden, men er lavere enn hos Ekornes.

³⁶ Boye, Finansielle emner

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er nettoresultat før netto finanskostnad dividert på netto finanskostnad.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Rentedekningsgrad	1,146	1,183	0,296	0,020	1,148	1,801	1,128	1,110
rdg Ekornes	52,150	45,750	45,540	25,650	135,820	157,316	256,637	142,666

Tabell 5 – Rentedekningsgrad

Hjellegjerde har en tidsvektet rentedekningsgrad på 1,11. I forhold til Ekornes er rentedekningsgraden svært lav i alle årene, men Ekornes sin rentedekningsgrad er ekstremt høy ettersom de har forholdsvis lite gjeld og dermed lave finanskostnader. I industrien på Oslo Børs er medianen for rentedekningsgrad i årene 1999-2004 på 2,056, og er altså høyere enn hos Hjellegjerde. Dette er et faresignal, og bedriften klarer bare akkurat å dekke rentene gjennom nettoresultatet. Det må også tas i betraktning at rentedekningsgrad bare ser på dekning av netto finanskostnad og ikke tar hensyn til avdrag.

4.5.3.2 Analyse av soliditet

Videre vil vi analysere den langsiktige risikoen i Hjellegjerde. Denne analysen har som mål å kartlegge om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap over lengre perioder. Tap blir ført mot egenkapitalen, og egenkapitalen fungerer som en buffer mot fremtidig tap og konkurs. For å få innsikt i soliditeten til Hjellegjerde begynner vi derfor med å analysere egenkapitalprosenten, for deretter å foreta en statistisk finansieringsanalyse.

Egenkapitalprosent

Egenkapitalen kan vurderes i forhold til total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital, men ved risikoanalyse er det vanlig å bruke total kapital. Egenkapitalprosenten for konsernet kan dermed defineres på følgende måte: $ekp = (EK + MI + NUS)/TK$, der NUS er netto utsatt skatt (utsatt skatt minus utsatt skattefordel), siden den utsatte skatten ikke blir betalt dersom bedriften kommer til å gå med tap.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Egenkapitalprosent	0,538	0,459	0,379	0,371	0,394	0,465	0,455	0,433
ekp Ekornes	0,643	0,630	0,663	0,707	0,708	0,717	0,695	0,695

Tabell 6 - Egenkapitalprosent

Hjellegjerde har en vektet egenkapitalprosent over analyseperioden på 43,3 %, mens Ekornes har 69,5 %. Det er imidlertid positivt at Hjellegjerde ligger over industrien på Oslo Børs, hvor medianen på egenkapitalprosenten er 40,2 %.

Statisk finansieringsanalyse

Denne analysen viser på et gitt tidspunkt hvordan virksomheten er finansiert, og er gjerne uttrykt i form av en finansieringsmatrise. Vi bruker matrisen til å analysere Hjellegjerde for 2005T.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	132,5						132,50
FAM	1,00						1,00
DOM	20,50	0,00	5,90	58,90	52,30	22,00	159,60
FOM						29,3	29,30
TK	154,00	0,00	5,90	58,90	52,30	51,50	322,60

Tabell 7 - Statisk finansieringsmatrise

I denne finansieringsmatrisen ser vi at driftsrelaterte anleggsmidler og finansielle anleggsmidler er fullt ut finansiert med egenkapital. Driftsrelaterte omløpsmidler er delvis finansiert med egenkapital og delvis med langsiktig og kortsiktig gjeld. De finansielle omløpsmidlene er fullt ut finansiert med kortsiktig finansiell gjeld. Desto raskere kurven går til bunns, desto mindre risikabel er finansieringen. Egenkapitalfinansiering er minst risikabel mens kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabel. 48 % av eiendelene er finansiert med egenkapital, noe som isolert sett kan virke som en akseptabel finansiering. Mer enn 46 % av driftsrelaterte omløpsmidler er imidlertid finansiert med kortsiktig gjeld, og finansielle omløpsmidler dekker 57 % av kortsiktig finansiell gjeld. Dette er forholdsvis risikabelt. Ut i fra den statiske finansieringsanalysen konkluderer vi med at Hjellegjerde er moderat risikabel med henhold til finansieringsstruktur.

4.5.3.3. Syntetisk rating

For virksomheter som ikke blir ratet i regi av virksomheter som spesialisere seg på kredittvurdering, eller dersom man ønsker å rate selv, kan man gjennomføre syntetisk rating. Det vil si at man prøver å klassifisere virksomheten i rett risikoklasse på basis av forholdstallsanalyse, spesielt likviditets- og soliditetsanalyse. Som oppsummering av risikoanalysen utfører vi derfor syntetisk rating på Hjellegjerde. Ratingen vår er basert på fire

forholdstall; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad (etter 28 % skatt), egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Sistnevnte vil vi analysere nærmere i forbindelse med lønnsomhetsanalysen i kapittel 4.5.4.2.

Vekt	0,05	0,05	0,1	0,1	0,2	0,25	0,25	
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Likviditetsgrad 1	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	BB	BB	CCC	CCC	BB	BBB	BB	BB
Egenkapitalprosent	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	CCC	B	CCC	CCC	B	BB	CCC	CCC
Gjennomsnittsrating	BB	BB	BB	B	BB	BBB	BB	BB

Tabell 8 - Syntetisk rating

Ratingen er basert på Standard & Poor's ratingklasser, og ut i fra disse har vi kommet frem til at en passende gjennomsnittsrating på Hjellegjerde er BB. Til sammenligning har Ekornes en stabil rating de siste årene på AA, noe som gir en konkurssannsynlighet på tilnærmet null. En rating på BB gir en sannsynlighet for at Hjellegjerde vil gå konkurs i løpet av 2006 på bare litt over en prosent. Dette er også svært lavt og er det samme som for et typisk selskap notert på Oslo Børs.

4.5.4 Analyse av lønnsomhet og vekst

4.5.4.1 Analyse av avkastningskrav

Kravet til avkastning blir benyttet både som diskonteringsrente for blant annet å finne dagens verdi ved verdsettelse, og som målestokk for rentabilitet, altså underliggende internrente. Før vi kan fortsette med lønnsomhetsanalyse av Hjellegjerde er vi derfor avhengig av å finne ulike avkastningskrav. Et av kravene vi trenger er netto driftskravet. For å finne dette må vi imidlertid først beregne egenkapitalkrav, minoritetsinteressekrav og netto finansielt gjeldskrav. Vi vil i det følgende ta for oss hvert av disse kravene.

Egenkapitalkravet (ekk)

Avkastningskravet er prisen på kapital og representerer alternativkostnad for en investor. Eierne krever en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende

investeringer med samme risiko. Ved analyse er det vanlig å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) for å beregne egenkapitalkravet:

$$e_{kk} = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f),$$

der egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen, r_f er risikofri rente og r_m er markedsavkastningen. CAPM bygger på mange forutsetninger, blant annet at kapitalmarkedet er perfekt slik at investorene bare får betalt for å bære systematisk risiko. Usystematisk risiko kan man bli kvitt ved diversifisering. Disse forutsetningene holder ikke i de virkelige markeder, men modellen er likevel mye brukt i praksis og gir god innsikt i analysesammenheng. Kapitalmarkedet er altså preget av markedssvikt, for eksempel ved asymmetrisk informasjon. For å kompensere for noe av dette, kan man legge til en illikviditetspremie (Λ). Kravet til avkastning blir da:

$$e_{kk} = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f) + \Lambda$$

For å finne egenkapitalkravet ved hjelp av CAPM må vi estimere komponentene som modellen består av.

Risikofri rente

Som mål på risikofri rente har vi valgt å benytte en 3 måneders effektiv Nibor- rente med fradrag av en risikopremie på 10 % av Nibor og etter 28 % skatt. Nibor-rente er den renten norske banker er villig til å låne hverandre penger for i en spesifisert periode, og inneholder en illikviditetspremie ettersom det norske depositmarkedet er illikvid.

Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til virksomheten. Beta måler samvariasjonen mellom markedsavkastningen til virksomheten (r) og avkastningen til markedsporteføljen (r_m), det vil si $Kov(r, r_m)$, relativt til volatiliteten i avkastningen til markedsporteføljen $Var(r_m)$. For børsnoterte virksomheter kan aksjebeta estimeres på basis av historiske kursdata. Denne estimeringen kan man gjøre selv eller benytte en beta estimert av andre. Før vi begynner å estimere historisk aksjebeta er det beste estimatet lik aksjemarkedsbetaen på 1,0. Men dette estimatet er svært usikkert. Vi har tatt utgangspunkt i aksjebetaen til Hjellegjerde på 0,18 som vi fant i Dagens Næringsliv og som er basert på

observasjoner fra de siste 12 månedene. Dette er imidlertid også et usikkert estimat i forhold til underliggende beta. Justert beta er en måte å veie disse to betaestimaterne på til ett estimat. I praksis benyttes ofte Merrill Lynch med en vekt på 2/3 på den estimerte historiske aksjebetaen, slik at den justerte betaen blir som følger:

$$\beta^* = (2/3) * 0,18 + (1/3) * 1 = 0,453$$

Markedets risikopremie ($r_m - r_f$)

Markedets risikopremie er den meravkastning en investor krever utover risikofri rente for å investere i risikofylte aktiva. Ettersom egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, må risikopremien til markedet være et nominelt tillegg etter skatt. Det er vanskelig å vite nøyaktig hva korrekt risikopremie til markedet er. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i estimatet som ble benyttet i BUS425-kurset våren 2005. Denne risikopremien er beregnet for 1999-2004. For 2005T estimerer vi risikopremien selv basert på utviklingen de siste årene.

Illikviditetspremie

Størrelsen på illikviditetspremien avhenger av grad av markedssvikt i den aktuelle aksjen og av selskapsspesifikk risiko. Premien ligger normalt mellom 0 og 5 %.³⁷ Etter å ha gjennomført risikoanalysen kom vi frem til at risikoen for Hjellegjerde sett under ett er lav. Hjellegjerdeaksjen er imidlertid en av de minst likvide på Oslo Børs, og vi mener derfor at en passende illikviditetspremie kan være 3 %.

Vi har nå de opplysningene vi trenger for å beregne gjennomsnittlig egenkapitalkrav ved hjelp av CAPM:

$$ekk = 0,035 + 0,453 * 0,046 + 0,03 = 0,086$$

Minoritetsinteressekravet (mik)

Minoritetsinteresser er egenkapital i konsernet gjennom at minoriteten eier fra 0 til 50 % av datterselskapet i konsernet. Minoritetsinvesteringer er egenkapitalinvesteringer og minoriteten er ”låst inne”. Kravet til avkastning på minoritetsinteresser vil derfor være ekk pluss en ekstra

³⁷ Knivsflå, BUS 425

illikviditetspremie. Illikviditetspremien vil avhenge av graden av innlåsning eller illikviditet. I hvilken grad minoriteten i Hjellegjerde er ”innlåst” er noe usikkert, men vi mener en passende ekstra illikviditetspremie for minoriteten kan være 3 %. Det normaliserte gjennomsnittlige avkastningskravet til minoriteten i årene 1999-2001 (minoriteten ble solgt i løpet av 2002) blir dermed $0,086 + 0,03 = 0,116$.

Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)

Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Kravet fremkommer dermed gjennom vekting av kravene til finansiell gjeld (fgk) og finansielle eiendeler (fek).

Kravet på finansiell gjeld settes av kreditor og inneholder risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk risiko, risikopremie for konkurrisiko (kredittrisiko) og tillegg for administrasjonskostnader. Administrasjonskostnadene antas å være inkludert i risikofri rente. Premie for systematisk risiko finner vi ved å multiplisere finansiell gjeldsbeta med markedets risikopremie. β_{FG} og β_{FE} finner man gjennom vekting. Vi forutsetter at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler og dermed at β_{NFG} er null. Vi finner først β_{FE} for så å bruke denne til å finne β_{FG} . β_{FE} fremkommer ved å vekte kontanter, fordringer og investeringer med finansielle eiendeler. Vi forutsetter imidlertid at kontanter og fordringer er risikofrie og dermed at betaen til disse er null. Ved analyse er det også vanlig å forutsette at finansielle investeringer har en beta lik en. Dermed blir β_{FE} lik investeringer dividert på finansielle eiendeler, og β_{FG} lik investeringer dividert på finansiell gjeld. Premie for kredittrisiko fremkommer ved å multiplisere risikofri rente med en kredittrisikofaktor som er basert på syntetisk rating.

Kravet til avkastning på finansielle eiendeler (fek) = $(v \cdot r_f) + w \cdot (r_f + \text{kredittrisikopremie}) + (1 - v - w) \cdot r_m$, der v er kontantvekt, w er finansiell fordringsvekt og (1-v-w) er finansiell investeringsvekt. Beregningene som inngår for å finne netto finansielt gjeldskrav finnes i vedlegg 4. Tabell 9 viser hvordan kravet til netto finansiell gjeld fremkommer:

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	99-05T
Krav til finansiell gjeld	0,071	0,072	0,079	0,094	0,044	0,019	0,023	0,057
* FG/NFG	1,250	1,151	1,170	1,134	1,216	1,215	1,378	1,216
- Krav til finansielle eiendeler	0,046	0,047	0,050	0,050	0,030	0,016	0,017	0,038
* FE/NFG	0,250	0,151	0,170	0,134	0,216	0,215	0,378	0,216
= Krav til netto finansiell gjeld	0,077	0,076	0,083	0,100	0,047	0,019	0,026	0,062

Tabell 9 – Netto finansiell gjeldskrav

Egenkapitalkravet og netto driftskravet år for år

Netto driftskapital består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld, og kravet til avkastning på netto driftseiendeler er dermed et veid avkastningskrav av ekk, mik og nfgk. For å finne nettodriftskravet må vi først finne β_{NDK} . Ettersom vi forutsetter at β_{NFG} er null, og videre at $\beta_{MI} = \beta_{EK}$, kan vi benytte følgende formel for å beregne nettodriftsbeta: $\beta_{NDK} = \beta_{EK} * (EK+MI)/NDK$. Vi begynner med å finne gjennomsnittlig netto driftsbeta ved hjelp av denne formelen. Miller og Modiglianis teorem 1 sier at verdien på et selskap er uavhengig av kapitalstruktur.³⁸ Ved å ta utgangspunkt i dette teoremet kan vi forutsette at β_{NDK} er konstant gjennom hele analyseperioden. Setter vi denne inn i formelen finner vi β_{EK} for hvert enkelt år, og har dermed alt vi trenger for å beregne egenkapitalkravet for de ulike årene.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	99-05T
Nibor-rente, 3 mnd	0,068	0,07	0,075	0,072	0,042	0,022	0,022	0,053
- Risikotillegg; 10 % av Nibor	0,007	0,007	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,061	0,063	0,068	0,065	0,038	0,018	0,020	0,048
- 28% skatt	0,017	0,018	0,019	0,018	0,011	0,005	0,006	0,013
= Risikofri rente etter skatt	0,044	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,035
+ Justert beta	0,398	0,482	0,524	0,539	0,481	0,409	0,388	0,453
* Risikopremie etter skatt	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,056	0,046
+ Likviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Egenkapitalkrav	0,096	0,103	0,101	0,090	0,073	0,065	0,066	0,086

Tabell 10 - Egenkapitalkrav 1999 – 2005T

Til slutt finner vi netto driftskravet ved å vekte de årlige kravene til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

³⁸ Bodie, Kane, Marcus - Investments

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	99-05T
Egenkapitalkravet	0,096	0,103	0,101	0,090	0,073	0,065	0,066	0,086
* EK/NDK	0,631	0,514	0,467	0,475	0,531	0,625	0,658	0,557
+ Minoritetsinteressekravet	0,126	0,133	0,131	0,120	0,103	0,095	0,096	0,116
* MI/NDK	0,011	0,016	0,021	0,000	0,000	0,000	0,000	0,007
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,077	0,076	0,083	0,100	0,047	0,019	0,026	0,062
* NFG/NDK	0,359	0,470	0,512	0,525	0,469	0,375	0,342	0,436
= Netto driftskrav	0,090	0,091	0,093	0,095	0,061	0,048	0,052	0,076

Tabell 11 - Netto driftskrav 1999-2005T

4.5.4.2 Analyse av lønnsomhet

Målet med rentabilitetsanalyse er å kartlegge lønnsomheten i bedriften, det vil si evnen til å generere inntjening til kapitalen, og på den måten tilfredsstille kravet til avkastning. Rentabiliteten til en kapital er et forholdstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster av seg i form av resultat per krone investert, og gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom bedrifter. Rentabiliteten er det eneste forholdstallet som har en teoretisk målestokk i form av avkastningskravet. En kapital er bare lønnsom dersom den genererer merrentabilitet, det vil si rentabilitet utover kravet. Kapitalbasene kan for eksempel være EK og NDK, og fra disse kan vi finne egenkapitalrentabiliteten (ekr) og netto driftsrentabiliteten (ndr). Målestokkene er da henholdsvis egenkapitalkravet og netto driftskravet. Empirisk viser det seg at rentabiliteten er tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen, såkalt "mean reverting". En hovedårsak til dette er at konkurransen i markedet driver rentabiliteten mot avkastningskravet, jfr. den strategiske analysen i kapittel 3. Resultatet til en kapital kan være fullstendig eller normalisert. Vi vil basere oss på den normaliserte rentabiliteten da den er mest relevant for budsjettering og fremskriving, og dermed verdsettelse. I nevneren bør man vanligvis bruke gjennomsnittlig kapital. Avkastningskrav er imidlertid vanligvis en etterskuddsrente, og for å få rentabiliteten konsistent med kravet må man derfor trekke ut den opptjente kapitalen i perioden, slik at også rentabiliteten blir en etterskuddsrente. Det forutsettes at endring av kapital skjer midt i året. Formelen for rentabilitet blir dermed:

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

Dersom innskudd av kapital ikke skjer midt i året kan man justere formelen ovenfor til å ta hensyn til dette. Denne justeringen er det imidlertid vanlig å ignorere ettersom det er vanskelig å finne informasjon om når inn- og utbetaling av kapital skjer. Unntaket er store

emisjoner av egenkapital. Hjellegjerde har bare foretatt én emisjon i løpet av analyseperioden, som fant sted i september 2004. Vi får imidlertid nesten identisk ekr i 2004 (0,09) ved å justere med hensyn på i hvilken måned emisjonen skjedde, som ved å bruke formelen ovenfor.

Egenkapitalrentabilitet

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Ekornes
ekr	0,002	0,011	-0,109	-0,080	0,022	0,091	0,013	0,012	0,387
ekk	0,096	0,103	0,101	0,090	0,073	0,065	0,066	0,076	
Merrentabilitet	-0,094	-0,092	-0,210	-0,170	-0,051	0,026	-0,053	-0,064	

Tabell 12 - Egenkapitalrentabilitet

Årene 2001 og 2002 var dårlige år for hele møbelindustrien, jfr. diskusjonen under eksternanalysen. Som vi ser av tabell 12 gjenspeiler dette seg i tallene til Hjellegjerde. Etter 2002 viser ekr en positiv utvikling frem til og med 2004. Kvartalsregnskapet for de to første kvartalene i 2005 viser et foreløpig negativt resultat, noe som påvirker trailingen og det omgrupperte resultatregnskapet for 2005T. Dette er med på å gi en negativ utvikling i ekr fra 2004 til 2005T. Hjellegjerde har bare merrentabilitet i 2004, mens ekr er mindre enn kravet de andre årene i analyseperioden. Den tidsvektede ekr i Hjellegjerde på 0,012 er svært lav sett i forhold til ekr i Ekornes, som er på hele 0,387. Egenkapitalrentabiliteten til Hjellegjerde er også 5,7 prosentpoeng lavere enn medianen for industrien på Oslo Børs. Disse momentene er faresignal for bedriften og lover ikke bra for fremtiden.

For å få bedre innsikt i underliggende kilder til rentabilitet kan ekr dekomponeres, det vil si oppsplitting av ekr i underliggende rentabilitetsdrivere. Egenkapitalrentabiliteten bør splittes i drift kontra finansiering, og vi velger å dekomponere i forhold til netto driftsrentabilitet ettersom denne skiller klart mellom nettopp drift og finansiering. Sammenhengen mellom egenkapitalrentabilitet og netto driftsrentabilitet er som følger:

$$\text{ekr} = \text{ndr} + (\text{ndr} - \text{nfg}) * \text{nfgg} + (\text{ndr} - \text{mir}) * \text{mig},$$

der $(\text{ndr} - \text{nfg}) * \text{nfgg}$ er virkning av finansiell gearing, mens $(\text{ndr} - \text{mir}) * \text{mig}$ er virkning av minoritetsgearing. Dekomponering av ekr for hvert år vises i tabell 13.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet
Netto driftsrentabilitet	0,023	0,040	-0,015	0,005	0,045	0,066	0,023	0,034
+ Netto finansiell gearing	-0,015	-0,016	-0,084	-0,082	-0,023	0,025	-0,010	-0,019
+ Minoritetsgearing	-0,006	-0,014	-0,011	-0,004	0,000	0,000	0,000	-0,002
= Egenkapitalrentabilitet	0,002	0,011	-0,109	-0,080	0,022	0,091	0,013	0,012

Tabell 13 - Egenkapitalrentabilitet dekomponert

Driften gir en tidsvektet nettorentabilitet på 3,4 %. Virkningen av finansiell gearing er -1,9 % og virkningen av minoritetsinteressene er -0,2 %. Til sammen gir dette en tidsvektet egenkapitalrentabilitet på 1,2 %. Etersom netto driftsrentabiliteten er mindre enn netto finansiell gjeldsrente (nfr), har bruk av netto finansiell gjeld en negativ virkning på egenkapitalrentabiliteten. Grunnen til dette er at lånte penger koster mer enn de gir i driftsrentabilitet. Rentabiliteten på minoritetsinteresser (mir) er også større enn ndr, og bruken av minoritetsinteresser er derfor en kostnad for majoritetsinteressene ettersom de må betale ut til minoriteten en rente som er større enn den som er generert fra driften. Det er altså bare driften som bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten til Hjellegjerde. Dette er vanlig og gjelder også for Ekornes.

Netto driftsrentabilitet

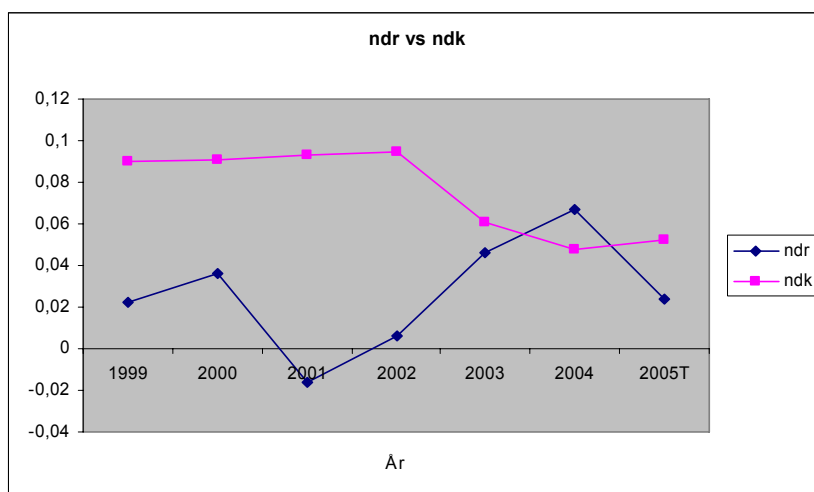
Etersom netto driftsrentabilitet er den viktigste kilden til egenkapitalrentabiliteten i Hjellegjerde ønsker vi å dekomponere denne for å få ytterligere innsikt. Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftseiendelene kaster av seg, og kan splittes opp i netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde). Netto driftsmargin er netto driftsresultat per krone omsatt (NDR/DI), og onde måler evnen til å skape driftsinntekter per krone investert (DI/NDK).

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Ekornes
Vekt	0,050	0,050	0,100	0,100	0,200	0,250	0,250		
ndm	0,015	0,026	-0,011	0,003	0,027	0,033	0,012	0,018	0,139
* onde	1,449	1,399	1,443	1,720	1,703	2,028	2,059	1,821	3,330
= ndr	0,022	0,036	-0,016	0,006	0,046	0,067	0,024	0,032	0,464
- ndk	0,090	0,091	0,093	0,095	0,061	0,048	0,052	0,065	
= Merrentabilitet	-0,068	-0,055	-0,109	-0,089	-0,015	0,019	-0,028	-0,033	

Tabell 14 - Netto driftsrentabilitet

Hjellegjerde har en tidsvektet driftsmargin på 1,8 % som er mye lavere enn den tidsvektede driftsmarginen til Ekornes på 13,9 %. Det samme gjelder omløpet til netto driftseiendeler som er 1,821 i Hjellegjerde mens den er 3,33 i Ekornes. Omløpet til netto driftseiendeler for

Hjellegjerde viser imidlertid en positiv utvikling, men netto driftsmargin varierer en del fra år til år, og er på vei ned fra 2004 til 2005T. Siden både netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendeler i Hjellegjerde er lavere enn i Ekornes, er den tidsvektede netto driftsrentabiliteten til Hjellegjerde 0,032 mot 0,464 i Ekornes. Utviklingen i netto driftsrentabilitet går i samme retning som egenkapitalrentabiliteten, trolig av de samme årsakene som nevnt i forbindelse med ekr. Den øker altså fra og med 2002 til og med 2004, og går ned fra 2004 til 2005T. Figuren nedenfor illustrerer netto driftsrentabiliteten til Hjellegjerde sammenlignet med netto driftskravet:



Figur 7 – Netto driftsrentabilitet vs netto driftskrav

Den tidsvektede netto driftsrentabiliteten er 3,2 %, noe som er 3,3 prosentpoeng lavere enn kravet på 6,5 %. Av figuren ovenfor ser vi at ndr stort sett ligger under kravet, men at det er en positiv utvikling etter 2001, og at ndr er større enn kravet i 2004. I 2005 er imidlertid rentabiliteten mindre enn kravet som følge av et dårlig resultat i kombinasjon med et bortimot uendret avkastningskrav. Dette er et faresignal som må tas i betraktning ved budsjettering og fremskriving.

Vi vil videre se på årsakene til at Hjellegjerde har en såpass mye lavere netto driftsmargin enn Ekornes. Dette kan analyseres ved hjelp av et såkalt ”common size”- resultat, hvor man sammenligner postene i resultatregnskapet i forhold til driftsinntektene. På denne måten kan man få frem hvor forskjellene skapes og dermed hvor man har mulighet for forbedringer:

	Common size-resultat	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Ekornes
	Salgsinntekter	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	0,99	0,99	0,99	1,00
+	Andre driftsinntekter	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00
=	Driftsinntekter	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
-	Varekostnad	0,41	0,39	0,40	0,42	0,41	0,43	0,43	0,42	0,25
-	Lønn og sosiale kostnader	0,30	0,30	0,28	0,27	0,24	0,23	0,24	0,25	0,27
-	Avskrivninger	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,04
-	Andre driftskostnader	0,24	0,24	0,29	0,27	0,28	0,26	0,28	0,27	0,20
=	Driftsresultat egen virksomhet	0,02	0,04	-0,02	0,00	0,04	0,05	0,02	0,02	0,24
-	Driftsrelatert skatt egen virksomhet	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,06
=	Nettodriftsresultat egen virksomhet	0,01	0,03	-0,01	0,00	0,03	0,03	0,01	0,02	0,18
+	Nettoresultat fra tilkn. selskap	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
=	Netto driftsresultat	0,01	0,03	-0,01	0,00	0,03	0,03	0,01	0,02	0,18

Tabell 15 - Common size-resultat

Som nevnt tidligere har Hjellegjerde økt sin netto driftsmargin fra og med år 2002 (med unntak av 2005T). Årsaken til dette er først og fremst at de har klart å redusere lønnskostnadene i forhold til driftsinntektene fra 28 % i 2001 til 24 % i 2005T. Dette skyldes i hovedsak at Hjellegjerde har flyttet deler av produksjonen til lavkostland hvor lønnsnivået er vesentlig lavere enn i Norge. Dersom vi sammenligner Hjellegjerde og Ekornes ser vi at hovedårsaken til den store forskjellen i netto driftsmargin ligger i varekostnaden. Ekornes har en varekostnad på 25 % av driftsinntektene, mens Hjellegjerde har hele 42 %! Det er vanskelig for oss som står på utsiden å forklare denne store forskjellen. Noen årsaker til de høye varekostnadene kan muligens være svinn og/eller dyrere råvarer på grunn av bedre kvalitet eller dårligere avtaler med leverandørene. Varekostnaden representerer den største utfordringen i Hjellegjerdens inntjeningsbilde i tiden fremover. De arbeider hardt med å finne alternativer og å utnytte bedre bedriftens internasjonale tilstedeværelse. En sterkere norsk krone påvirker varekostnaden og resultatet negativt på kort sikt. Hjellegjerde vil gjennomføre prisjusteringer i flere markeder for å tilpasse marginer og valutasituasjonen i de ulike markedene.³⁹

Finansiell gearing

Selv om den finansielle gearingen ikke bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten, kan den være interessant å dekomponere ytterligere for å få innsikt i hvilke underliggende forhold som gjør at den er negativ.

³⁹ Årsrapport Hjellegjerde, 2004

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Krav
Netto driftsrentabilitet	0,023	0,040	-0,015	0,005	0,045	0,066	0,023	0,034	0,065
- Netto finansiell rente	0,047	0,061	0,077	0,086	0,069	0,034	0,041	0,054	0,047
= Netto rentemargin	-0,024	-0,022	-0,092	-0,081	-0,024	0,033	-0,018	-0,020	0,018

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Krav
fgr	0,081	0,166	0,137	0,066	0,134	0,131	0,152	0,130	0,044
* FG/NFG	1,174	1,132	1,128	1,164	1,136	1,160	1,223	1,168	1,168
- fer	0,273	0,959	0,607	-0,056	0,610	0,740	0,649	0,586	0,029
* FE/NFG	0,174	0,132	0,128	0,164	0,136	0,160	0,223	0,168	0,168
= nfgr	0,047	0,061	0,077	0,086	0,069	0,034	0,041	0,054	0,047

Tabell 16 – Netto finansiell gearing

Den tidsvektede merrentabiliteten på finansiell gjeld er 0,086 (0,130 - 0,044). Dette innebærer at Hjellegjerde betaler en rente som er høyere enn det estimerte kravet, noe som er bra for kreditorene, men dårlig for eierne. Med unntak av 2002 er finansiell eiendelsrentabilitet svært høy. Bedriften genererer en høy meravkastning på sine eiendeler, og den tidsvektede merrentabiliteten over analyseperioden er på hele 0,557. Dette er meget bra.

4.5.4.3 Analyse av vekst

Vekstraten til et regnskapstall er den prosentvise endringen i regnskapstallet fra en periode til en annen. Vekst er en underliggende verdidriver som benyttes ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og dermed også ved fundamental verdsettelse. Vekst kan analyseres for alle typer kapital, for eksempel egenkapital. Det skilles mellom fullstendig vekstanalyse og normalisert vekstanalyse. Normalisert vekstanalyse er mer relevant for fremskriving og man får en mer standardisert vekst når den unormale veksten er tatt bort. Den normaliserte egenkapitalveksten (ekv) ekskluderer vekst gjennom unormalt nettoresultat til egenkapitalen, og gjennom kapitalinnskudd og –uttak som ikke er en del av normal utbyttepolitikk. Ettersom vekst ikke har noen teoretisk målestokk, må den analyseres over tid og i forhold til bransjen. En bedrift kan bare vokse mer enn bransjen gjennom å ta markedsandeler, og analyse av vekst i forhold til bransjen er derfor spesielt viktig. Vekst er imidlertid ikke alltid positiv. Bedriften må være lønnsom, det vil si at ekr må være større enn ekk, for at økt egenkapitalvekst (ekv) skal føre til økt verdi på egenkapitalen. Dersom ekr er mindre enn ekk, vil økt vekst i stedet redusere verdien på egenkapitalen. Vekst kan analyseres både på kort og på lang sikt. På lang sikt kan ikke veksten være større enn den forventede realveksten i den samlede økonomien pluss forventet inflasjon i dag, det vil si ikke større enn ca 6 %. Bedrifter som vokser raskt vil

derfor før eller siden få redusert vekst. Veksten er altså tilbakevendende til gjennomsnittet, såkalt ”mean reverting”. På kort sikt må veksten sees i sammenheng med den generelle veksten i bransjen og med de ressursene bedriften har til å skape vekst. Dersom bransjen ikke vokser, kan vekst som nevnt bare skje på bekostning av andre bedrifter i bransjen, noe som ofte fører til hard konkurranse med konsekvenser for lønnsomheten (jfr. den strategiske analysen).

Vi begynner med å se på egenkapitalveksten til Hjellegjerde. Egenkapitalveksten fremkommer som $(1-eku) * ekr$, hvor eku er utbytteforholdet i bedriften. Hjellegjerde har som utbyttepolitikk å dele ut 30 %.

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Ekornes
	ekr	0,002	0,011	-0,109	-0,080	0,022	0,091	0,013	0,012	0,387
*	1-eku	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,286
=	ekv	0,001	0,007	-0,076	-0,056	0,015	0,064	0,009	0,008	0,111

Tabell 17 – Egenkapitalvekst

Den tidsvektede egenkapitalveksten til Hjellegjerde er 0,8 % mot 11,1 % i Ekornes. Medianen for egenkapitalvekst på Oslo Børs for årene 2000 til 2004 er 3,2 %. Egenkapitalveksten til Hjellegjerde er negativ i 2001 og 2002 som følge av negativ ekr, mens den er 1,5 % i 2003 og tilnærmet lik null de andre årene. Unntaket er 2004 da egenkapitalrentabiliteten var større enn egenkapitalkravet, og veksten i egenkapital var 6,4 %. Hjellegjerde har altså en svak vekst som i tillegg er på vei ned igjen etter den positive utviklingen fra 2002 til 2004.

Vekst kan også analyseres for poster i resultatregnskapet, for eksempel driftsinntektene. Driftsinntektsveksten (div) er viktig å studere fordi den er en budsjettdriver, og dermed et viktig element ved verdsettelse. Driftsinntektsveksten finner vi som $\Delta DI_t / DI_{t-1}$, der ΔDI_t er endring i driftsinntekter i periode t, og DI_{t-1} er driftsinntekter i periode t-1.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	Vektet	Ekornes
div	0,006	0,068	-0,042	0,074	-0,023	0,178	-0,025	0,041	0,082

Driftsinntektsveksten til Hjellegjerde varierer mye over analyseperioden, og tidsvektet er den 4,1 %. Den høye veksten fra 2003 til 2004 tilskrives i hovedsak produktprogrammet Northern

Comfort, som økte med 42 % i 2004 sammenlignet med 2003.⁴⁰ Fra 2004 til 2005 er imidlertid veksten i driftsinntekter negativ. Dette kommer først og fremst av at omsetningen i Sentral-Europa er redusert med 16 % i forhold til de samme kvartalene i 2004. I tillegg er også omsetningen betydelig redusert i USA som følge av stopp i salg av produkter som lå utenfor selskapets produktprogrammer.⁴¹ Hjellegjerdes tidsvektede driftsinntektsvekst er bare halvparten så høy som for Ekornes og 5,2 prosentpoeng lavere enn medianen for industrien på Oslo Børs.

4.6 Innsikt fra regnskapsanalysen

Likviditetsgrad 1 har vært forholdsvis stabil de siste tre årene og er høyere enn medianen for industrien på Oslo Børs. Ser vi på rentedekningsgrad er denne moderat over analyseperioden. Likviditetsanalysen viser altså at Hjellegjerde har nok likvide midler til å dekke gjeld etter hvert som den forfaller til betaling.

Bedriften har en bra egenkapitalprosent, mens den statiske finansieringsmatrisen viser en brukbar finansieringsstruktur. Hjellegjerde ser dermed ut til å være en solid bedrift som kan stå imot en lengre periode med tap. Risikoanalysen ble oppsummert gjennom syntetisk rating, og en passende rating på Hjellegjerde ble BB. Dette bekrefter våre konklusjoner fra likviditets- og soliditetsanalysen.

Lønnsomheten til Hjellegjerde er dårlig og de generer ingen merrentabilitet da egenkapitalrentabiliteten gjennomgående er lavere enn kravet (med unntak av 2004).

Gjennom dekomponering av ekr ser vi tydelig at bedriften har et problem da driften har svært lav avkastning. I tillegg koster lånte penger mer enn de gir i driftsrentabilitet, noe som fører til at ekr blir lavere enn ndr.

Vekstanalysen viser at Hjellegjerde har en vekst i egenkapital som stort sett er svært lav. Den tidsvektede driftsinntektsveksten er 4,1 %, men varierer mye og går fra positiv til negativ annethvert år.

Regnskapsanalysen viser at Hjellegjerde er en lite risikabel bedrift, men med dårlig lønnsomhet og bortimot ingen vekst i egenkapitalen.

⁴⁰ Årsrapport Hjellegjerde 2004

⁴¹ Hjellegjerdes kvartalsrapport for første halvår 2005.

5. Fremtidsregnskap

Utarbeidelse av fremtidsregnskap tar utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen, det vil si både den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Vi vil fokusere på hovedtrekk fra analysen og bygge disse inn i fremtidsregnskapet.

5.1 Valg av budsjetthorisont

Budsjetthorisonten er det året T der man går fra budsjettering til enkel fremskriving av verdidriverne rentabilitet, vekst og avkastningskrav. Budsjettperioden er vanligvis 6-14 år og avhenger i hovedsak av tid til "steady state" og kvaliteten på regnskapsføringen. "Steady state" oppstår når veksten er konstant, det vil si på det tidspunkt det er rimelig å tilnærme veksten med den langsiktige veksten i økonomien generelt. Dersom tid til "steady state" er null, trenger man ikke budsjettere og kan gå rett på fremskriving. Desto bedre regnskapsføringen er, desto kortere budsjettperiode er nødvendig. Dette kommer av at nåverdien av fremtidige residuale resultater blir mindre når regnskapsføringen bedres. I vekstanalysen kom vi frem til at egenkapitalveksten er tilnærmet null og at driftsinntektsveksten varierer svært mye. Vi kan derfor konkludere med at Hjellegjerde ikke kan være i "steady state". I den strategiske analysen kom vi frem til at møbelbransjen har vekstpotensial og at Hjellegjerde trolig vil vokse i årene fremover. På basis av dette velger vi å sette budsjettperioden til 7 år, det vil si fra år 2006 til 2012. Vi velger også å ta med år 2013 og 2014, det vil si to år inn i fremskrivingsperioden.

5.2 Budsjettering til budsjetthorisonten

I hovedsak er det tre mulige utviklingsbaner frem til budsjetthorisonten; utvikling bedre enn forventet, forventet eller dårligere enn forventet. Det er ikke vanlig å utarbeide budsjett for alle de tre scenarioene, og vi velger å budsjettere ut i fra den "forventede" utviklingen som er den mest sannsynlige basert på subjektivt skjønn. I praksis kan man budsjettere fra tidspunkt 0 til budsjetthorisonten T ved hjelp av lineær fremskriving av budsjettdriverne i forhold til tre budsjettpunkt. På grunn av usikkerhet ved budsjettering vil vi skissere en enkel modell hvor budsjetteringen skjer i 7 steg og ved hjelp av 9 budsjettdriverne:

1. Budsjettere driftsinntekter ved hjelp av veksten i driftsinntektene:

$$DI_t = (1 + \mathbf{div}_t) \cdot DI_{t-1}$$
2. Budsjettere netto driftseiendeler ved hjelp av omløpet til netto driftseiendeler:

$$NDE_t = DI_t / \mathbf{onde}_t$$
3. Budsjettere netto driftsresultat ved hjelp av netto driftsmargin:

$$NDR_t = \mathbf{ndm}_t \cdot DI_t$$
4. Budsjettere netto finansiell gjeld ved hjelp av finansiell gjeldsdel (FG/NDE) og finansiell eiendelsdel (FE/NDE):

$$FG_t = \mathbf{fgd}_t \cdot NDE_t \text{ og } FE_t = \mathbf{fed}_t \cdot NDE_t, \text{ hvor } NFG_t = FG_t - FE_t$$
5. Budsjettere netto finanskostnad ved hjelp av finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet:

$$NFK_t = \mathbf{fgr}_t \cdot FG_{t-1} \text{ og } NFI_t = \mathbf{fer}_t \cdot FE_{t-1}$$
6. Budsjettere minoritetsinteresser ved hjelp av minoritetsdel:

$$MI_t = \mathbf{mid}_t \cdot NDE_t$$
7. Budsjettere netto minoritetsresultat ved hjelp av netto minoritetsrentabilitet:

$$NMR_t = \mathbf{nmr}_t \cdot MI_t$$

Steg 1 – Driftsinntekter

Vekst i driftsinntektene er den viktigste, men trolig også den mest usikre av verdidriverne. Hittil i år har ikke Hjellegjerde klart å opprettholde den positive resultatutviklingen de har vist etter år 2002, og bedriften er derfor ”tvunget” til å komme med forbedringer for å ikke seile akterut. Samtidig så vi i den strategiske analysen at møbelbransjen har vekstpotensial. Med utgangspunkt i disse momentene velger vi å budsjettere med en positiv vekst i driftsinntektene som øker lineært til 9 % i år 2009. Veksten på horisonten kan imidlertid maksimalt være lik den langsiktige økonomiske veksten på 6 % (3,5 reell vekst + 2,5 % inflasjon), og fra år 2009 vil driftsinntektsveksten (div) derfor konvergere lineært mot 6 % på horisonten.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DI_{t-1}	482,100	501,384	529,796	568,647	619,826	669,412	716,271	759,247	804,802
* div_t	0,040	0,057	0,073	0,090	0,080	0,070	0,060	0,060	0,060
= ΔDI_t	19,284	28,412	38,852	51,178	49,586	46,859	42,976	45,555	48,288
+ DI_{t-1}	482,100	501,384	529,796	568,647	619,826	669,412	716,271	759,247	804,802
= DI_t	501,384	529,796	568,647	619,826	669,412	716,271	759,247	804,802	853,090

Tabell 18 - Budsjetterte driftsinntekter

Steg 2 – Netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) vil avhenge av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. Denne budsjettdriveren har vært stigende de siste årene og vi forventer en ytterligere effektivisering de kommende årene med en topp på 2,2 i 2008. Etter 2008 antar vi at onde vil konvergere mot det tidsvektede gjennomsnittet på 1,821 på horisonten.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DI_{t+1}	501,384	529,796	568,647	619,826	669,412	716,271	759,247	804,802	853,090	904,275
/ $onde_{t+1}$	2,144	2,162	2,181	2,200	2,073	1,947	1,821	1,821	1,821	1,821
= NDE_t	233,900	245,005	260,705	281,739	322,867	367,947	417,169	442,199	468,731	496,854

Tabell 19 - Budsjetterte netto driftseiendeler

Steg 3 – Netto driftsresultat

Netto driftsmarginen (ndm) måler evnen virksomheten har til å generere netto driftsresultat per krone omsatt. Som vi kommenterte blant annet i forbindelse med ”common size”-resultatet har Hjellegjerde nå sterk fokus på å få ned driftskostnadene og vi forventer derfor en positiv utvikling i netto driftsmargin frem til år 2009 opp til 0,047. På lang sikt mener vi at konkurransen vil føre til at ndm går noe ned. Ekornes har en tidsvektet ndm på 0,139 mens ndm i Hjellegjerde er 0,018. Med utgangspunkt i disse opplysningene velger vi å budsjettere med en ndm på horisonten på 0,045.

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
DI_t	501,384	529,796	568,647	619,826	669,412	716,271	759,247	804,802	853,090
* ndm_t	0,020	0,029	0,038	0,047	0,046	0,046	0,045	0,045	0,045
= NDR_t	10,028	15,364	21,609	29,132	31,016	32,710	34,166	36,216	38,389

Tabell 20 - Budsjetterte netto driftsresultat

Steg 4 – Netto finansiell gjeld

Kapitalstrukturen er rimelig stabil over tid, og det kan være naturlig å la finansiell gjeldsdel (fgd) og finansiell eiendelsdel (fed) konvergere mot det tidsvektede gjennomsnittet i bedriften. Hjellegjerde har en finansiell gjeldsdel i dag på 0,47 mens den tidsvektede finansielle gjeldsdelen er 0,51. Vi antar imidlertid at bedriften trenger mindre gjeld i steady state og at fgd derfor faller lineært til 0,43 på horisonten. Den finansielle eiendelsdelen har holdt seg svært stabil over analyseperioden og vi har ingen indikasjoner på at den vil endre seg i særlig grad fremover. Vi velger derfor å la denne konvergere mot det tidsvektede gjennomsnittet på 0,1.

	År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	NDE _t	245,005	260,705	281,739	322,867	367,947	417,169	442,199	468,731	496,854
*	fgd _t	0,470	0,463	0,457	0,450	0,443	0,437	0,430	0,430	0,430
=	FG_t	115,152	120,793	128,661	145,290	163,123	182,164	190,145	201,554	213,647
	NDE _t	245,005	260,705	281,739	322,867	367,947	417,169	442,199	468,731	496,854
*	fed _t	0,130	0,125	0,120	0,115	0,110	0,105	0,100	0,100	0,100
=	FE_t	31,851	32,588	33,809	37,130	40,474	43,803	44,220	46,873	49,685
→	NFG	83,302	88,205	94,852	108,161	122,649	138,361	145,926	154,681	163,962

Tabell 21 - Budsjettert netto finansiell gjeld

Steg 5 – Netto finanskostnad

Netto finansiell gjeldsrente kan avvike fra kravet til avkastning på netto finansiell gjeld, men på sikt er det rimelig å anta at den betalte nettorenten på netto finansiell gjeld er lik netto finansielt gjeldskrav. Dette bygger på forutsetninger om velfungerende kapitalmarkeder og at netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi. Vi budsjetterer derfor med finansiell eiendelsrentabilitet (fer) = finansielt eiendelskrav (fek) og finansiell gjeldsrente (fgr) = finansielt gjeldskrav (fgk). Kravene blir beregnet i delkapittel 5.3.

	År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	FG _{t-1}	110,400	115,152	120,793	128,661	145,290	163,123	182,164	190,145	201,554
*	fgr _t	0,028	0,033	0,038	0,037	0,041	0,047	0,051	0,051	0,051
=	NFK_t	3,062	3,780	4,545	4,789	6,018	7,669	9,328	9,732	10,316
	FE _{t-1}	30,300	31,851	32,588	33,809	37,130	40,474	43,803	44,220	46,873
*	fer _t	0,020	0,023	0,026	0,029	0,032	0,036	0,039	0,039	0,039
=	NFI_t	0,603	0,732	0,849	0,985	1,196	1,468	1,724	1,740	1,845
→	NFK-NFI	2,458	3,048	3,696	3,804	4,822	6,201	7,604	7,991	8,471

Tabell 22 - Budsjettert netto finanskostnad

Steg 6 og 7– Minoritetsinteresser og netto minoritetsresultat

Hjellegjerde solgte alle sine minoritetsinteresser i 2002 og vi har ingen grunn til å tro at de vil få noen minoritetsinteresser i årene fremover. Vi kan derfor se bort i fra disse stegene.

Etter at vi har gjort antagelser for utvikling i budsjett drivere og beregnet sentrale resultat- og balanse størrelser kan vi nå sette opp budsjettert resultatregnskap og balanse:

	Resultatregnskap	2005T	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	Driftsinntekter	482,10	501,38	529,80	568,65	619,83	669,41	716,27	759,25	804,80	853,09
→	Netto driftsresultat	5,60	10,03	15,36	21,61	29,13	31,02	32,71	34,17	36,22	38,39
+	Netto finansinntekt	12,55	0,60	0,73	0,85	0,99	1,20	1,47	1,72	1,74	1,84
=	Nettoresultat til SSK	18,15	10,63	16,10	22,46	30,12	32,21	34,18	35,89	37,96	40,23
-	Netto finanskostnad	16,08	3,06	3,78	4,54	4,79	6,02	7,67	9,33	9,73	10,32
-	Netto minoritetsresultat	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
=	Nettoresultat til EK	2,07	7,57	12,32	17,91	25,33	26,19	26,51	26,56	28,22	29,92
+	Unormalt netto driftsresultat	-9,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+	Unormalt netto finansresultat	-1,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
=	Fullstendig nettoresultat	-8,01	7,57	12,32	17,91	25,33	26,19	26,51	26,56	28,22	29,92
-	NBU/ Fri kontantstrøm til EK	0,00	-0,13	1,52	3,53	-2,49	-4,40	-7,00	9,10	10,45	11,08
=	Endring i egenkapital	-8,01	7,70	10,80	14,39	27,82	30,59	33,51	17,47	17,78	18,84

Tabell 23-Budsjettert resultat

	Balanse	2005T	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
→	Netto driftseiendeler	233,90	245,00	260,70	281,74	322,87	367,95	417,17	442,20	468,73	496,85
	Egenkapital	154,00	161,70	172,50	186,89	214,71	245,30	278,81	296,27	314,05	332,89
+	MI	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+	NFG	80,10	83,30	88,21	94,85	108,16	122,65	138,36	145,93	154,68	163,96
→	Netto driftskapital	234,10	245,00	260,70	281,74	322,87	367,95	417,17	442,20	468,73	496,85

Tabell 24 - Budsjettert balanse

5.3 Krav til avkastning over budsjett horisonten

I regnskapsanalysen beregnet vi avkastningskrav for å kunne analysere lønnsomheten i Hjellegjerde basert på historiske tall. For å kunne verdsette Hjellegjerde må kravet fremskrives over budsjettperioden fra år 2006 til 2012, og etter budsjett horisonten år 2012. Fremgangsmåten ved beregning av kravene vil ligne på den vi benyttet i regnskapsanalysen, men nå skal avkastningskravet altså være fremoverskuende. For å kunne verdsette alle delkapitaler i virksomheten må vi ha avkastningskravet til egenkapital, netto finansiell gjeld,

netto driftskapital og sysselsatt kapital. Avkastningskravene vil nå være basert på inngående kapital.

Egenkapitalkravet

Ved beregning av avkastningskravene over budsjettperioden benytter vi oss av CAPM, på samme måte som vi gjorde i regnskapsanalysen ved beregning av avkastningskrav over analyseperioden. Den historiske risikofrie renten kan være et godt utgangspunkt for å estimere en fremoverskuende risikofri rente. Vi forutsetter dermed at den risikofrie renten etter skatt vil returnere lineært til 3,6 %. Dette er den løpende gjennomsnittsrenten på 10-årige statslån minus en risikopremie for lange lån på 0,4 %. Gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs fra 1958 til 2004 er 5,5 %. Vi antar at denne vil holde seg på samme nivå over budsjettperioden. Når det gjelder beta til egenkapitalen tar vi utgangspunkt i den justerte beta vi beregnet i regnskapsanalysen. I tillegg velger vi å legge til en illikviditetspremie på 3 % som tidligere. Fra og med utbytte som blir betalt ut i 2006 blir det innført utbytteskatt på 28 % på utbytte til personlige skatteyttere når utdelingen er over en viss skjermingsgrense. Men blant annet på grunn av skjerming, ingen utbytteskatt for norske selskap og utstrakt skattetilpasning vil den effektive utbytteskatten være mye mindre enn 28 %. Vi velger en lineær utvikling i den effektive utbytteskatten fra 0 % i dag til 5 % på horisonten.

For å finne egenkapitalkravet år for år trenger vi β_{EK} for hvert år. Fremtidig egenkapitalbeta og dermed egenkapitalkravet vil avhenge av budsjettert kapitalstruktur. Vi tar her utgangspunkt i Miller og Modiglianis teorem 1 om at verdien av et selskap er uavhengig av kapitalstruktur. Dermed kan vi beregne β_{NDK} i 2005 og la denne være det samme over hele budsjettperioden. β_{NFG} forutsettes fremdeles å være null som tidligere forklart under regnskapsanalysen.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapitalbeta	0,39	0,37	0,37	0,37	0,37	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36
* Egenkapitalvekt	0,63	0,66	0,66	0,66	0,66	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
+ Netto finansbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,38	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,33	0,33	0,33	0,33
= Netto driftsbeta	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24

Tabell 25 - EK-beta og netto driftsbeta 2005-2014

Vi kan nå beregne egenkapitalkravet år for år i budsjettperioden:

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente	0,014	0,017	0,020	0,023	0,026	0,029	0,033	0,036	0,036	0,036
+ Egenkapitalbeta	0,388	0,368	0,367	0,366	0,366	0,365	0,364	0,363	0,362	0,362
* Risikopremien til markedet	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
+ Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Egenkapitalkrav før utbytteskatt	0,065	0,067	0,070	0,073	0,076	0,079	0,083	0,086	0,086	0,086
/ (1-effektiv utbytteskatt)	1,000	0,993	0,986	0,979	0,972	0,965	0,957	0,950	0,950	0,950
= Egenkapitalkrav	0,065	0,068	0,071	0,075	0,078	0,082	0,087	0,090	0,090	0,090

Tabell 26 - Egenkapitalkrav 2005-2014

Netto finansiell gjeldskravet

Kravet til avkastning på netto finansiell gjeld kan vi finne ved å vekte kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler.

Finansielt eiendelskrav (fek) fremkommer som: $r_f + \beta_{FE} * mrp$, der mrp er markedets risikopremie. Siden vi ikke har budsjettet kontanter, investeringer og fordringer beregner vi finansiell eiendelsbeta ved å ta utgangspunkt i β_{FE} for 2005. Vi forventer at denne vil konvergere lineært mot det tidsvektede gjennomsnittet på 0,061 på budsjettthorisonen. Markedets risikopremie er 0,055 over hele perioden, som forklart i forbindelse med beregning av ekk.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente	0,014	0,017	0,020	0,023	0,026	0,029	0,033	0,036	0,036	0,036
+ Finansiell eiendelsbeta	0,053	0,053	0,054	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,061	0,061
* Risikopremien	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
= fek	0,017	0,020	0,023	0,026	0,029	0,032	0,036	0,039	0,039	0,039

Tabell 27 - Finansielt eiendelskrav 2005-2014

Finansielt gjeldskrav (fgk) fremkommer som: $r_f + \beta_{FG} * mrp + krp$, der krp er premie for kredittrisiko. Ettersom vi forutsetter at β_{NFG} er null, finner vi β_{FG} som en residual på følgende måte:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,014	0,014
* Finansiell gjeldsvekt	1,223	1,382	1,369	1,356	1,343	1,330	1,317	1,303	1,303
- Finansiell eiendelsbeta	0,053	0,054	0,056	0,057	0,058	0,060	0,061	0,061	0,061
* Finansiell eiendelsvekt	0,223	0,382	0,369	0,356	0,343	0,330	0,317	0,303	0,303
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabell 28 - Finansiell gjeldsbeta

Premie for kredittrisiko finner vi ved hjelp av syntetisk rating som tidligere, men nå på basis av bare to forholdstall; egenkapitalprosent (ekp) og netto driftsrentabilitet. Siden vi ikke budsjetterer total kapital beregner vi her ekp i forhold til sysselsatt kapital. Egenkapitalprosenten vil dermed være noe overvurdert og vi runder derfor ned ved ratingen av denne. Egenkapitalen hvert år beregnes som 1-NFG og sysselsatt kapital beregnes som NDE + FE. Ettersom avkastningskravene beregnes med utgangspunkt i inngående kapital må vi også beregne ndr og andre rentabiliteter i forhold til inngående kapital for å få et riktig sammenligningsgrunnlag. Kredittrisikofaktoren finner vi som følge av gjennomsnittsratingen av ekp og ndr for hvert år.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ndr	0,022	0,043	0,063	0,083	0,103	0,096	0,089	0,082	0,082	0,082
ekp	0,582	0,584	0,588	0,592	0,596	0,601	0,605	0,609	0,609	0,609
ndr rating	CCC	B	B	BB	BBB	BBB	BBB	A	A	A
ekp rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
gj.snitt	B	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kredittrisikofaktor	1	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
* Risikofri rente	0,014	0,017	0,020	0,023	0,026	0,029	0,033	0,036	0,036	0,036
= Kreditrisikopremie	0,014	0,010	0,012	0,014	0,010	0,012	0,013	0,014	0,014	0,014

Tabell 29 - Syntetisk rating og kredittrisikopremie 2005-2014

Vi kan dermed beregne finansielt gjeldskrav for hvert år:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente	0,017	0,020	0,023	0,026	0,029	0,033	0,036	0,036	0,036
+ Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,014	0,014
* Risikopremien	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
+ Kredittrisikopremien	0,010	0,012	0,014	0,010	0,012	0,013	0,014	0,014	0,014
= fgk	0,028	0,033	0,038	0,037	0,041	0,047	0,051	0,051	0,051

Tabell 30 - Finansielt gjeldskrav 2006-2014

Vi har nå alt vi trenger for å beregne avkastningskravet til netto finansiell gjeld:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansielt gjeldskrav	0,028	0,033	0,038	0,037	0,041	0,047	0,051	0,051	0,051
* Finansiell gjeldsvekt	1,223	1,382	1,369	1,356	1,343	1,330	1,317	1,303	1,303
- Finansielt eiendelskrav	0,020	0,023	0,026	0,029	0,032	0,036	0,039	0,039	0,039
* Finansiell eiendelsvekt	0,223	0,382	0,369	0,356	0,343	0,330	0,317	0,303	0,303
= nfgk	0,029	0,037	0,042	0,040	0,045	0,051	0,055	0,055	0,055

Tabell 31 - Netto finansielt gjeldskrav 2006-2014

Netto driftskravet

Kravet til avkastning på netto driftskapital er et veid avkastningskrav hvor man veker egenkapitalkravet og netto finansiell gjeldskravet. I prinsippet skal vektingen skje ved hjelp av markedsverdier, men i mangel på disse veker vi med balanseførte verdier og finner netto driftskravet som vist i tabellen under:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapitalkrav	0,068	0,071	0,075	0,078	0,082	0,087	0,090	0,090	0,090
* Egenkapitalvekt	0,658	0,660	0,662	0,663	0,665	0,667	0,668	0,670	0,670
+ Netto finanskrav	0,029	0,037	0,042	0,040	0,045	0,051	0,055	0,055	0,055
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,342	0,340	0,338	0,337	0,335	0,333	0,332	0,330	0,330
= Netto driftskrav	0,055	0,059	0,064	0,065	0,069	0,075	0,079	0,079	0,079

Tabell 32 - Netto driftskrav 2006-2014

Sysselsatt kapitalkravet

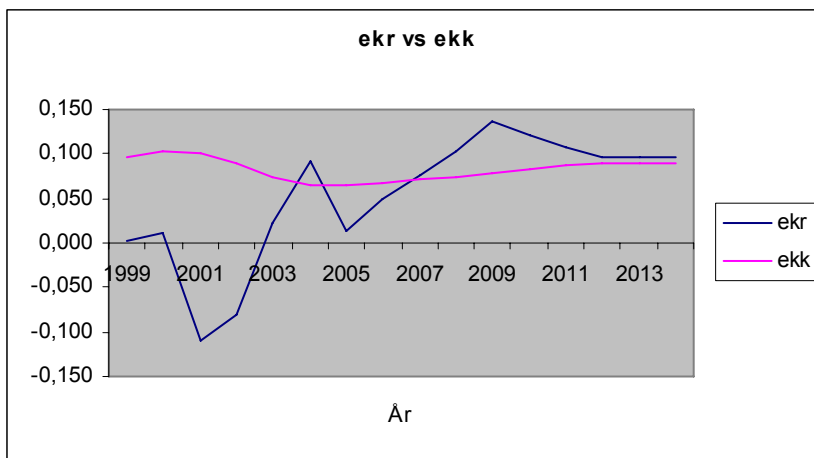
Kravet til avkastning på sysselsatt kapital finner vi ved å vekte avkastningskravet på egenkapitalen og avkastningskravet på finansiell gjeld:

År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapitalkrav	0,068	0,071	0,075	0,078	0,082	0,087	0,090	0,090	0,090
* Egenkapitalvekt	0,582	0,584	0,588	0,592	0,596	0,601	0,605	0,609	0,609
+ Finansielt gjeldskrav	0,028	0,033	0,038	0,037	0,041	0,047	0,051	0,051	0,051
* Finansiell gjeldsvekt	0,418	0,416	0,412	0,408	0,404	0,399	0,395	0,391	0,391
= Sysselsatt kapital kravet	0,051	0,055	0,059	0,062	0,066	0,071	0,075	0,075	0,075

Tabell 33 - Sysselsatt kapitalkrav 2006-2014

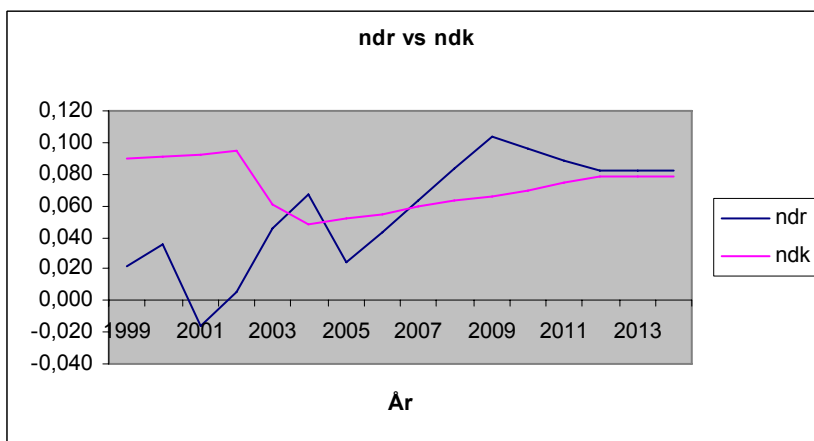
5.4 Fremskriving av krav og verdidrivere etter budsjetthorisonten

Etter budsjetthorisonten, det vil si når vi antar at bedriften er i ”steady state”, fremskriver vi verdidriverne egenkapitalrentabilitet, netto driftsrentabilitet og egenkapitalvekst. I tillegg fremskriver vi avkastningskravet til egenkapitalen, sysselsatt kapitalen og netto driftskapitalen. Verdidriverne kan eventuelt overstyre dersom de ikke representerer en rentabilitet og vekst som kan være vedvarende i det lange løp. For Hjellegjerde har vi valgt å ikke overstyre ettersom vi har en egenkapitalvekst som går mot 6 % og rentabiliteter som virker fornuftige i forhold til de tilhørende avkastningskravene.



Figur 8 – Egenkapitalrentabilitet vs egenkapitalkravet

Som vi ser av figur 8 og 9 konvergerer egenkapitalrentabiliteten og netto driftsrentabiliteten mot sine respektive krav på horisonten. Den samme utviklingen får vi i rentabiliteten på sysselsatt kapital i forhold til sysselsatt kapitalkravet. Dette virker rimelig i forhold til fremskriving mot det uendelige.



Figur 9 – Netto driftsrentabilitet vs netto driftskravet

6. Verdsettelse

6.1 Verdsettelsesteknikker

Det finnes tre hovedteknikker for verdsettelse av bedrifter; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. De tre teknikkene er vanligvis ikke alternativer, men supplement.

6.1.1 Komparativ verdsettelse

Innenfor komparativ verdsettelse har man en indirekte og en direkte verdsettelsesmetode. Ved multiplikatormetoden verdsetter man egenkapitalen direkte gjennom å sammenligne med hvordan komparative virksomheter blir priset i aksjemarkedet. Substansverdimetoden verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom å sammenligne med markeds- eller salgsverdier på individuelle eiendeler og individuell gjeld. Multiplikatormetoden er en enkel og lite kostbar modell og er derfor mye brukt i praksis. Verdsettelsen er avhengig av hvilken multiplikator og hvilke komparative virksomheter som blir valgt, og man har altså stor frihet til å påvirke verdiesimatet ved å velge den multiplikatoren som gir ”rett” verdi. I tillegg er verdsettelsen påvirket av stemningen i aksjemarkedet og dermed også av eventuelle bobler. Ved substansverdimetoden er man avhengig av at alle eiendeler og gjeld kan identifiseres og at de har en salgs- eller markedsverdi som kan observeres eller lett estimeres ved å sammenligne med lignende eiendeler og gjeld. Denne metoden er mest aktuell når viktige eiendeler har klare sammenlignende verdier.

6.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av fundamental verdsettelse med det formål å bygge inn verdien av fleksibilitet. Verdien til egenkapitalen blir dermed verdien av egenkapital basert på fundamental verdsettelse pluss nåverdien av fleksibilitet. Denne fleksibiliteten er vanligvis verdien av en eller flere realopsjoner i driften. En realopsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller på et gitt tidspunkt til en pris som er avtalt på forhånd. Realopsjoner kan for eksempel være opsjon til å kunne ekspandere, opsjon til å kunne vente eller opsjon til å kunne avvikle. I Hjellegjerdes tilfelle kunne opsjonsbasert verdsettelse vært aktuell for eksempel i forbindelse med eventuelle kjøp av nye fabrikker internasjonalt. Hjellegjerde er i den modne fasen og opsjonsbasert verdsettelse er som regel mest relevant for bedrifter i oppstarts- eller

avviklingsfasen. Noe ekspansjon i Hjellegjerde er imidlertid ikke utelukket av den grunn, men hvorvidt dette er aktuelt for bedriften er vanskelig å vite ettersom vi ikke har tilgang på interne strategidokumenter.

6.1.3 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er verdivurdering basert på fundamental analyse, det vil si strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og krav. Det finnes to hovedmetoder for fundamental verdsettelse; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

6.1.3.1 Egenkapitalmetoden

Denne metoden verdsetter egenkapitalen direkte ved hjelp av superprofittmodellen, superprofittvekstmodellen, utbyttmodellen eller fri kontantstrømmodellen:

Superprofittmodellen

Ved superprofittmodellen er verdien av egenkapitalen den balanseførte verdien av egenkapitalen i dag pluss nåverdien av fremtidige residuale resultat eller superprofitt til egenkapitalen. Modellen deler superprofitten i to. Det første leddet er nåverdien av superprofitten i budsjetteringsperioden frem til tidspunkt T. Denne perioden er i forholdvis nær fremtid og det er derfor enklere å predikere verdien i dette leddet. Den andre delen av modellen består av horisontleddet og inneholder nåverdien av superprofitten i resten av levetiden. Det vil si nåverdien av ikke-balanseført goodwill på horisonten. Verdien av dette leddet er mer usikkert ettersom denne perioden ligger langt frem i tid. Nåverdien av horisontleddet bygger dermed på grovere prognoser og forutsetninger. Modellen tar blant annet utgangspunkt i effisient prising og kongruensprinsippet. I tillegg forutsetter vi konstant vekst i fremskrivingsperioden fra T+1 til uendelig, noe som er med på å forenkle horisontleddet.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) \cdot EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) \cdot EK_T}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)},$$

der ekk, ekr og ekv uten notasjon er verdiene fra budsjetthorisont T og til det uendelige.

Superprofittvekstmodellen

I denne modellen er verdien av egenkapitalen lik den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst pluss nåverdien av fremtidig vekst. Den fremtidige superprofittveksten er justert slik at vekst bare gir verdi dersom veksten er lønnsom.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ek_{k1}} + \frac{1}{ek_{k1}} \cdot \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ek_{k1}) \cdot \dots \cdot (1 + ek_{k_{t-1}})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ek_{k1}) \cdot \dots \cdot (1 + ek_{k_{T+1}}) \cdot (ek_k - ek_v)} \right\}$$

Fri kontantstrømmodellen

Denne modellen tar utgangspunkt i nåverdien av forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen. Siden man i fremtidsregnskapet forventer at all fri kontantstrøm til egenkapitalen blir betalt ut som utbytte til eierne, blir utbyttmodellen lik fri kontantstrømmodellen.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ek_{k1}) \cdot \dots \cdot (1 + ek_{kt})} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ek_{k1}) \cdot \dots \cdot (1 + ek_{kT}) \cdot (ek_k - ek_v)}$$

6.1.3.2 Totalkapitalmetoden

Ved totalkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte med utgangspunkt i sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Ved å benytte sysselsatt kapital (SSK-metoden) fremkommer verdien av egenkapital som verdien av sysselsatt kapital minus verdien av finansiell gjeld og minoritet. Ved nettodriftskapital- metoden (NDK-metoden) beregnes verdien av egenkapital ved å ta verdien av netto driftskapital minus verdien av netto finansiell gjeld og minoritet.

Som nevnt tidligere er en vanlig antagelse i fremtidsregnskapet at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav. Dermed er verdien av netto finansiell gjeld lik den balanseførte verdien i balansen. På samme måte forutsettes at rentabiliteten på minoritetsinteressene er lik kravet til minoritetsinteressene, men dette leddet vil uansett være null ettersom vi ikke har budsjettert med minoritetsinteresser. På bakgrunn av disse forutsetningene kan vi beregne verdien av egenkapitalen ved hjelp av fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Formelen under viser hvordan superprofittmodellen fremkommer ved NDK-metoden:

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ndk_T) \cdot (ndk - ndv)} - NFG_0 - MI_0$$

der superprofitt fra drift $SPD_t = NDR_t - ndk_t \cdot NDE_{t-1}$

Fremgangsmåten ved beregning av egenkapitalverdien ved hjelp av sysselsatt kapitalmetoden er tilsvarende som ved netto driftskapitalmetoden. På samme måte som med netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser antas det at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav, og dermed at verdien av finansiell gjeld er lik den balanseførte verdien. Formelen for superprofittmodellen ved SSKmetoden blir altså som følger:

$$VEK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1 + ssk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ssk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1 + ssk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ssk_T) \cdot (ssk - skv)} - FG_0 - MI_0$$

der superprofitt til sysselsatt kapital $SPS_t = NRS_t - skk_t \cdot SSK_{t-1}$

6.1.4 Valg av verdsettelsesteknikk og -metode

Hvilken verdsettelsesteknikk man bør benytte avhenger av flere faktorer. Hjellegjerde befinner seg i den modne fasen i livssyklusen. Bedriften har også eksistert i mange år og har dermed mange år med gode regnskapstall bak seg. Disse momentene, i tillegg til at vi har utarbeidet fremtidsregnskap under forutsetningen om fortsatt drift, tilsier at bedriften først og fremst bør verdsettes ved hjelp av fundamental verdsettelse. Denne teknikken bør vanligvis suppleres med andre verdsettelsesteknikker. Dette ville imidlertid gå utenfor omfanget av denne utredningen, og vi velger derfor å fokusere på fundamental verdsettelse.

I prinsippet gir total kapitalmetoden og egenkapitalmetoden samme verdiestimat. Dette gjelder imidlertid bare dersom avkastningskravene er vektet med virkelige verdier. Ettersom vi kun har balanseførte verdier vil altså verdiestimatet ved EKmetoden avvike fra verdiestimatet ved TKmetoden. Modellene innenfor EKmetoden vil imidlertid alltid være ekvivalente og dermed gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Dette fordi man diskonterer med det samme avkastningskravet. Det samme gjelder for modellene innenfor de to variantene av total kapitalmetoden. Men EKmetoden og TKmetoden gir bare "rett" estimat dersom avkastningskravene er vektet på basis av virkelige verdier.

Vi vil benytte både egenkapitalmetoden og de to variantene av totalkapitalmetoden. Som sagt vil vi få samme estimat innenfor de ulike metodene uavhengig av hvilken modell vi bruker. For alle metodene velger vi å beregne verdien av egenkapitalen ved hjelp av superprofittmodellen.

6.2 Verdiestimat på Hjellegjerde

Vi er nå klare til å beregne et første verdiestimat på Hjellegjerde, og begynner med EK-metoden:

Superprofittmodellen										
År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balansført egenkapital	154									
Nettoresultat til EK		7,57	12,32	17,91	25,33	26,19	26,51	26,56	28,22	29,92
- $ekk_t * EK_{t-1}$		10,43	11,51	12,89	14,63	17,59	21,28	25,23	26,79	28,40
= Superprofitt til egenkapitalen		-2,86	0,80	5,02	10,69	8,60	5,23	1,34	1,43	1,52
/ Diskonteringsfaktor		1,07	1,14	1,23	1,33	1,43	1,56	1,70	1,85	
= NV over budsjettperioden	21,09	-2,68	0,70	4,09	8,07	6,00	3,36	0,79	0,77	
+ Horisontverdien	26,94								26,94	
= Verdien av egenkapital	202,04									
/ Antall aksjer	4,82									
= Verdiestimat	41,92									

Tabell 34 - Verdiestimat EK-metoden, SPE-modellen

Vi benytter T+1 som horisont for å være helt sikre på at bedriften er i ”steady state”. Som vi ser er verdien av egenkapitalen 202,04 millioner. Fordelt på gjennomsnittlig antall utestående aksjer i 2004 på 4,819484 millioner, får vi et verdiestimat per aksje på 41,92. Per 11.12.05 omsettes Hjellegjerdeaksjen for 39,00 på Oslo Børs. Estimateret vårt ligger altså litt over dagens kurs. Vi vil videre benytte NDK-metoden for å se hvor mye dette avviker fra estimatet ved EK-metoden:

Superprofittmodellen										
År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balanseført netto driftskapital	234,1									
SPD		-2,86	0,80	5,02	10,69	8,60	5,23	1,34	1,43	1,52
/ Diskonteringsfaktor		1,05	1,12	1,19	1,27	1,35	1,46	1,57	1,69	
= NV over budsjettperioden	22,34	-2,70	0,72	4,23	8,45	6,35	3,60	0,85	0,85	
+ Horisontverdien	48,09								48,09	
= Verdien av netto driftskapital	304,52									
- Netto finansiell gjeld	80,10									
- Minoritetsinteresser	0,00									
= Verdien av egenkapital	224,42									
/ Antall aksjer	4,82									
= Verdiestimat	46,57									

Tabell 35 - Verdiestimat NDK-metoden, SPD-modellen

Ved denne metoden fikk vi et verdiestimat på 46,57 som ligger noe over estimatet vi fikk ved EK-metoden. Som forklart under delkapittel 6.1.4 avviker estimatene ettersom vi ikke har virkelige verdier. Til slutt gjennomfører vi verdsettelse av Hjellegjerde ved hjelp av sysselsatt kapital-metoden:

Superprofittmodellen										
År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balanseført sysselsatt kapital	264,4									
Superprofitt til SSK		-2,86	0,80	5,02	10,69	8,60	5,23	1,34	1,43	1,52
/ Diskonteringsfaktor		1,05	1,11	1,18	1,25	1,33	1,42	1,53	1,64	
= NV over budsjettperioden	22,74	-2,72	0,72	4,27	8,57	6,47	3,68	0,87	0,87	
+ Horisontverdien	61,22								61,22	
= Verdien av sysselsatt kapital	348,37									
- Finansiell gjeld	110,40									
- Minoritetsinteresser	0,00									
= Verdien av egenkapital	237,97									
/ Antall aksjer	4,82									
= Verdiestimat	49,38									

Tabell 36 - Verdiestimat SSK-metoden, SPS-modellen

Her ble estimatet enda høyere enn ved bruk av NDK- metoden.

Nedenfor har vi beregnet gjennomsnittet av de tre verdiestimatene:

EK- metoden:	41,92
NDK- metoden:	46,57
SSK- metoden:	49,38
Gjennomsnitt:	45,96

Ettersom vi altså bare har balanseførte verdier kunne gjennomsnittet på 45,96 vært et mulig verdiestimat. Men vi ønsker også å vurdere metodene opp mot hverandre. Generelt vil den metoden som har minst vektning i kravet være ”best”. Av de tre metodene vi har benyttet for å verdsette Hjellegjerde er det EK- metoden som har relativt minst vektning, siden det bare er den fremtidige betaen til egenkapital som er funnet på basis av vektning. Vi mener derfor at 41,92 er et bedre estimat enn gjennomsnittet av de tre estimatene, og faller ned på dette som vårt verdiestimat på Hjellegjerdeaksjen.

6.3 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet vi har kommet frem til er et punkttestimat som er basert på forventet utvikling i budsjett- og verdidriverne. Men utviklingen i budsjett- og verdidriverne er usikker, og verdiestimatet vil derfor ha en fordeling rundt forventningsverdien. Sensitivitetsanalyse er en velkjent metode for å håndtere usikkerhet. Denne analysen går ut på å synliggjøre usikkerhet gjennom å endre kritiske verdi- og budsjett drivere for å se hva som skjer med verdiestimatet. Forhold ved driften er vanligvis mer kritisk for verdsettelsen enn finansielle faktorer. Vi har valgt å gjennomføre sensitivitetsanalyse for de budsjett- og verdidriverne vi mener er mest kritiske for verdiestimatet. Videre ser vi på virkningen av å endre driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. I tillegg ser vi på endring i egenkapitalkravet på horisonten. De nye estimatene som fremkommer vil fremdeles være med utgangspunkt i EK-metoden. Vi har latt de usikre størrelsene variere fra – 40 % til +40 %, med intervaller på 10 prosentpoeng:

div 2006:

%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny div	0,024	0,028	0,032	0,036	0,040	0,044	0,048	0,052	0,056
Verdiestimat	41,53	41,63	41,73	41,82	41,92	42,02	42,12	42,22	42,31

div horisonten:

%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny div	0,036	0,042	0,048	0,054	0,060	0,066	0,072	0,078	0,084
Verdiestimat	24,99	27,37	30,64	35,22	41,92	52,30	69,96	105,47	208,90

onde horisonten:

%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny onde	1,092	1,274	1,456	1,638	1,820	2,002	2,184	2,366	2,548
Verdiestimat	-55,44	-20,76	5,30	25,63	41,92	55,28	66,43	75,89	84,01

ndm 2006:

%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny ndm	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028
Verdiestimat	40,37	40,76	41,15	41,53	41,92	42,31	42,69	43,08	43,47

ndm horisonten:

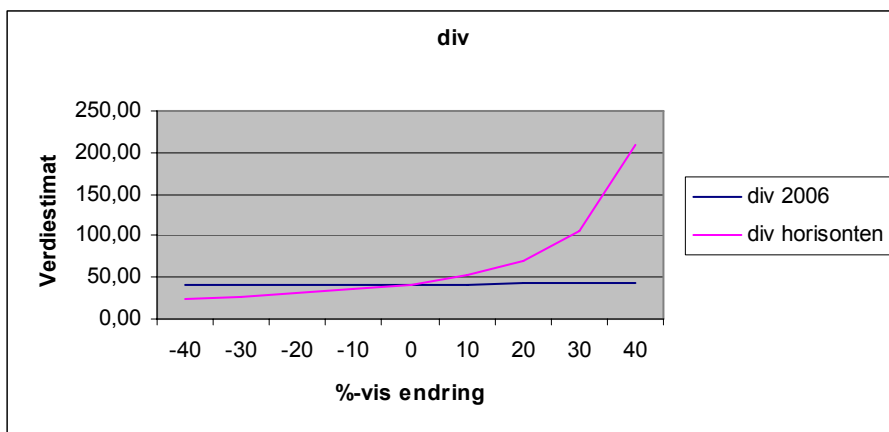
%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny ndm	0,027	0,032	0,036	0,041	0,045	0,050	0,054	0,059	0,063
Verdiestimat	-19,60	-4,22	11,16	26,54	41,92	57,30	72,68	88,06	103,44

ekk horisonten:

%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny ekk	0,054	0,063	0,072	0,081	0,090	0,099	0,108	0,117	0,126
Verdiestimat	ekk<ekv	436,24	108,15	61,29	41,92	32,44	26,14	21,82	18,68

Tabell 37 - Sensitivitetsanalyse

Vi vil videre gå nærmere inn på de ulike driverne, og begynner med å se på driftsinntektsveksten.

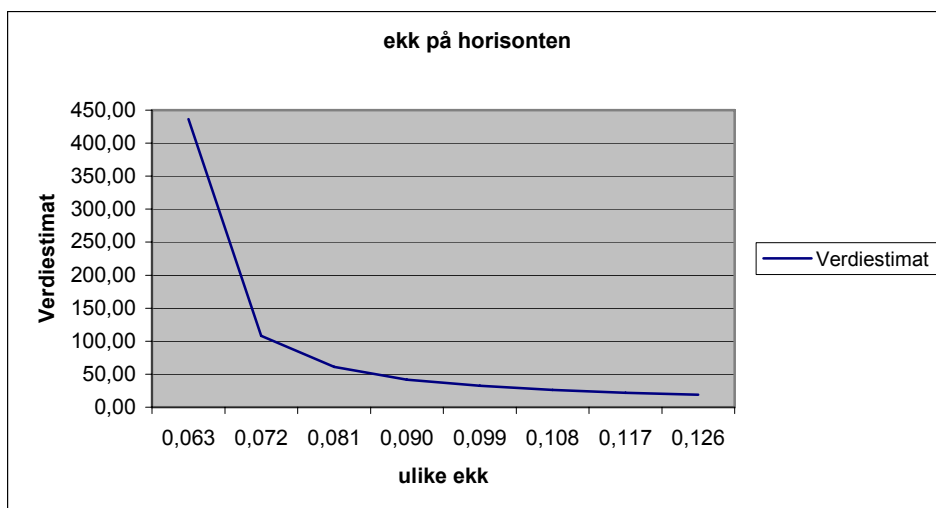


Figur 10 – Verdiestimat som følge av prosentvis endring i driftsinntektsvekst

Som vi ser av figur 10 er verdiestimatet lite sensitivt overfor endringer i driftsinntektsveksten (div) i 2006. Ved en reduksjon i div på horisonten endres verdiestimatet moderat, mens en økning i div gir en nærmest eksplosiv virkning på verdiestimatet når div nærmer seg ekk. Grunnen til denne effekten er at div på horisonten er lik egenkapitalveksten (ekv) og at endringen derfor ikke bare påvirker hva budsjettdriveren skal konvergere mot, men også verdidriveren ekv.

Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler viser at verdiestimatet også her er følsomt for endringer på horisonten. Estimatet øker en del når budsjettdriverne øker, mens det er fare for konkurs når disse blir lave nok.

Verdiestimatet er svært sensitivt for reduksjon i ekk på horisonten, og det øker kraftig når ekk nærmer seg ekv. Et problem ved sensitivitetsanalyse er at konstant vekst på horisonten forutsetter at ekk til enhver tid er større enn ekv på horisonten, ellers ville verdien av selskapet gå mot uendelig. I denne analysen kan vi derfor ikke redusere ekk med mer enn 30 %.



Figur 11 – Verdiestimat som følge av endring i ekk

Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet er lite sensitivt for endringer i sentrale budsjett- og verdidrivere i budsjettpunkt 1, men at det er sensitivt for endringer på horisonten. Dette indikerer at vårt punkttestimat er usikkert og at verdien av Hjellegjerde i stor grad avhenger av de forutsetningene vi har lagt til grunn gjennom hele den fundamentale verdsettelsen. Som vi har sett er det fare for konkurs dersom netto driftsmargin og/eller omløpet til netto driftseiendeler reduseres til under en viss grense. Videre har det vist seg at verdiestimatet blir eksplosivt når ekk nærmer seg ekv. Vårt verdiestimat synes å ha relativt god margin i forhold til konkursgrensen og ser heller ikke ut til å være i den eksplosive fasen. Ut i fra disse to momentene kan vårt verdiestimat på 41,92 virke fornuftig nok. Det skal imidlertid ikke veldig mye reduksjon til i egenkapitalkravet før verdiestimatet endrer seg drastisk.

7. Oppsummering og konklusjon – handling

I denne oppgaven har vi sett at Hjellegjerde opererer i en bransje hvor konkurransen er hard, men også at møbelbransjen har vekstpotensial. Videre kom vi frem til at bedriften ikke har noen konkurransefortrinn i forhold til de største konkurrentene sine. Regnskapsanalysen avdekket at Hjellegjerde er en lite risikabel bedrift, men med bortimot ingen vekst i egenkapitalen og dårlig lønnsomhet. Hjellegjerde genererer altså ingen merrentabilitet, noe som samsvarer med funnene i den strategiske analysen. På bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen lagde vi et fremtidsregnskap hvor vi budsjetterte nøkternt positivt, ettersom vi forventer en forbedring i regnskapstallene til Hjellegjerde i årene som kommer. Dette blant annet på grunn av økt fokus på effektivisering og en bransje i vekst.

Etter å ha utarbeidet fremtidsregnskap gjennomførte vi verdsettelse av Hjellegjerde, og kom altså frem til et verdiestimat på 41,92 per utestående aksje. Sammenlignet med kursen på Oslo Børs per 11.12.05 på 39,00, kan det dermed se ut til at Hjellegjerde er noe underpriset i dagens marked. Dette skulle i prinsippet tilsi at man som investor bør øke eksponeringen i selskapet. Vi vil imidlertid påpeke at vårt verdiestimat er et punkttestimat basert på flere forutsetninger. Dette medfører betydelig usikkerhet, noe som også gjenspeiles i sensitivitetsanalysen. I tillegg ligger vårt verdiestimat nært opp til dagens aksjekurs, og dette kan indikere at aksjen er tilnærmet riktig priset i markedet. Vi synes derfor det er vanskelig å komme med en absolutt kjøpsanbefaling.

Litteraturliste

Litteratur:

Bodie, Kane og Marcus (2005): *Investments – International Edition*, 6. utg. New York: McGraw-Hill/Irwin.

Boye, Knut (1999): *Finansielle emner*, 12. utg. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Hill, Charles W.L. & Jones, Gareth R. (2004): *Strategic Management Theory – an integrated approach*, 6. utg. Boston: Houghton Mifflin Company.

Jakobsen, Erik W. og Lien, Lasse B. (2001): *Ekspansjon - strategier for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Porter, Michael E. (1980): *Competitive strategy - techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.

Forelesningsnotater:

Knivsfå, Kjell H. (vår 2005): Forelesningsnotater – BUS425 Rekneskapsanalyse og verdsetjing.

Knivsfå, Kjell H. (høst 2005): Forelesningsnotater – BUS424 Strategisk rekneskapsanalyse.

Lines, Rune (høst 2004): Forelesningsnotater – STR210 Foretaksstrategi og -etikk.

Internett:

Ekornes: www.ekornes.no

Hjellegjerde: www.hjellegjerde.no

Møbelfakta: www.mobelfakta.no

Oslo Børs: www.oslobors.no

Artikler fra Internett:

Hvorfor er merkevarebygging viktig? (22.08.2004) – www.kunnskapscenteret.com

Møbelboom mot alle odds (24.01.2005) – www.aftenposten.no

Møbelmessa 2005: fleksible møblar (02.03.2005) – www.nrk.no

Møbelprodusentene: Både uenig og uenige (24.02.2005) – www.aftenposten.no

Oppkalt etter veteransliper (30.03.2005) – www.tu.no

Reddet av utlendinger (20.01.2005) – www.orapp.no
Skreddarsaum for sofakroken (18.03.2005) – www.bt.no
Sterk vekst i møbeleksporten! - www.tbl.no
Strategiprosessen 2004 (22.04.2004) – www-pors.hit.no
UD-St.meld. nr. 28 (1995-1996) – <http://odin.dep.no>
Veivalg i møbelbransjen – www.raabe.no

Rapporter:

Ekornes Årsrapport 1999
Ekornes Årsrapport 2000
Ekornes Årsrapport 2001
Ekornes Årsrapport 2002
Ekornes Årsrapport 2003
Ekornes Årsrapport 2004
Ekornes 1. kvartalsrapport 2005
Ekornes 2. kvartalsrapport 2005
Hjellegjerde Årsrapport 1999
Hjellegjerde Årsrapport 2000
Hjellegjerde Årsrapport 2001
Hjellegjerde Årsrapport 2002
Hjellegjerde Årsrapport 2003
Hjellegjerde Årsrapport 2004
Hjellegjerde 1. kvartalsrapport 2005
Hjellegjerde 2. kvartalsrapport 2005

Vedlegg

Vedlegg 1: Trailing resultatregnskap

Trailing resultatregnskap 2005	2005	2004	2004	Justeringer	2005T
	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q2		
Salgsinntekter	229,60	490,59	241,10		479,09
Andre driftsinntekter	1,30	3,41	1,70		3,01
Gevinst/tap ved salg av driftsmidler			-0,30	0,30	0,00
Sum driftsinntekter	230,90	494,00	242,50	-0,30	482,10
Varekostnad	94,20	213,66	101,10		206,76
Lønn og sosiale kostnader	61,90	112,48	58,80		115,58
Avskrivninger	8,10	15,47	7,50		16,07
Andre driftskostnader	66,60	130,04	60,70		135,94
Sum driftskostnader	230,80	471,65	228,10		474,35
Driftsresultat	0,10	22,34	14,40	-0,30	7,74
Annen renteinntekt	0,20	0,71	0,10		0,81
Agio/Disagio	-1,50	-4,30	-0,10	4,20	-1,50
Annen finansinntekt		16,62			16,62
Annen rentekostnad	2,70	5,05	2,60		5,15
Annen finanskostnad		17,19			17,19
Sum finansposter	-4,00	-9,21	-2,60	4,20	-6,41
Resultat før skattekostnad	-3,90	13,14	11,80	3,90	1,34
Sum skattekostnad	-0,90	2,27	2,60	1,54	0,31
Årsresultat	-3,00	10,87	9,20	2,36	1,03
Foreslått utbytte	0,00	2,70	0,00	-2,70	0,00
Tilbakeholdt overskudd	-3,00	8,17	9,20	5,06	1,03

Vedlegg 2: Hovedtall fra finansregnskapet 1998 – 2005T

Resultatregnskap før omgruppering	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Salgsinntekter	383,99	386,92	414,14	396,17	426,18	418,05	490,59	479,09
Andre driftsinntekter	4,09	3,65	3,13	3,65	3,33	1,45	3,71	3,01
Gevinst/tap ved salg av driftsmidler	0,00	2,10	0,50	0,10	0,70	0,80	-0,30	0,00
Driftsinntekter	388,08	392,67	417,76	399,92	430,21	420,30	494,00	482,10
Varekostnad	150,22	160,58	161,07	161,21	180,93	170,92	213,66	206,76
Lønn og sosiale kostnader	122,08	116,66	127,02	113,84	115,30	101,06	112,48	115,58
Avskrivninger	12,70	13,35	13,77	15,61	16,55	15,66	15,47	16,07
Andre driftskostnader	92,98	91,88	100,63	115,37	114,66	116,26	130,04	135,94
Driftskostnader	377,99	382,47	402,48	406,03	427,45	403,90	471,65	474,35
Driftsresultat	10,10	10,20	15,28	-6,10	2,76	16,40	22,34	7,74
Annen renteinntekt	1,05	3,76	0,78	0,00	0,60	0,33	0,71	0,81
Agio/Disagio	0,00	6,70	-0,50	2,70	1,20	6,70	-4,30	-1,50
Annen finansinntekt	6,24	2,56	18,89	15,14	-2,38	13,87	16,62	16,62
Annen rentekostnad	10,36	9,20	28,28	29,28	14,01	11,20	5,05	5,15
Annen finanskostnad	2,05	3,42	0,88	0,83	0,68	14,80	17,19	17,19
Sum finansposter	-5,13	0,40	-9,99	-12,26	-15,27	-5,10	-9,21	-6,41
Resultat før skattekostnad	4,97	10,61	5,29	-18,37	-12,51	11,30	13,14	1,34
Skattekostnad	1,10	2,91	1,17	-6,93	-3,72	1,38	2,27	0,31
Årsresultat	3,87	7,70	4,12	-11,43	-8,79	9,92	10,87	1,03
Minoritetsinteresse	1,69	0,99	2,21	1,56	0,51	0,00	0,00	0,00
Årsresultat etter minoritetsinteresser	2,18	6,72	1,91	-12,99	-9,30	9,92	10,87	1,03
Foreslått utbytte	0,00	1,40	0,00	0,00	0,00	0,00	2,70	0,00
Tilbakeholdt overskudd	2,18	5,32	1,91	-12,99	-9,30	9,92	8,17	1,03

Balanse før omgruppering	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Utsatt skattefordel	1,54	1,74	0,82	8,40	12,44	12,21	11,51	10,36
Forskning og utvikling	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,14	2,14
Sum immaterielle eiendeler	1,54	1,74	0,82	8,40	12,44	12,21	13,65	12,50
Tomter, bygninger o.a fast eiendom	116,41	116,25	121,62	123,34	98,53	93,55	88,29	85,90
Maskiner og anlegg	44,78	38,22	35,76	34,79	31,49	27,15	29,10	29,10
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontorm.	0,00	11,64	13,12	12,05	11,45	9,71	7,70	5,00
Sum varige driftsmidler	161,19	166,11	170,49	170,18	141,47	130,42	125,09	120,00
Investering i aksjer og andeler	1,06	0,99	0,83	0,89	2,13	1,11	1,01	1,00
Obligasjoner og andre fordringer	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,98	0,00	0,00
Sum finansielle anleggsmidler	1,20	0,99	0,83	0,89	2,13	2,09	1,01	1,00
Sum anleggsmidler	163,93	168,84	172,14	179,47	156,04	144,71	139,74	133,50
Varer	73,51	69,43	80,95	80,55	58,17	64,78	65,41	82,10
Kundefordringer	61,96	59,40	78,34	73,87	61,50	66,20	77,29	61,50
Andre fordringer	7,58	9,00	12,13	7,92	8,13	7,36	21,38	16,00
Finansielle investeringer	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,60
Bankinnskudd, kontanter o.l	14,04	21,65	20,22	24,85	16,27	23,23	19,90	28,70
Sum omløpsmidler	157,09	159,47	191,63	187,18	144,07	161,58	183,98	188,90
Sum eiendeler	321,03	328,31	363,77	366,65	300,11	306,30	323,72	322,40
Aksjekapital	46,55	46,55	46,55	46,55	46,55	46,55	54,05	54,10
Egne aksjer	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Overkursfond	65,68	65,68	65,68	65,68	65,68	76,76	90,06	0,00
Sum innskutt EK	112,23	112,23	112,23	112,23	112,23	123,31	144,11	54,10
Annen EK	44,12	45,75	40,55	25,55	11,45	9,55	15,21	99,90
Sum opptjent EK	44,12	45,75	40,55	25,55	11,45	9,55	15,21	99,90
Minoritetsinteresser	1,59	2,68	4,89	6,09	0,00	0,00	0,00	0,00
Sum egenkapital	157,93	160,66	157,67	143,87	123,68	132,86	159,31	154,00
Pensjonsforpliktelser	0,82	0,93	0,46	1,29	1,07	1,54	2,15	3,00
Utsatt skatt	15,74	16,15	10,13	3,52	0,00	0,00	0,00	2,90
Sum avsetninger for forpliktelser	16,56	17,08	10,59	4,80	1,07	1,54	2,15	5,90
Gjeld til kredittinstitusjoner	97,42	89,61	99,58	98,51	92,40	82,58	71,49	58,90
Øvrig langsiktig gjeld	0,00	0,00	3,31	0,00	0,00	0,00	0,25	0,00
Sum langsiktig gjeld	97,42	89,61	102,89	98,51	92,40	82,58	71,75	58,90
Avsetninger for forpliktelser	0,00	0,00	0,00	5,61	2,46	0,00	0,00	0,00
Gjeld til kredittinstitusjoner	0,00	0,00	40,14	49,22	43,92	42,95	18,35	26,20
Leverandørgjeld	16,27	25,72	22,16	25,95	12,40	27,33	29,99	28,80
Betalbar skatt	0,87	2,22	6,28	0,94	0,28	0,00	3,48	0,00
Skyldige offentlige avgifter	8,81	8,01	6,43	8,72	4,87	2,11	8,16	23,50
Utbytte	0,00	1,40	0,00	0,00	0,00	0,00	2,70	0,00
Annen kortsiktig gjeld	23,16	23,63	17,64	29,02	19,04	16,93	27,82	25,30
Sum kortsiktig gjeld	49,11	60,97	92,64	119,47	82,96	89,31	90,51	103,80
Sum gjeld	163,09	167,65	206,11	222,78	176,44	173,43	164,41	168,60
Sum EK og gjeld	321,03	328,31	363,77	366,65	300,11	306,30	323,72	322,60

Vedlegg 3: Endring i egenkapital etter omgruppering

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
IB EK inkl avsatt utbytte	136,32	156,34	159,38	152,78	137,78	123,68	132,86	139,20
Årsresultat	2,18	6,72	1,91	-12,99	-9,30	9,92	10,87	1,03
Dirty surplus	0,00	-2,59	-4,90	-2,36	-5,54	-0,73	-4,53	-10,73
Netto betalt utbytte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK 31.12 (inkl avsett utbytte)	156,34	159,38	152,78	137,78	123,68	132,86	139,20	154,00
Endring	20,02	3,04	-6,60	-15,00	-14,10	9,19	6,34	14,80

Vedlegg 4: Beregninger til netto finansielt gjeldskrav

Vekting	0,05	0,05	0,1	0,1	0,2	0,25	0,25	
---------	------	------	-----	-----	-----	------	------	--

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	99-05T
Finansiell gjeldsbeta	0,009	0,005	0,005	0,014	0,015	0,009	0,014	0,010
* FG/NFG	1,250	1,151	1,170	1,134	1,216	1,215	1,378	1,216
- Finansiell eiendelsbeta	0,044	0,039	0,035	0,116	0,082	0,048	0,053	0,060
* FE/NFG	0,250	0,151	0,170	0,134	0,216	0,215	0,378	0,216
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,044	0,039	0,035	0,116	0,082	0,048	0,053	0,060
= Finansiell eiendelsbeta	0,044	0,039	0,035	0,116	0,082	0,048	0,053	0,060

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	99-05T
<i>Syntetisk rating</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>	<i>B</i>	<i>BB</i>	<i>BBB</i>	<i>BB</i>	<i>BB</i>
Risikofri rente etter skatt	0,044	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,035
+ Premie for systematisk risiko	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000
+ Premie for kredittrisiko	0,026	0,027	0,029	0,047	0,016	0,005	0,008	0,023
= Finansielt gjeldskrav	0,071	0,072	0,079	0,094	0,044	0,019	0,023	0,057

Kontantkrav	0,044	0,045	0,049	0,047	0,027	0,013	0,014	0,035
* Kontanter/FE	0,956	0,961	0,965	0,884	0,918	0,952	0,947	0,940
+ Finansielt fordringskrav (rf + krp)	0,070	0,072	0,078	0,094	0,043	0,018	0,022	0,057
* Fordringer/FE	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Investeringskrav (RP + rf)	0,100	0,103	0,091	0,071	0,060	0,067	0,070	0,080
* Investeringer/FE	0,044	0,039	0,035	0,116	0,082	0,048	0,053	0,060
= Finansielt eiendelskrav	0,046	0,047	0,050	0,050	0,030	0,016	0,017	0,038

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	99-05T
Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	?	0,453
* EK/NDK	0,631	0,514	0,467	0,475	0,531	0,625	0,658	0,557
+ Minoritetsbeta	?	?	?	?	?	?	?	0,453
* MI/NDK	0,011	0,016	0,021	0,000	0,000	0,000	0,000	0,007
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,359	0,470	0,512	0,525	0,469	0,375	0,342	0,436
= Netto driftsbeta	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256
Egenkapitalbeta	0,398	0,482	0,524	0,539	0,481	0,409	0,388	0,453
* (EK+MI)/NDK	0,641	0,530	0,488	0,475	0,531	0,625	0,658	0,564
= Netto driftsbeta	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256	0,256

Vedlegg 5: Forkortelser

CAPM	Kapitalverdimodellen	NDK	Netto driftskapital
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	ndk	Netto driftskrav
DG	Driftsrelatert gjeld	ndm	Netto driftsmargin
DI	Driftsinntekter	ndr	Netto driftsrentabilitet
div	Vekst i driftsinntekter	NDR	Netto driftsresultat
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	ndv	Netto finansiell gjeld
dss	Driftsrelatert skattesats	NFG	Netto finansiell gjeld
dss*	Normalisert driftsskattesats	nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
EK	Egenkapital	nfgk	Krav til netto finansiell gjeld
ekk	Egenkapitalkrav	nfgr	Netto finansiell gjeldsrente
ekp	Egenkapitalprosent	NFI	Netto finansinntekt
ekr	Egenkapitalrentabilitet	NFK	Netto finanskostnad
eku	Normalisert utdelingsforhold	NFR	Netto finansresultat
ekv	Egenkapitalvekst	NMR	Netto minoritetsresultat
FAM	Finansielle anleggsmidler	NRE	Nettoresultat til egenkapitalen
FE	Finansielle eiendeler	NRS	Nettoresultat til sysselsatt kapital
fed	Finansiell eiendelsdel	NRT	Nettoresultat til tilknyttet selskap
fek	Finansielt eiendelskrav	NUS	Netto utsatt skatt
fer	Finansiell eiendelsrente	NV	Nåverdi
FG	Finansiell gjeld	onde	Omløpet til netto driftseiendeler
fgd	Finansiell gjeldsdel	rdg	Rentedekningsgrad
fgk	Finansielt gjeldskrav	r_f	Risikofri rente
fgr	Finansiell gjeldsrente	RFS	Resultat før skatt
FNR	Fullstendig nettoresultat	RL	Regnskapsloven
FOM	Finansielle omløpsmidler	r_m	Avkastning på markedsporteføljen
FoU	Forskning og utvikling	RP	Markedets risikopremie
FKE	Fri kontanstrøm til egenkapitalen	SK	Skattekostnad
FR	Finansresultat	skk	Sysselsatt kapitalkrav
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	skv	Sysselsatt kapitalvekst
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld	SPD	Superprofitt fra driftskapital
krp	Kreditrisikopremie	SPE	Superprofitt til egenkapital
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	SPS	Superprofitt til sysselsatt kapital
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	SSE	Sysselsatte eiendeler
lg	Likviditetsgrad	SSK	Sysselsatt kapital
LP	Likviditetspremie	TE	Totale eiendeler
MI	Minoritetsinteresser	TK	Totalkapital
MM	Miller og Modigliani	UDR	Unormalt driftsresultat
mig	Minoritetsgrad	UNDR	Unormalt netto driftsresultat
mik	Minoritetsinteressekrav	UNFR	Unormalt netto finansresultat
mir	Minoritetsrentabilitet	UNR	Unormalt nettoresultat
mrp	Markedets risikopremie	US	Utsatt skatt
NAM	Netto anleggsmidler	USF	Utsatt skattefordel
NBU	Netto betalt utbytte	VEK	Verdi av egenkapitalen
NDE	Netto driftseiendeler		