

UNIVERSITETET I  
NORDLAND

HANDELHØGSKOLEN I BODØ • HHB

---

# Verdsettelse av Ekornes ASA

Bacheloroppgave i EK 208 E – Regnskap og Økonomistyring

Anniken Stokvik Brakestad og Erica Pedersen



# Verdsettelse av Ekornes ASA

Bacheloroppgave i EK 208 E Regnskap og Økonomistyring

Anniken Brakestad og Erica Pedersen



**2011**

# ABSTRACT

---

The main purpose of this study is to perform a valuation of the listed company Ekornes. After the valuation is completed, we have compared the results with the actual stock price that is published on the Oslo stock exchange.

Ekornes is the largest furniture manufacturer in the Nordic region and owns, among other brand names, Ekornes ®, Stressless ® and Svane ®. The production takes place in 6 factories in Norway, and the products are sold all over the world through its own sales companies in selected markets.

The calculations in this paper are mainly based on CAPM, WACC and DCF. In order to get a fair value estimate, we also conducted a strategic analysis and financial analysis.

These analyses will provide a basis for cash flow budgets, which in turn form the basis for the valuation of Ekornes. We have discounted the cash flows with a calculated required rate of return to find the estimated value of total assets, which is 5 317 000 000 NOK. Finally, we estimated the value of equity by subtracting debt from the value of total assets. We calculated the share price by dividing the value of equity on the number of shares. Market value of share is estimated to 142.6 NOK.

# FORORD

---

Denne oppgaven markerer slutten på bachelorstudiet i Økonomi og Ledelse ved Handelshøgskolen i Bodø, og er en del av profileringen i E218E Regnskap og Økonomistyring. Omfanget av oppgaven er 15 studiepoeng, og er det endelige leddet i denne profileringen. Oppgaven er obligatorisk og har som hensikt å anvende den kunnskapen som studentene har tilegnet seg gjennom studiet.

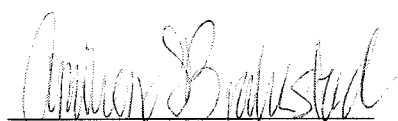
Hensikten med denne oppgaven har vært å gjennomføre en verdsettelse av Ekornes ASA. Grunnen til at verdsettelse ble valgt som tema er at vi har interesse for finans og at vi ønsket å lære mer om hvordan man beregner verdien av selskaper. I tillegg omfatter verdsettelse store deler av pensum gjennom bachelorstudiet i Økonomi og Ledelse.

Ekornes ASA ble valgt som analyseobjekt fordi de er et børsnotert selskap med spennende historie. I tillegg er de Norges største møbelprodusent, og er en av få i møbelbransjen som kom styrket ut av finanskrisen.

Vi ønsker å takke vår veileder Frode Kjærland for gode råd og tilbakemeldinger gjennom hele prosessen med denne oppgaven.

Handelshøgskolen i Bodø

Mai 2011



Anniken Stokvik Brakestad



Erica Pedersen

# SAMMENDRAG

---

Denne oppgaven er en verdsettelse av Ekornes-konsernet. Verdsettelsen er i hovedsak basert på offentlig tilgjengelig informasjon, samt intervju med konsernsjefen i Ekornes Øyvind Tørle og møbelhistoriker Eldar Høidal. Verdsettelsesmetoden vi har benyttet er *kontantstrømsbasert modell*. Verdien av konsernet er beregnet med utgangspunkt i en strategisk analyse, en regnskapsanalyse, beregnet avkastningskrav og estimerte fremtidige kontantoverskudd.

Problemstillingen for oppgaven er følgende:

*”Verdsettelse av Ekornes ASA”*

Oppgaven starter med en presentasjon av Ekornes, hvor vi kort presenterer selskapets historie, virksomhet og bransjen de opererer i. Videre følger et kapittel som blant annet gir en beskrivelse av hvilke metoder vi har benyttet til datainnsamling og dataanalyse. Etter dette redegjør vi for teori rundt ulike verdsettelsesmetoder og beregning av avkastningskrav, hvor vi også begrunner vårt valg av verdsettelsesmetode.

Videre har vi gjennomført en strategisk analyse og en regnskapsanalyse av Ekornes. Den strategiske analysen består av en intern og en ekstern analyse. Den interne analysen baserer seg på en SVIMA-analyse, mens den eksterne består av Porters Five Forces modell samt en gjennomgang av makroøkonomiske forhold. I regnskapsanalysen tar vi for oss tall fra tidligere års regnskaper og beregner forholdstall som analyseres. Regnskapsanalysen inneholder analyser av selskapets likviditet, rentabilitet, finansiering og soliditet. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen er med på å danne grunnlaget for estimeringen av de framtidige kontantoverskuddene.

I neste del beregner vi selskapets avkastningskrav. Først beregner vi avkastningskravet for egenkapitalen med utgangspunkt i CAPM, for så å beregne avkastningskravet for total kapitalen ved å benytte WACC.

I selve verdsettelsen av Ekornes ASA blir framtidige kontantstrømmer estimert basert på den strategiske analysen, regnskapsanalysen, samt historiske tall fra tidligere regnskap. Framtidige kontantstrømmer blir så neddiskontert med det beregnede avkastningskravet, som gir en verdi på Ekornes' total kapital på ca kr 5 317 000 000. Denne verdien gir en estimert aksjekurs på kr 142,6. Den 11.05.11 var den reelle markedsverdien på kr 5 505 599 574 og den reelle aksjekursen på kr 149,5.

For å vurdere hvor følsom den beregnede verdien er for endringer i faktorer som avkastningskrav, driftsmargin og fremtidig vekst, har vi utført en sensitivitetsanalyse. I denne analysen endrer vi usikre faktorer som benyttes i beregningen av kontantoverskuddene, for å se hvordan selskapets verdi påvirkes. Vi har gjennomført analyser hvor avkastningskravet, driftsmarginen og fremtidig vekst endres. Analysen viser at små endringer av disse parametrene gir betydelig endring av selskapets verdi og aksjekurs.

Til slutt gjennomførte vi en rimelighetsvurdering av verdsettelsen ved å benytte P/E-metoden som alternativ modell for verddivurdering. I tillegg har vi beregnet P/B-tallet. I disse beregningene kom vi fram til en verdi på selskapets egenkapital som ikke er langt unna vårt opprinnelige beregnede verdiestimat, samt at Ekornes har et svært høyt P/B-tall som uttrykker høye forventninger til inntjeningen.

# INNHALDSFORTEGNELSE

---

<b>ABSTRACT</b> .....	<b>I</b>
<b>FORORD</b> .....	<b>II</b>
<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>III</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE</b> .....	<b>V</b>
Figuroversikt.....	I
Tabelloversikt.....	IX
<b>INNLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 Bakgrunn .....	1
1.2 Problemstilling .....	1
1.3 Avgrensninger .....	1
1.4 Struktur .....	2
<b>2. PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN</b> .....	<b>5</b>
2.1 Innledning.....	5
2.2 Ekornes .....	5
2.3 Møbelbransjen.....	6
<b>3. METODE</b> .....	<b>7</b>
3.1 Innledning .....	7
3.2 Forberedelse .....	7
3.2.1 Problemstillingen .....	8
3.2.2 Forskningsdesign .....	8
3.2.2.1 <i>Case-stuide</i> .....	9
3.3 Datainnsamling.....	9
3.3.1 Valg av metode.....	10
3.3.2 Utvelgelse av informanter.....	10
3.3.3 Datainnsamling .....	11
3.4 Dataanalyse .....	11
3.5 Rapportering.....	12
3.6 Oppgaves kvalitet.....	12
3.6.1 Reliabilitet.....	12
3.6.2 Validitet .....	13
<b>4. VERDSETTELSESMODELLER</b> .....	<b>15</b>
4.1 Innledning.....	15
4.2 Balansebaserte metoder .....	15
4.2.1 Matematisk verdi .....	15
4.2.2 Substansverdi .....	16

4.2.3 Likvidasjonsverdi.....	17
<b>4.3 Inntjeningsbaserte metoder .....</b>	<b>17</b>
4.3.1 Dividendemodellen .....	17
4.3.2 Kontantstrømbasert modell .....	18
4.3.2.1 Egenkapitalmetoden.....	19
4.3.2.2 Totalkapitalmetode.....	20
4.3.3 Resultatmodeller .....	21
4.3.3.1 Normalresultatmetoden.....	21
4.3.3.2 Multiplikatormodeller.....	21
4.4 Valg av modell .....	22
<b>5. AVKASTNINGSKRAVET.....</b>	<b>24</b>
5.1 Innledning .....	24
5.2 Avkastningskravet til egenkapitalen .....	24
5.3 Avkastningskravet til totalkapitalen.....	25
5.4 Begrepsforklaring .....	26
5.4.1 Risikofri rente .....	26
5.4.2 Markedets risikopremie.....	26
5.4.3 Beta.....	27
5.4.4 Gjeldskostnaden i avkastningskravet .....	28
5.5 Oppsummering .....	28
<b>6. STRATEGISK ANALYSE.....</b>	<b>29</b>
6.1 Innledning .....	29
6.2 Ekstern analyse.....	29
6.2.1 Makroøkonomiske forhold.....	29
6.2.1.1 Konjunkturer.....	29
6.2.1.2 Inflasjon.....	30
6.2.1.3 Valutasvingninger.....	31
6.2.2 Bransjeanalyse .....	32
6.2.2.1 Konkurransenintensitet blant etablerte aktører .....	33
6.2.2.2 Press fra substitutter.....	36
6.2.2.3 Trusselen fra nye aktører i markedet.....	36
6.2.2.4 Kundernes forhandlingsposisjon.....	37
6.2.2.5 Leverandørens forhandlingsposisjon.....	38
6.3 Intern analyse.....	39
6.3.1 SVIMA-analyse .....	40
6.3.1.1 Finansielle ressurser.....	41
6.3.1.2 Teknologiske ressurser.....	41
6.3.1.3 Fysiske ressurser.....	41
6.3.1.4 Menneskelige ressurser.....	42
6.3.1.5 Renommé.....	43
6.3.1.6 Markedsføring.....	44



6.3.2 SVIMA-modell.....	45
6.4 Oppsummering av strategisk analyse.....	46
<b>7. REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>47</b>
7.1 Innledning .....	47
7.2 Klargjøring til regnskapsanalyse.....	47
7.2.1 Analyseperiode .....	47
7.2.2 Analysenivå .....	48
7.2.3 Sammenligningsgrunnlag.....	48
7.2.4 Omgruppering av regnskapet .....	48
7.3 Analyse av forholdstall .....	49
7.3.1 Rentabilitetsanalyse .....	49
7.3.1.1 <i>Totalkapitalrentabilitet</i> .....	50
7.3.1.2 <i>Egenkapitalrentabilitet</i> .....	51
7.3.1.3 <i>Driftsmargin</i> .....	52
7.3.2 Likviditetsanalyse.....	52
7.3.2.1 <i>Likviditetsgrad 1</i> .....	53
7.3.2.1 <i>Likviditetsgrad 2</i> .....	54
7.3.3. Finansierings- og soliditetsanalyser .....	55
7.3.3.1 <i>Finansieringsgrad 1</i> .....	55
7.3.3.2 <i>Egenkapitalprosent</i> .....	56
7.3.3.3 <i>Gjeldsgrad</i> .....	57
7.3.3.4 <i>Rentedekningsgrad</i> .....	58
7.4 Oppsummering.....	59
<b>8. FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAVET.....</b>	<b>60</b>
8.1 Innledning.....	60
8.2 Avkastningskravet til egenkapitalen .....	60
8.2.1 Risikofri rente.....	60
8.2.2 Markedets risikopremie .....	61
8.2.3 Beta.....	62
8.2.4 Fastsettelse av avkastningskrav til egenkapitalen .....	63
8.3 Avkastningskravet til totalkapitalen.....	64
8.3.1 Egenkapitalandel og gjeldsandel.....	64
8.3.2 Gjeldskostnad.....	65
8.3.3 Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen .....	65
8.4 Oppsummering .....	66
<b>9. VERDSETTELSE.....</b>	<b>67</b>
9.1 Innledning.....	67
9.2 Totalkapitalmetoden.....	67
9.2.1 Driftsresultat .....	68
9.2.1.1 <i>Driftsinntekter</i> .....	68
9.2.1.2 <i>Driftskostnader</i> .....	69

9.2.2 Anleggsinvesteringer.....	69
9.2.3 Avskrivninger .....	70
9.2.4 Arbeidskapital.....	71
9.3 Framtidige kontantoverskudd.....	72
9.4 Diskontering av kontantoverskudd og verdsettelse.....	72
9.5 Oppsummering.....	74
<b>10. SENSITIVITESANALYSE.....</b>	<b>75</b>
10.1 Innledning.....	75
10.2 Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet.....	75
10.3 Sensitivitetsanalyse av fremtidig vekst .....	76
10.4 Sensitivitetsanalyse av driftsmargin.....	76
10.5 Oppsummering.....	77
<b>11. RIMELIGHETSVURDERING.....</b>	<b>78</b>
11.1 Innledning.....	78
11.2 P/E - metoden.....	78
11.3 P/B - metoden.....	79
<b>12. KONKLUSJON OG IMPLIKASJONER.....</b>	<b>80</b>
12.1 Innledning.....	80
12.2 Konklusjon på problemstilling .....	80
12.3 Avsluttende kommentar .....	81
<b>RERERANSER.....</b>	<b>X</b>
Litteratur.....	X
Artikler.....	XI
Internettreferanser.....	XII
Årsrapporter.....	XIII
<b>APPENDIKS.....</b>	<b>XV</b>
APPENDIKS A.....	XV
APPENDIKS B.....	XVIII
APPENDIKS C.....	XXI
APPENDIKS D.....	XXIV

## **Figuroversikt**

Figur 1.1	Oppgavens struktur	2
Figur 3.1	Forskningsprosessen	7
Figur 6.1	Michael E. Porters fem konkurransekrefter	32
Figur 8.1	Ekornes' betaverdi	62

## **Tabelloversikt**

Tabell 2.1	Aksjer i datterselskap	6
Tabell 6.1	Utdrag fra Konsumprisindeksen 1970 – 2009. KPI 1998 = 100	31
Tabell 6.2	SVIMA-modell	45
Tabell 7.1	Ekornes' total kapitalrentabilitet	50
Tabell 7.2	Ekornes' egen kapitalrentabilitet	51
Tabell 7.3	Ekornes' driftsmargin	52
Tabell 7.4	Ekornes' likviditetsgrad 1	53
Tabell 7.5	Ekornes' likviditetsgrad 2	54
Tabell 7.6	Ekornes' finansieringsgrad 1	56
Tabell 7.7	Ekornes' egen kapitalprosent	57
Tabell 7.8	Ekornes' gjeldsgrad	57
Tabell 7.9	Ekornes' rentedekningsgrad	58
Tabell 7.10	Oppsummering av regnskapsanalyse	59
Tabell 9.1	Ekornes' driftsinntekter og driftskostnader	68
Tabell 9.2	Ekornes' anleggsinvesteringer	70
Tabell 9.3	Ekornes' avskrivninger	70
Tabell 9.4	Ekornes' arbeidskapital	71
Tabell 9.5	Fremtidige kontantoverskudd	72
Tabell 10.1	Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav	75
Tabell 10.2	Sensitivitetsanalyse av fremtidig vekst	76
Tabell 10.3	Sensitivitetsanalyse av driftsmargin	77

# INNLEDNING

---

## 1.1 Bakgrunn

Ekornes er den største møbelprodusenten i Norden og har de siste årene fremstått som et unikt selskap på områder som markedsføring og salg, merkevarebygging og forretningsans. Etter at finanskrisen inntraff i 2008 var Ekornes blant få møbelprodusenter som kom styrket ut av krisen. Til tross for motgang oppfattes Ekornes som et stabilt selskap, med en lang og tradisjonsrik historie. Aksjene i Ekornes ASA omsettes daglig på Oslo Børs og er etter vårt skjønn et interessant selskap som vi ønsket å verdsette.

## 1.2 Problemstilling

Problemstillingen for oppgaven er:

*"Verdsettelse av Ekornes ASA"*

Oppgaven går altså ut på å estimere en rimelig verdi av Ekornes-konsernet, og sammenligne dette estimatet med markedsverdien.

## 1.3 Avgrensninger

Oppgaven er i stor grad basert på offentliggjort informasjon som fremkommer på Ekornes' hjemmeside og årsrapporter. Vi har begrenset tilgang til selskapets fremtidsutsikter og budsjetter, som gjør at deler av oppgaven baseres på egne forutsetninger. Dette er momenter som er med på å avgrense oppgaven, samtidig som de knytter usikkerhet til verdivurderingen.

I verdivurderingen av Ekornes benyttes regnskapstall fra konsernet som helhet. Grunnen til dette er at det er konsernet som helhet som er notert på Oslo Børs, og vi ønsker å sammenligne den estimerte markedsverdien med den reelle verdi og aksjekurs.

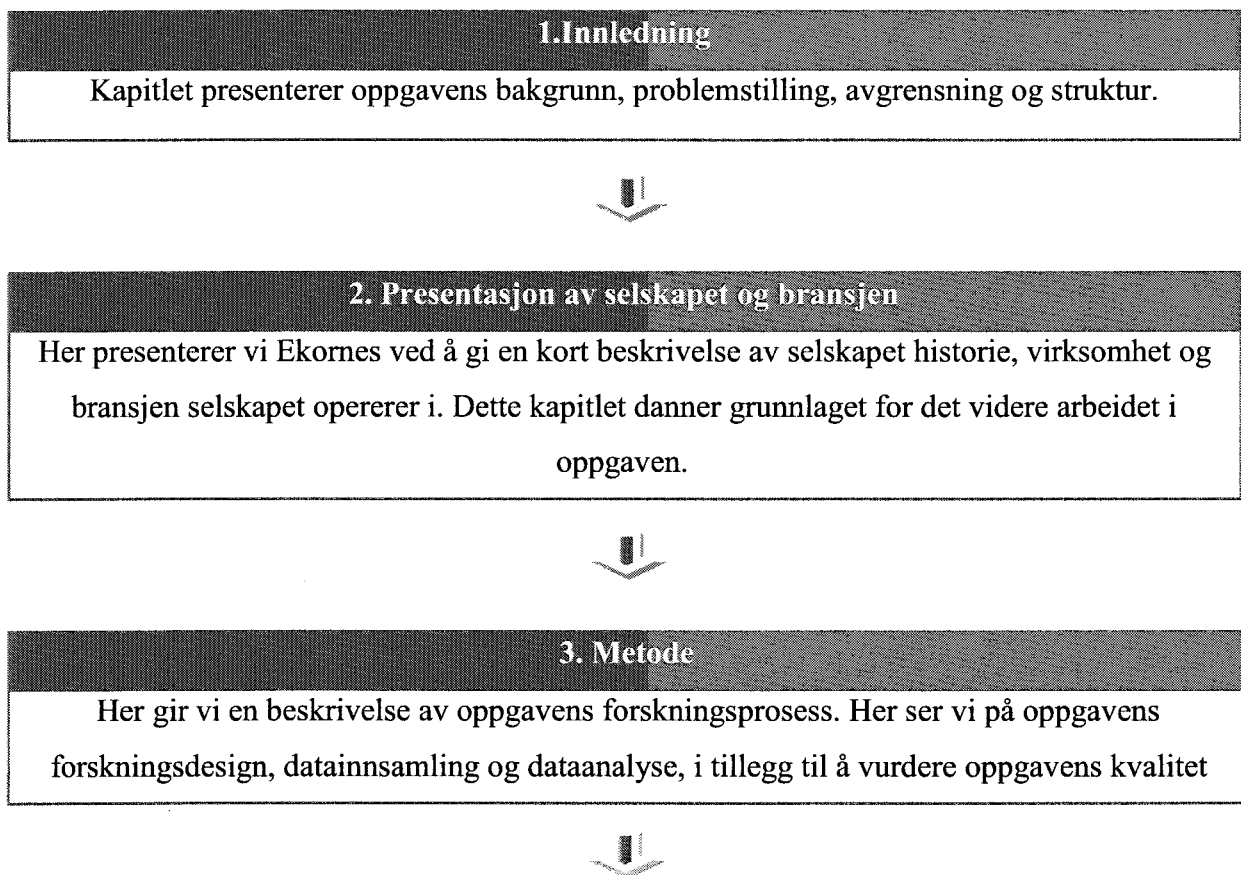
Vi har i hovedsak valgt å benytte selskapsinformasjon fra hjemmesiden og årsrapporten for Ekornes fra 2009, da denne rapporten var den ferskeste rapporten i begynnelsen av forskningsprosessen. I løpet av våren ble årsrapporten fra 2010 tilgjengelig. Vi har hentet noe tallmateriale fra denne rapporten til beregning av fremtidige kontantstrømmer.

Oppgaven skal i utgangspunktet gjennomføres i løpet av ett semester, noe som vil avgrense oppgavens omfang. Tidsbegrensingen gjør at vi ikke kan gå så dypt inn i enkelte områder, og dette kan føre til svakheter i deler av oppgaven.

Problemstillingen vår omhandler som nevnt en verdsettelse av Ekornes ASA. Gjennom hele oppgaven vil vi omtale konsernet som Ekornes.

## 1.4 Struktur

Figuren nedenfor viser oppgavens struktur. Oppgaven inneholder 11 kapitler som består av følgende:



#### 4. Verdsettelsesmodeller

Kapittel 4 er et teorikapittel hvor vi presenterer ulike verdsettelsesmodeller sett fra et teoretisk perspektiv



#### 5. Avkastningskravet

I dette kapitlet gir vi en beskrivelse av hvordan avkastningskravet beregnes ut i fra CAPM og WACC., og presenterer de ulike variablene som inngår i en beregning av avkastningskrav



#### 6. Strategisk analyse

Den strategiske analysen består av en ekstern analyse som ser på makroøkonomiske forhold og bransjen, og en intern analyse hvor vi analyserer selskapets interne ressurser. Hensikten er å fastslå selskapets strategiske posisjon.



#### 7. Regnskapsanalyse

Her har vi gjennomført en regnskapsanalyse der vi analyserer selskapets likviditet, rentabilitet, finansiering og soliditet. Hensikten med analysen er å klarlegge trender de siste årene, som er en del av grunnlaget for estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene.



#### 8. Beregning av avkastningskrav

I dette kapitlet anvendes teori fra kapittel 5, hvor avkastningskravet for egenkapitalen og totalkapitalen beregnes.



#### 9. Fremtidige kontantstrømmer og verdsettelse

Her estimerer vi fremtidige kontantoverskudd basert på arbeidet som er gjort tidligere i oppgaven. Videre neddiskonteres kontantoverskuddene for å komme fram til et verdiesimat av Ekornes.



## 10. Sensitivitetsanalyse og rimelighetsvurdering

Sensitivitetsanalysen gjennomføres for å se hvor stor effekt endringer av enkelte faktorer har på markedsverdien av Ekornes.



## 11. Rimelighetsvurdering

I dette kapitlet gjennomføres en rimelighetsvurdering ved å benytte en alternativ verdsettelsesmodell, P/E-metoden, samt å beregne P/B-tallet.



## 12. Konklusjon og implikasjoner

Dette kapitlet vil bestå av en kort oppsummering av oppgaven og konklusjonen på oppgavens problemstilling.

*Figur 1.1 Oppgavens struktur*

## 2. PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN

---

### 2.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi presentere Ekornes-konsernet. Presentasjonen skal gi et innblikk i selskapets historie, virksomhet og bransje. Dette for å gi en bedre forståelse av oppgaven, spesielt med tanke på den strategiske analysen i kapittel 6.

### 2.2 Ekornes

Ekornes ble grunnlagt i 1934 av Jens Ekornes. Selskapet startet med bare tre ansatte for å produsere fjær til møbelindustrien på Sunnmøre. I 1959 startet selskapet med møbelproduksjon, og bare noen år etter startet Jens Ekornes med eksport. Selskapet vokste på svært kort tid, og lanserte produktet Stressless® som førte til umiddelbar suksess. I 1995 ble Ekornes notert på Oslo Børs.

I dag er Ekornes et stort konsern, organisert med Ekornes ASA som morselskap. Konsernet har over 1500 ansatte og en omsetning på over 2,5 milliarder NOK. Alle fellesfunksjonene ligger i Ekornes ASA, herunder konsernledelse, økonomiforvaltning, markedsføring, innkjøp og produksjonsutvikling.

Ekornes er den største møbelprodusenten i Norden og har flere kjente merkenavn som Ekornes®, Stressless® og Svane®. Selskapets suksess kan i hovedsak knyttes til produktet Stressless® som har blitt et av verdens mest kjente varemerker innen møbelbransjen. I tillegg er merkenavnene Ekornes® og Svane® de mest kjente i Norge. Produktene produseres i seks ulike fabrikklegg i Norge, hvor de fleste er lokalisert i Sykkylven kommune. Gjennom utvalgte forhandlere selger Ekornes sine produkter til store deler av verden, i tillegg til kontraktmarkedet i Norden.

Ekornes har som visjon å være en av verdens mest attraktive leverandører av møbler til hjemmeinnredning. Forretningssideen går ut på å tilby produkter som i pris og design henvender seg til et bredt publikum. Ekornes skal i tillegg til dette utvikle og produsere møbler som er fremragende med hensyn til komfort og funksjon.



Ekornes-konsernet består av følgende datterselskaper:

<b>Aksjer i datterselskap eid direkte av Ekornes ASA</b> Shares in subsidiaries owned directly by Ekornes ASA	<b>Forretningskontor</b> Business office	<b>Eierandel</b> Ownership
J.E. Ekornes AS	Ikornnes	100%
Ekornes Fetsund AS	Fetsund	100%
Ekornes Møbler AS	Hareid	100%
Ekornes Skandinavia AS	Ikornnes	100%
Stay AS	Oslo	100%
J.E. Ekornes ApS, Danmark/Denmark	Odense	100%
Ekornes K.K, Japan	Tokyo	100%
OY Ekornes AB, Finland	Helsinki	100%
Ekornes Inc., USA	Somerset, N.J	100%
Ekornes Ltd., England	London	100%
Ekornes Möbelvertriebs GmbH, Tyskland/Germany	Hamburg	100%
Ekornes S.A.R.L, Frankrike/France	Pau	100%
Ekornes Iberica SL, Spania/Spain	Barcelona	100%
Ekornes Sp.z.o.o, Polen/Poland	Warszawa	100%
Ekornes Asia Ltd., Singapore	Singapore	100%
Ekornes Pty. Ltd, Australia	Sydney	100%
Ekornes Latin America Ltda, Brasil/Brazil	São Paulo	100%

*Tabell 2.1 Aksjer i datterselskap*

## 2.3 Møbelbransjen

Norsk møbel og interiørindustri består i dag av om lag 500 bedrifter, hvor det i 2010 ble produsert møbler for 10 milliarder kr og sysselsatt 8000 årsverk. Ca 4-5 milliarder kr av produksjonen av møbler og interiør ble eksportert. Litt over en tredjedel av industrien befinner seg i Møre-regionen, og de resterende er spredt jevnt utover Sør-Norge.

Møbelbransjen i Norge består i hovedsak av små og mellomstore bedrifter, med noen få større konsern ([www.norskindustri.no](http://www.norskindustri.no)). Møbelmarkedet kan deles i to hovedgrupper; hjemmemøbler og kontor- og kontraktmøbler ([www.insidenorway.no](http://www.insidenorway.no)).

I følge møbelhistoriker Eldar Høidal har det vært en viss omsetningsvekst de siste årene som har fordelt seg noe ujevnt. Finanskrisen i 2008 førte til reduksjon i møbeletterspørselen som har påvirket møbelbransjen negativt, men som i etterkant har stabilisert seg. Eksportandelen har økt de siste årene ettersom det ble satt i gang et bransjeprogram for å øke eksporten for flere møbelbedrifter.

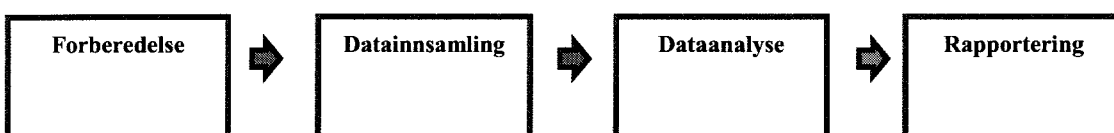
## 3. METODE

---

### 3.1 Innledning

Metode kommer av det greske ordet *methodos*, som betyr å følge en bestemt vei mot et mål. Metodelæren hjelper oss å treffe hensiktsmessige valg og gir oversikt over alternative framgangsmåter i en forskningsprosess. I tillegg handler det om hvordan man kan gå fram for å undersøke om egne antagelser er i samsvar med virkeligheten eller ikke (Johannessen et al., 2004)

I dette kapitlet vil vi redegjøre for hvilke metoder som blir benyttet i denne oppgaven, og hvilke framgangsmåter som blir brukt for å svare på oppgavens problemstilling. I følge Johannessen et al. (2004) er forskning en prosess som går over fire faser:



*Figur 3.1 Forskningsprosessen*

Vi vil beskrive hver av disse fasene i forhold til vårt forskningsprosjekt og problemstilling. Til slutt tar vi for oss prosjektets kvalitet, og beskriver i den sammenheng både reliabilitet og validitet.

### 3.2 Forberedelse

Den forberedende fasen består i å ta stilling til undersøkelsens formål. Det vil si årsaken til at man ønsker å gjennomføre undersøkelsen og hva undersøkelsen skal bidra med. Forskning og studentprosjekter starter ofte med noe man ønsker å tilegne seg mer kunnskap om. Man sitter altså med en idé om hva prosjektet skal omhandle, eller hvilket tema prosjektet skal dreie seg om. Vi er i en situasjon hvor vi har utarbeidet en bacheloroppgave som retter seg inn på vår profilering. Fagområde var derfor en avgjørende faktor for tema på problemstillingen (Johannessen et al., 2004).

### 3.2.1 Problemstillingen

Utarbeidelse av problemstilling er en svært viktig del av et forskningsprosjekt, samtidig som det er meget sentralt i metodelitteraturen. Problemstilling er det samme som forskningsspørsmål og kan defineres som: “[...] spørsmål som blir stilt med et bestemt formål, og på en så presis måte at det lar seg belyse gjennom bruk av samfunnsvitenskapelige metoder” (Halvorsen, 2003 referert i Johannessen et al., 2004:59). Problemstillingen styrer metodevalget og er i tillegg avgjørende for hvor vellykket et prosjekt blir. Grunnen til det er at det forteller hva undersøkelsen forventes å gi svar på. Problemstillingen bør altså være formulert på en presis og tydelig måte (Johannessen et al., 2004)

I denne oppgaven har vi valgt å utføre en verdsettelse av totalkapitalen til Ekornes ASA, hvor problemstillingen er:

“Verdsettelse av Ekornes ASA”

Etter vårt skjønn er dette en godt formulert problemstilling. Det kommer klart fram at det er verdien på Ekornes ASA vi ønsker å undersøke, i tillegg til at det er formulert på en kort og presis måte. Valget av tema for prosjektet er i stor grad preget av fagområdet “Regnskap og Økonomistyring”, som er vår profilering under bachelorstudiet i Økonomi og Ledelse. Grunnen til at vi valgte temaet verdsettelse, er at vi finner det svært interessant samt at det dekker store deler av pensum for vårt profileringsområde.

### 3.2.2 Forskningsdesign

I tidlig fase av et prosjekt må man ta stilling til hva og hvem som skal undersøkes, samt hvordan den skal gjennomføres. Dette omtales i metodelæren som *forkningsdesign*, og omfatter alt som knytter seg til en undersøkelse (Johannessen et al., 2004).

Forskningsdesign kan deles inn i tre hovedtyper. Disse kalles eksplorerende, beskrivende og kausale forskningsdesign. Hvilket av designene som skal benyttes kommer an på problemstillingen for prosjektet. Dersom undersøkelsens formål er uklart samt at man ikke kan stille opp en klar hypotese til problemet, benyttes et eksplorerende design. Hvis målet med prosjektet er å kartlegge en eller flere variabler, benytter man beskrivende design og

dersom problemet omfatter å undersøke effekten av en eller flere uavhengige variabler på en avhengig variabel, benytter man kausale design. Dette er i følge Selnes (1999) en grovsortering, da designene inneholder flere gråsoner og overlappinger.

Problemstillingen vår innebærer å finne verdien av Ekornes ASA. Vi må altså tallfeste størrelser, og det er dermed harde fakta som skal innhentes. Vi utelukker eksplorerende design da problemstillingen vår er klart definert, samt at vi kan sette en hypotese for undersøkelsen. Kausale design utelukkes også, i og med at vi ikke er ute etter å undersøke en årsakssammenheng. Beskrivende design er dermed det som passer best til vårt forskningsspørsmål og er det designet vi har valgt å benytte i denne oppgaven (Selnes, 1999).

I følge Johannessen et al. (2004) finnes det flere design som er beskrivende. Blant disse er grounded theory, casedesign, etnografisk design og fenomenologi. Casedesign vil etter vårt skjønn være et naturlig valg for vårt forskningsspørsmål. Vi vil beskrive denne type design i avsnittet under, samtidig som vi forklarer hvorfor dette designet er passende for vår oppgave.

### **3.2.2.1 Case-studie**

Ordet *case* kommer av det latinske ordet *casus* som betyr *tilfelle* (Johannessen et al., 2004). Et case-studie innebærer en omfattende og dyptgående analyse av ett enkelt tilfelle, som regel en organisasjon eller en bedrift (Selnes, 1999). I et case-studium vil man være avhengig av detaljert og omfattende datainnsamling over tid. Kort sagt handler det om å samle inn så mye informasjon om mulig som et avgrenset fenomen (Johannessen et al., 2004).

Problemstillingen “*Verdsettelse av Ekornes ASA*” innebærer som nevnt at vi må innhente harde data i form av tall fra årsrapporter, regnskap og lignende. I tillegg må vi utføre en dyptgående analyse av selskapet og innhente data over tid. På bakgrunn av dette mener vi oppgaven kan kategoriseres som et case-studie med beskrivende design.

## **3.3 Datainnsamling**

I forskning må man samle inn data som gjenspeiler virkeligheten som skal undersøkes. Det er mange ulike måter å gjennomføre en undersøkelse på, og data kan finnes i mange former. I dette avsnittet vil vi beskrive metodevalg, utvelgelse av informanter og gå nærmere inn på selve datainnsamlingen.

### 3.3.1 Valg av metode

Når vi nå har valgt å gå ut fra et beskrivende forskningsdesign, må vi velge hvilken datainnsamlingsmetode som egner seg best til å få tak i den informasjon vi har behov for (Jacobsen, 2005). Skillet mellom kvalitativ og kvantitativ metode er utbredt i metodelæren. Begrepene henviser til egenskaper, hvor kvalitet betyr beskaffenhet og henviser til egenskaper, mens kvantitet viser til mengde eller antall. Kvantitative data kan telles opp, mens kvalitative data gjerne foreligger i form av tekst, lyd eller bilder (Johannessen et al., 2004).

Til tross for at kvalitative og kvantitative tilnærminger er forskjellige, er det ikke slik at de to metodene aldri kan kombineres i en forskningsprosess (Johannessen et al., 2004). For at vi skal kunne beregne verdien av Ekornes ASA, har vi behov for å samle inn store mengder tallmateriale både gjennom regnskap, årsrapporter, børsnoteringer og lignende. Det vil da være aktuelt med innsamling av kvantitative data. På den andre siden vil det også være nødvendig å utføre en strategisk analyse av konsernet, hvor vi vil ha behov for kvalitative data i form av tekst. På bakgrunn av dette velger vi å kombinere kvalitativ og kvantitativ metode under vår forskningsprosess.

### 3.3.2 Utvelgelse av informanter

Utvelgelse av informanter vil si å velge ut hvem som skal undersøkes. I forkant av et forskningsprosjekt er det vanlig å gjennomgå hvor stor utvalgsstørrelse man skal ha, hvilken strategi man skal benytte for utvelgelse av informanter og hvordan de skal rekrutteres (Johannessen et al., 2004).

I denne oppgaven vil vi som nevnt samle inn data fra blant annet regnskap og årsrapporter. I den forbindelse vil det ikke være behov for å gå inn på utvelgelse av informanter. Når det gjelder den strategiske analysen har vi valgt å utføre to intervjuer per e-post, for å tilegne oss bedre kunnskap om møbelbransjen og de interne forholdene til Ekornes ASA. Informantene vi har valgt er konsernsjefen i Ekornes ASA, Øyvind Tørlen, og møbelhistoriker Eldar Høidal. Slik vi ser det er konsernsjefen et naturlig valg av informant når det gjelder de interne forholdene til konsernet. Eldar Høidal har god innsikt i møbelbransjen, i tillegg til at han har nær kjennskap til Ekornes' historie.

### 3.3.3 Datainnsamling

Når data skal samles inn er det vanlig å skille mellom innsamling av primær- og sekundærdata. Primærdata er data som er samlet inn direkte fra mennesker eller grupper av mennesker, det vil si at forskeren samler inn opplysningene for første gang. Altså går han/hun direkte til den primære kilden for å tilegne seg informasjon. Primærdata kan anskaffes ved hjelp av intervju, observasjon eller spørreskjema. Den andre formen for data, sekundærdata, er data som allerede er samlet inn av noen andre. Informasjonen er altså samlet inn tidligere, til et annet formål (Jacobsen, 2005).

I vår oppgave har vi i hovedsak benyttet oss av sekundærdata i form av årsrapporter, børsnoter og artikler. Grunnen til dette valget er at det i en verdsettelse vil det være naturlig å basere seg på den informasjonen som allerede foreligger. Spørsmålet ”*hva er verdien av Ekornes?*” er noe aktørene i aksjemarkedet lurer på hver eneste dag. Den jobben må de gjøre utelukkende basert på den informasjonen som Ekornes gjør tilgjengelig for dem, samt annen informasjon fra media og lignende. For å få litt bedre innsikt i møbelbransjen og de interne forholdene til Ekornes, har vi til tross for dette valgt å utføre to intervjuer og på denne måten har vi også innhentet noe primære data.

### 3.4 Dataanalyse

Når man har samlet inn data må de analyseres og tolkes. For å gjøre forskningsarbeidet håndterlig må datamengden reduseres og bearbeides. Når det gjelder analyse av kvalitative data består arbeidet i å bearbeide tekst, mens det for kvantitative data skjer ved tallbehandling (Johannessen et al., 2004).

I denne oppgaven har vi utført ulike typer analyser. For å analysere interne og eksterne forhold i Ekornes, har vi utført en strategisk analyse. Her har vi benyttet Porter Five Forces for å analysere de eksterne forholdene og SVIMA-analyse for de interne. I enhver grundig verdsettelse bør det inngå en strategisk analyse. Dette for å avdekke styrker og svakheter, muligheter og trusler og dermed få kartlagt virksomhetens strategiske posisjon (Boye og Meyer, 2008). Dette er en analyse av kvalitative data i form av tekst.

For å kartlegge utviklingen i Ekornes ASA de siste 5 årene har vi også utført en regnskapsanalyse. På denne måten har vi blitt bedre kjent med bedriften, og har fått innblikk i

selskapets utvikling. I analysen har vi konsentrert oss om nøkkeltallene som er av størst betydning for kontantoverskuddene. Vi har utført analyser av rentabilitet, likviditet og finansiering og soliditet. Regnskapsanalysen omfatter en analyse av kvantitative data i form av tall. Den hjelper oss med å styrke validiteten til regnskapstallene, i og med at vi lettere kan svare på problemstillingen vår.

Etter å ha utført den strategiske og den regnskapsmessige analysen, fastsetter vi avkastningskravet. For hver variabel i avkastningskravet begrunner vi hvorfor størrelsen er fastsatt slik den er, og redegjør for teori. Til slutt fastsetter vi avkastningskravet som vi senere benytter for å beregne de fremtidige kontantstrømmene som brukes til å beregne verdien av Ekornes ASA.

### **3.5 Rapportering**

Det er vanlig at resultater av en forskningsprosess presenteres i en eller annen form for skriftlig rapportering, og det er vanligvis spesielle bestemmelser for hvordan rapporteringen skal fremstilles (Johannessen et al., 2004). I denne forskningsprosessen er formålet å utforme en bacheloroppgave, og vi har klare rammer for hvordan rapporten skal utformes. Vi velger derfor å ikke gå nærmere inn på teori rundt rapporteringen.

### **3.6 Oppgavens kvalitet**

Jacobsen (2005) hevder at undersøkelser alltid skal forsøke å minimere problemer knyttet til validitet og reliabilitet. Validitet dreier seg om gyldigheten til en undersøkelse, mens reliabilitet handler om hvor pålitelige funnene er. Etter en forskningsprosess skal man alltid foreta en kritisk drøfting om hvor gyldige data er og hvorvidt de er til å stole på eller ikke. I dette kapitlet skal vi beskrive validiteten og reliabiliteten til våre funn og data.

#### **3.6.1 Reliabilitet**

Reliabilitet handler om hvor pålitelige undersøkelsens data er. Det handler om hvilke data som benyttes, hvordan de er samlet inn og bearbeidet. Dette er naturligvis et mål for alle undersøkelser (Holme og Solvang, 1996).

Som nevnt har vi i hovedsak benyttet årsrapporter og tidligere regnskap under arbeidet med denne oppgaven. Informasjon innhentet fra disse kildene anser vi som svært reliable. Det er

selskapet selv som har publisert årsrapportene, og vi regner dermed med at informasjonen er korrekt. På den andre siden har vi også satt opp fremtidsregnskap for å kunne beregne fremtidige kontantoverskudd. Det kan stilles spørsmålsteget rundt reliabiliteten til disse estimerte tallene. Det skal også nevnes at det *alltid* vil være usikkerhet knyttet til verdsettelse, i og med at man må ta egne forutsetninger for å budsjettere fremtidige kontantoverskudd (Boye og Meyer, 2008). Vi har benyttet velkjente modeller under beregningene, og til tross for at vi må ta egne forutsetninger anser vi reliabiliteten som over middels.

Vi har som nevnt utført to intervjuer for å tilegne oss mer kunnskap om møbelbransjen samt de interne forholdene til Ekornes AS. Reliabiliteten til informasjonen innhentet via intervju av Øyvind Tørlen og Eldar Høydal kan diskuteres. De er to enkeltindivider som kommer med egne synspunkter og meninger. Dersom vi hadde valgt andre informanter, hadde vi kanskje fått avvikende svar på noen av spørsmålene. Etter vårt skjønn har vi likevel valgt gode informanter som sitter med mye informasjon om oppgavens tema, og vi anser derfor reliabiliteten på intervjuene som nokså høy. Jacobsen (2005) hevder at et problem med intervjuer utført via internett er at intervjueren mister mulighet til å observere hvordan informantene opptrer, og at dette kan få stor betydning for intervjuets gang. Spørsmålene vi har stilt i intervjuene har i stor grad vært rene faktaspørsmål som ikke innebærer følelser. Det at vi har gjennomført intervjuene per e-post vil derfor ikke påvirke resultatene fra intervjuene, slik vi ser det.

I enkelte situasjoner hvor det ikke har eksistert tilstrekkelig informasjon, har vi gitt uttrykk for egne meninger og synspunkter. I oppgaven vil det altså komme tilfeller hvor vi har gjort skjønnsmessige påstander basert på egne erfaringer. Reliabiliteten til disse vil naturligvis ikke være veldig høy, og vi har forsøkt å begrense omfanget av egne oppfatninger så langt det lar seg gjøre.

### 3.6.2 Validitet

I dette avsnittet vil vi beskrive oppgavens validitet, altså gyldigheten til de innsamlede data. Det er ikke nok at man har pålitelige data, dersom de ikke er brukbare for å besvare forskningsspørsmålet. Validitet dreier seg om hvor godt data representerer det fenomenet som skal undersøkes (Johannessen et al., 2004). I følge Lund (1996) referert i Johannessen et al.,



(2004:72) er det av betydning at validitet ikke oppfattes som om data er valide eller ikke valide, men et kvalitetskrav som kan være tilnærmet oppfylt.

Et moment vi ønsker å påpeke når det gjelder validiteten til innsamlede data, er tidspunktet for innsamlingen. Da vi startet arbeidet med oppgaven i januar 2011, var siste publiserte årsrapport fra 2009. Det er dermed denne vi har benyttet i store deler av datainnsamlingen til både den strategiske- og den regnskapsmessige analysen. Da vi satte i gang med utarbeidelse av kontantstrømbudsjettene var derimot årsrapporten for 2010 publisert, og vi benyttet oss av den. På grunnlag av dette vil gyldigheten til data som er innsamlet til bruk i den strategiske analysen og regnskapsanalysen være litt lavere enn data som er brukt i kontantstrømbudsjettene. Vi har ikke hatt tilstrekkelig tid til å kunne endre disse analysene etter at 2010-rapporten kom ut. I og med at de eksterne og interne forholdene til Ekornes ASA har hatt en ubetydelig endring fra 2009 til 2010, ville ikke utfallet til den strategiske analysen endret seg dersom vi hadde benyttet årsrapporten for 2010. Vi anser derfor validiteten til disse dataene som høy. Nøkkeltallene fra regnskapsanalysen ville derimot endret seg noe, og det kan stilles spørsmålsteget til gyldigheten til dataene på dette området.

I forrige avsnitt nevnte vi at *reliabiliteten* til de budsjetterte kontantstrømmene kan diskuteres. På den andre siden vil *validiteten* knyttet til disse dataene etter vårt skjønn være høy. Grunnen til denne påstanden er at vi faktisk er avhengige av å ta egne forutsetninger om framtiden for å beregne verdien av Ekornes ASA, altså for å svare på problemstillingen. Det er akkurat dette validitet handler om, og derfor mener vi at validiteten her er høy per dags dato. På den andre siden vil validiteten på denne oppgaven endre seg i tiden framover, dersom Ekornes gjør det bedre eller dårligere enn det vi har forutsett. Dette vil uansett være likt for alle som utfører en verdsettelse av et selskap, og igjen vil vi påstå at validiteten til de budsjetterte kontantstrømmene er høy.

## 4. VERDSETTELSESMODELLER

---

### 4.1 Innledning

Det finnes en rekke situasjoner hvor verdsettelse av bedrifter står sentralt. Eksempelvis er det behov for verdsettelse ved kjøp og salg av hele eller deler av en bedrift. Verdsettelse benyttes også ved privatisering av offentlig virksomhet, samt kjøp og salg av mindre aksjeposter. I tillegg står verdsettelse sentralt ved tvangsutløsning av minoritetsaksjonærer. Grunnen til dette er at et selskap som eier mer enn 90% av aksjene i et annet selskap, kan kreve at aksjonærene som er i mindretall utløses og dermed vil verdien av aksjepostene være av stor betydning. Det vil også være behov for verdsettelse ved fisjoner og fusjoner (Boye, 1998).

Dersom man kjøper en bedrift, kjøper man bedriftens fremtidige kontantoverskudd, og en verdsettelse bør derfor bygge på en forutsigelse av disse. Verdsettelse av bedrifter vil alltid innebære usikkerhet og er derfor ingen eksakt vitenskap. Det finnes flere ulike metoder som kan benyttes for å verdsette virksomheter, hvor Boye (1998) klassifiserer disse inn i to hovedgrupper; balansebaserte metoder og inntjeningsbaserte metoder. Disse metodene blir beskrevet i neste avsnitt.

### 4.2 Balansebaserte metoder

Ved verdiberegninger tar balansebaserte metoder utgangspunkt i balansen (Kinserdal, 2005). Metodene verdsetter et selskap sine eiendeler med fratrukk for gjeld og eventuell utsatt skatt. Boye og Dahl (2002) deler balansebaserte metoder inn i matematisk verdi, substansverdi og likvidasjonsverdi.

#### 4.2.1 Matematisk verdi

Matematisk verdi uttrykker den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital, bokført etter regnskapsloven. Regnskapslovens regler er basert på forsiktighetsprinsippet, som blant annet omhandler laveste verdis prinsipp. Prinsippet kan føre til at de virkelige verdier kan avvike fra bokført egenkapital. Dette gjør at modellen blir sett på med liten interesse innenfor verdsettelse (Boye og Dahl, 2002).

#### 4.2.2 Substansverdi

Substansverdien av egenkapitalen kan defineres som: ”..markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkludert latent skattegjeld når dette er relevant.” (Boye og Dahl, 2002)

Substansverdien blir også kalt *verdijustert egenkapital*, forkortet til VEK, og tar utgangspunkt i balansen justert for skjulte verdier. Beregning av substansverdi kan være nyttig i situasjoner hvor det eksisterer et marked der eiendeler kan selges uavhengig av selskapet, eller der eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomhet som drives. Substansverdi kan også benyttes når kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg. Ved bruk av denne verdsettelsesmetoden forutsettes ”*going-concern*”, altså fortsatt drift (Boye og Dahl, 2002).

Verdi av omløpsmidler og gjeld vil vanligvis kunne beregnes relativt nøyaktig. Utfordringen er ofte å verdsette anleggsmidlene når verdien varierer fra bokført verdi. Et annenhåndsmarked for anleggsmidlet vil være nødvendig for å kunne anslå en verdi som gir mening. Der hvor det ikke forekommer et aktivt marked for et selskaps eiendeler, vil ofte markedsverdien erstattes med gjenanskaffelsesverdier korrigert for eldring og annet verditap. Gjenanskaffelsesverdier vil si hva det *nå* koster å anskaffe vedkommende eiendel (Kinserdal, 2005) Å benytte substansverdi basert på gjenanskaffelsesverdier vil være mindre korrekt i forhold til substansverdiberegninger som baserer seg på markedsverdien (Boye og Dahl, 2002).

Når det benyttes markedsverdier ved en substansverdiberegning kan virkelig verdi avvike fra substansverdien, dette på grunn av goodwill og eventuelt badwill. Goodwill/badwill uttrykker hvor mye en virksomhet får ut av en eiendel, i forhold til andre virksomheter, og blir definert som differansen mellom anskaffelseskost ved kjøp av en virksomhet og virkelig verdi av identifiserbare eiendeler og gjeld i virksomheten (Kinserdal, 2005).

Substansverdimetoden benyttes som oftest der hvor markedsprisen er lett tilgjengelig, eksempelvis ved verdsettelse av shippingsselskaper, eiendomsselskaper, investeringsselskaper og kraftverk. Substansverdimetoden kan også være et nyttig supplement til andre verdiberegninger (Boye og Dahl, 2002).

### 4.2.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi kan også kalles realisasjonsverdi, og er et spesialtilfelle av substansverdi. Som nevnt er beregning av substansverdi basert på ”going concern” - betraktninger, mens ved likvidasjonsverdeberegninger forutsettes avvikling og tvunget salg av eiendel.

Likvidasjonsverdien er ofte langt lavere enn substansverdien, siden avvikling ofte medfører prisavslag ved salg og store avviklingskostnader (Boye og Meyer, 2008). Likvidasjonsverdien uttrykker det teoretisk laveste beløpet som eierne sitter igjen med dersom virksomheten avvikles. Verdien tar utgangspunkt i bokført egenkapital, som må justeres for differansen mellom bokførte verdier og realisasjonsverdien for eiendeler og gjeld (Boye og Dahl, 2002).

## 4.3 Inntjeningsbaserte metoder

### 4.3.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen har vært lite brukt i Norge. Dette på grunn av at norske aksjeselskaper legger liten vekt på utbytte til aksjonærene. Modellen har derimot vært benyttet i USA, hvor selskapene deler ut en større andel av overskuddene til aksjonærene (Boye, 1998). I følge Boye og Dahl ser det ut som om denne trenden er i ferd med å snu og at dividendemodeller med tiden også blir tatt i bruk i Norge. Ved bruk av dividendemodellen kan verdien av en aksje beregnes slik (Boye og Dahl, 1997):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Hvor:

$P_0$  – Verdien av en aksje

$D_t$  – Forventet dividende per aksje i år  $t$

$k$  – Avkastningskravet

Det vil være problematisk å forutse hva dividenden for en aksje vil være i all framtid. Dersom man benytter en dividendemodell er det derfor vanlig å ty til forenklinger. Det er typisk å forutsette at dividenden vil øke med samme prosent hvert år i all framtid. Dersom man legger

denne forutsetningen til grunn, kan modellen ovenfor ”omgjøres” til Gordons formel (Boye, 1998):

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Hvor:

$g$  – Forventet årlig vekstrate i dividenden

I Gordons formel forutsettes det at det første dividendebeløpet utbetales om ett år. Vi kan se at modellen ikke kan brukes dersom vekstraten er lik eller større enn avkastningskravet. Av modellen kan vi også se at verdien av en aksje blir høyere desto høyere forventet vekst er, og at verdien avtar når avkastningskravet øker. Hvilken verdi aksjen får ved denne metoden, avhenger i stor grad av hvilket avkastningskrav man legger til grunn. (Boye, 2002)

Dersom en virksomhet har meget høy eller lav vekst, vil det naturligvis være urealistisk å forutsette at vekstraten vil vare i evig tid. I tilfeller som dette er det normalt å forutsette at dividenden vokser sterkere eller svakere enn for et gjennomsnittsselskap i en periode, for deretter å vokse i om lag samme takt som økonomien i påfølgende år. I enkelte tilfeller kan det også være slik at det er høy eller lav avkastning i selskapet de nærmeste årene, mens avkastningen senere forventes å tilsvare aksjonærenes avkastningskrav. I et slikt tilfelle kan det være nyttig å benytte en to-vekst modell, for eksempel P/B-modellen (Boye og Dahl, 1997)

Det er viktig å merke seg at dividendemodeller normalt forutsetter at den finansielle risikoen og avkastningskravet er konstant. (Boye, 2002)

#### 4.3.2 Kontantstrømbasert modell

Eiere av en virksomhet vil alltid ha en forventning om at eierskapet medfører kontanttilførsler i fremtiden. Kontantoverskuddene som genereres, regnes å være verdien til en virksomhet (Boye, 2002). Kinserdal (2008:302) hevder at det å neddiskontere summen av fremtidige kontantstrømmer er det teoretisk riktige på verdi. Boye (2002) anbefaler også denne metoden,

og deler modellene inn i to: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

#### *4.3.2.1 Egenkapitalmetoden*

Dersom denne metoden benyttes tar man utgangspunkt i resultat etter skatt, og beregner kontantoverskuddet til egenkapitalen slik:

	Resultat etter skatt
+	Avskrivninger
-	Anleggsinvesteringer
-	Økning omsetningsavhengige omløpsmidler
+	Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld
+	Økning rentebærende gjeld

Kontantoverskuddene beregnes som regel på årsbasis. Grunnen til at man legger avskrivninger til resultatet er at avskrivningen er trukket fra ved beregning av resultatet og fordi de ikke fører til utbetalinger (Boye og Meyer, 2008). Anleggsinvesteringer blir ikke tatt med i beregningen av resultatet. De medfører derimot utbetalinger og må derfor trekkes fra ved beregning av kontantoverskuddet til egenkapitalen.

En av faktorene som inngår når man skal beregne resultatet, er salgsinntekter. Hvis utestående kundefordringer øker i perioden, vil innbetalingene være lavere enn salgsinntektene. På grunn av dette må økningen i utestående kundefordringer trekkes fra når vi skal gå fra resultat til kontantoverskudd. Dette gjelder også økning i varelagrene, som fører til at utbetalingene blir høyere enn kostnadene. Å redusere økning i varelager og kundefordringer vil frigjøre kapital, og reduksjonen vil derfor gi en vekst i kontantoverskuddet i forhold til resultatet. Omsetningsavhengige omløpsmidler består først og fremst av kundefordringer og varelager (Boye og Meyer, 2008).

En økning i omsetningsavhengig kortsiktig gjeld vil føre til at utbetalingene til vareleverandørene blir mindre enn varekjøpet. Denne økningen har en positiv effekt på kontantstrømmen, og derfor legges den til ved beregning av kontantoverskuddet.

Omsetningsavhengig kortsiktig gjeld er først og fremst leverandørgjeld, gjeld til ansatte og offentlig gjeld (Boye og Meyer, 2008).

Til slutt i beregningen av kontantoverskuddet til egenkapitalen må økning i rentebærende gjeld legges til. Dette fordi økningen medfører en kontanttilførsel som ikke tas hensyn til ved beregning av resultatet (Boye og Meyer, 2008).

#### 4.3.2.2 Totalkapitalmetoden

Ved bruk av totalkapitalmetoden beregnes kontantoverskuddene som blir tilgjengelige til betjening av *den rentebærende gjelden* og *egenkapitalen* (Boye, 1998). Kontantoverskuddet til totalkapitalen beregnes på basis av denne modellen:

	Driftsresultat
-	Skatt av driftsresultatet
	Driftsresultat etter skatt
+	Avskrivninger
-	Anleggsinvesteringer
-	Økning omsetningsavhengige omløpsmidler
+	Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld

Forskjellen fra egenkapitalmodellen er at det i denne metoden tar utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt. Dessuten tar vi ikke hensyn til at gjeldsrenten er fradragsberettiget når vi beregner skatt av hele driftsresultatet. Med andre ord beregnes kontantoverskuddet til kapitalytterne, inkludert lånegivere, etter skatt (Boye og Meyer, 2008).

I følge Boye er det enklest å benytte totalmetoden i de aller fleste tilfeller. Han anbefaler denne metoden med et par unntak. Disse unntakene gjelder verdsettelse av banker og livsforsikringsselskaper (Boye og Meyer, 2008)

### 4.3.3 Resultatmodeller

#### 4.3.3.1 Normalresultatmetoden

Normalresultatmetoden er en metode som er mye brukt i praksis, og tar utgangspunkt i å beregne et forventet framtidig resultat for en virksomhet. Framgangsmåten er å se på virksomhetens ressurser og oppnåelig resultat gjennom analyse av historiske resultater og fremtidige budsjetter. Det forventede framtidige resultatet, også kalt normalresultatet, måles i verdsettelsesårets kroneverdi og kapitaliseres med et realavkastningskrav.

Realavkastningskravet uttrykker avkastningen som kreves av investor utover en risikofri rente. Dette benyttes for å kompensere for risiko, justert for inflasjon (Boye og Dahl, 2002). I tillegg til forventet resultat og realavkastningskrav, må det estimeres framtidig realvekst i normalresultatet, tidshorisont for kapitaliseringen og eventuelle restverdier.

For at metoden skal være meningsfull må beregninger av estimatene gjøres grundig og velbegrunnet. Estimatenes størrelser vil være avgjørende for den beregnede verdi, og små endringer vil gi betydelige endringer på verdien. En grundig gjennomgang av resultat- og budsjettpostene er viktig for å identifisere poster som ikke er på et normalt nivå (Boye og Dahl, 2002).

#### 4.3.3.2 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller er blant de mest anvendte verdsettelsesmodellene, og er svært enkle å bruke. Ved bruk av multiplikatormodeller vil regnskapsstørrelsen for det selskapet som skal verdsettes multipliseres med en multiplikator. Multiplikatoren finner man ved å dividere børskursen for børsnoterte selskaper med samme regnskapsstørrelse. Så langt det lar seg gjøre beregnes multiplikatoren for sammenlignbare børsnoterte selskaper, og deretter finner man gjennomsnittet av multiplikatorene. Gjennomsnittet kan justeres for eventuelle særegenheter ved selskapet som skal verdsettes (Boye, 1998).

#### **P/E-metoden**

P/E-metoden er den mest brukte multiplikatormodellen. Ved bruk av P/E- metoden blir verdien beregnet på følgende måte (Boye, 1998):



*Markedsverdi =*

$$(Resultat\ for\ ekstraordinære\ poster - skattekostnader) \times \frac{P}{E} - faktor$$

P/E-faktoren uttrykker forholdet mellom aksjens kursverdi (price) og nevnte resultatbegrep (earning). Faktoren blir sett på som et viktig aksjeanalytisk nøkkeltall for børsnoterte aksjer. Den reflekterer ulike forhold i et selskap eller bransje, blant annet risiko, utbyttepolitikk og vekstpotensialet (Boye og Dahl, 2002)

P/E-faktoren varierer sterk mellom bedriftene og ulike bransjer. For norske børsnoterte selskaper ligger P/E-tallet mellom 10-15 %. Metoden kan også brukes for ikke-børsnoterte selskaper, hvor selskapet ofte prises 30-40 % lavere. Full "takeover" og store strategiske poster prises som regel 20-60 % høyere (Boye og Dahl, 2002).

### **P/B-metoden**

I følge Boye (1998) er P/B-faktoren kanskje den mest benyttede multiplikatoren etter P/E-faktoren. P/B står for Pris/Bok eller Pris/ bokført egenkapital. Forholdstallet beregnes ved å dividere aksjekursen på den bokførte egenkapital. Forholdstallet oppgis i prosent. Når P/B er over 100 % forventes selskapet å oppnå en avkastning i framtiden som er høyere enn aksjonærenes avkastningskrav. Motsatt i tilfeller hvor P/B uttrykker et forholdstall mindre enn 100 %.

### **Avslutning multiplikatormodeller**

Prising på grunnlag av multiplikatormodeller bør gjøres med forsiktighet. Bruk av multiplikatormodeller forutsetter at prisingen i multiplikatoren er riktig. Metodene forutsetter sammenlignbarhet med andre selskaper, som normalt ikke vil være oppfylt (Boye, 1998)

## **4.4 Valg av modell**

På bakgrunn av teorien som er beskrevet i dette kapitlet, velger vi å benytte kontantstrømbasert modell i verdsettelsen av Ekornes. Boye og Dahl (1997) anbefaler denne modellen fordi ved kjøp av et selskap, kjøper man egentlig selskapets fremtidige kontantoverskudd. I tillegg hevder Boye (1998) at kontantstrømbasert modell til totalkapitalen som oftest er den enkleste metoden og anvende.

I rimelighetsvurderingen velger vi å anvende P/E-metoden som en alternativ metode til verdsettelsen. Som nevnt er denne metoden i følge Boye (1998) den mest benyttede kapitalverdimodellen. Vi vil i tillegg beregne P/B-tallet til Ekornes.

# 5. AVKASTNINGSKRAVET

---

## 5.1 Innledning

Beregning av avkastningskrav er nødvendig ved flere verdsettelsesmetoder. Avkastningskrav defineres som “*det kravet til avkastning som stilles for at en investering skal bli gjennomført.*” (www.regjeringen.no). Dersom en investering gir lavere avkastning enn avkastningskravet, bør den ikke gjennomføres. Dette fordi aksjonærenes formue vil reduseres (Bredesen, 2005).

I dette kapitlet vil vi redegjøre for teori rundt beregning av avkastningskravet, både til egenkapitalen og totalkapitalen.

## 5.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Normalt benyttes kapitalverdimodellen CAPM ved beregning av avkastningskravet for egenkapitalen. Dette kan være problematisk siden det er vanskelig å bestemme hvilken risikokompensasjon investorene krever for å påta seg risiko (Boye og Meyer, 2008).

For en aksje kan avkastningskravet uttrykkes som summen av risikofri rente og et risikotillegg. Boye og Meyer (2008) omtaler risikopremien som en risikokompensasjon som kreves ved investering i markedsporteføljen. Kompensasjonen finnes ved å ta differansen mellom forventet avkastning for markedsporteføljen og risikofri rente. For at en investor skal stille med egenkapital for et prosjekt, må investoren minst oppnå en avkastning lik avkastningskravet. Formelen for avkastningskravet er (Bredesen, 2005):

$$R_e = r_f + \beta \times [E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

$R_e$  – Egenkapitalkostnaden eller avkastningskravet for egenkapitalen

$\beta$  – Betaverdien for egenkapitalen

$E(r_m)$  = Forventet avkastning på markedsporteføljen

$r_f$  – Risikofri rente

Forenklet kan man uttrykke avkastningskravet i tre ledd:

*Risikofri rente + Risikopremie for markedet \*  $\beta$*

Her uttrykker den risikofrie renten pengenes tidsverdi. Den skal kompensere for det nyttetapet man får ved utsatt konsum og effekten av inflasjon. Risikopremien for markedet sier noe om hvordan markedet prissetter risiko, mens betaværdien uttrykker investeringsobjektets systematiske risiko (Bredesen, 2005)

Formelen som er beskrevet overfor kalles for kapitalverdimodellen, og benyttes for alle typer investeringer (Boye og Meyer, 2008)

### 5.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

I flere sammenhenger er det behov for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Det er den avkastningen som en representativ investert krone må gi over tid for å kunne betjene kravet fra kreditorer og eierne (Gjesdal og Johnsen, 1999).

I følge Boye og Meyer (2008) er långivernes avkastningskrav reflektert i lånerenten. På grunn av dette kan man benytte gjennomsnittlig lånerente som långivernes avkastningskrav.

Avkastningskravet på totalkapitalen kan beregnes med formelen:

$$WACC = r_t = r_e \times \frac{E}{V} + r_g \times (1 - s) \times \frac{G}{V}$$

Hvor:

$R_e$  – Egenkapitalkostnaden

$\frac{E}{V}$  – Egenkapitalandelen

$\frac{G}{V}$  – Gjeldsandelen

$(1-s)$  – 1 – skattesats

Formelen kalles *Weighted Average Cost of Capital* – WACC. Aksjonærene skal ha forrentet markedsverdi av egenkapitalen og långiverne skal ha forrentet markedsverdi av lånekapitalen.

Dermed benyttes markedsverdier ved beregning av de ulike faktorene i uttrykket ovenfor (Boye og Meyer, 2008). Forenklet kan formelen uttrykkes slik:

*Aksjonærenes avkastningskrav etter skatt \* EK andel + Lånerente \* (1-skattesats) \* Gjeldsandel*

## 5.4 Begrepsforklaring

### 5.4.1 Risikofri rente

Risikofri rente kan defineres som: “Rente med sikkerhet for full betaling av det nominelle beløp.” (www.storebrand.no). I følge Bredesen (2005) kan den risikofrie renten tolkes som den avkastningen som en investor minst må oppnå for å stille sine midler til disposisjon. Dette med en forutsetning om at det ikke er knyttet risiko til avkastningen.

Ofte bruker man renten på statsobligasjoner som mål på den risikofrie renta (www.storebrand.no). Ved kjøp av et foretak utføres det en langsiktig investering, og det anbefales derfor å benytte den lange statsobligasjonsrenta for å fastsette risikofri rente. I følge Bredesen (2005) er statsobligasjoner lån som er lagt ut av myndighetene i et land.

Dersom man benytter en lang rente som risikofri rente i kapitalverdimodellen, bør man forsøke å finne ut hvilke inflasjonsforventninger som er innebygd i renten. Forventningene bør tas hensyn til ved budsjettering av kontantoverskuddene som skal diskonteres. I følge Boye og Meyer (2008) forutsetter om lag alle verdiberegninger som bygger på budsjettering av kontantoverskudd at prisstigningen framover vil tilsvare dagens prisstigning. Dermed anbefales det at man benytter den mellomlange statsobligasjonsrenten på 2-3 år ved beregning av avkastningskravet. Grunnen til at Boye og Meyer ikke anbefaler den korteste renten er at den svinger mer enn den mellomlange.

### 5.4.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et mål på den kompensasjonen en investor normalt vil kreve for å bære risiko, i tillegg til den risikofrie renten (Bredesen, 2005). Det er altså den kompensasjonen man får når man investerer i markedsporteføljen, som er en miniutgave av Oslo Børs. Risikopremien for markedet er lik forskjellen mellom avkastningen for porteføljen

og den risikofrie renten (Boye og Koekebakker, 2006). Jo høyere risikoen er, desto høyere vil risikopremien være. Markedets risikopremie sier altså noe om hvordan markedet prissetter risiko. (Bredesen, 2005)

Når man skal bestemme risikopremien for markedet, legger man ofte historiske risikopremier til grunn. Det antas at investorene historisk sett har realisert den risikopremie som de har forventet. Det forutsettes i tillegg at kravet til fremtidig risikopremie tilsvarer historisk risikopremie (Boye og Meyer, 2008). Boye og Dahl (2002) argumenterer likevel for at denne teorien er noe usikker, på grunn av endringer i markedet.

Risikopremien etter skatt beregnes med følgende formel:

$$\text{Risikofri premie for markedet} = R_M - R_F \times (1 - s)$$

Hvor:

$R_M$  – Forventet avkastning ved investering i markedsporteføljen

$R_F$  – Risikofri rente

S – Skattesats

I følge Gjesdal og Johnsen (1999) er det grunn til å tro at det fremtidige normalnivået for markedspremien vil være lavere enn historisk premie på ca 6 %. De argumenterer for at mindre variasjon i børsens likviditet, mindre endring i inflasjon og bedre kapitaliserte selskaper har redusert markedsrisikoen (Gjesdal og Johnsen, 1999).

### 5.4.3 Beta

Formelen for beta er:

$$\beta = \frac{\text{Investeringens markedsrisiko}}{\text{Representativ markedsrisiko}} = \frac{\text{Korr}(r, r_m) \times \text{Std}(r)}{\text{Std}(r_m)}$$

(Gjesdal og Johnsen, 1999)

Betaverdien forteller hvor stor investeringens relative markedsrisiko er. Det er altså den risikoen som er igjen når investeringen inkluderes i markedsporteføljen, målt i forhold til risikoen til markedsporteføljen. Dersom markedsrisikoen er større enn representativ risiko blir

betaverdien større enn 1, og omvendt dersom markedsrisikoen er mindre enn representativ risiko (Gjesdal og Johnsen, 1999).

I gjennomsnitt er det slik at betaverdien er lik 1 for børsnoterte aksjer. Det er ikke normalt at  $\beta$  er mindre enn 0,5 eller større enn 2. Dersom  $\beta = 0,5$ , vil det si at avkastningen for gjeldende aksje bare er 50 % så variabel som avkastningen for børsnoterte aksjer sett under ett. Er  $\beta$  lik 2 innebærer det at avkastningen for vedkommende aksje er dobbelt så variabel som avkastningen for en gjennomsnittsaksje. En aksje som i gjennomsnitt svinger i takt med totalindeksen, har en beta lik 1 (Thoresen, 2006).

#### 5.4.4 Gjeldskostnaden i avkastningskravet

Gjelden har normalt en nominell kostnad som er forpliktet i en kontrakt. Denne kostnaden er definert ved de avtalte lånerentene. Det vil imidlertid alltid være risiko i tilknytning til et selskaps gjeld i form av at renter og avdrag ikke blir betalt som avtalt. Altså vil ikke nominell lånerente uttrykke kreditorens forventede avkastning, og derfor heller ikke selskapets reelle gjeldskostnad. Kreditorer vil ta høyde for muligheten til å tape penger ved å ha et tillegg i lånerenten. Utover tillegg for administrasjonskostnader, vil renten inneholde et tapstillegg som skal svekke forventede tap og eventuelt også en risikopremie. Som vi ser uttrykker *gjeldskostnaden* det som eierne av gjelden krever i avkastning for å stille ny gjeld til disposisjon for et selskap (Gjesdal og Johnsen, 1999).

### 5.5 Oppsummering

I dette kapitlet har vi redegjort for teorien rundt beregning av avkastningskravet til egenkapitalen og totalkapitalen. Vi har også presentert de ulike faktorene som inngår i beregningen av disse målene. Teorien som er presentert i dette kapitlet vil vi benytte når vi skal fastsette avkastningskravet for totalkapitalen til Ekornes i kapittel 8.

## 6. STRATEGISK ANALYSE

---

### 6.1 Innledning

Dette kapitlet består av en strategisk analyse av de interne og eksterne forholdene til Ekornes. Denne analysen gjennomfører vi for å avdekke relevant informasjon i forhold til utarbeidelse av kontantstrømbudsjettene. Informasjonen vi har benyttet er hentet fra Ekornes' årsrapporter, deres hjemmeside og intervjuer med Øyvind Tørlen og Eldar Høidal.

### 6.2 Ekstern analyse

#### 6.2.1 Makroøkonomiske forhold

Makroøkonomi dreier seg om de store linjene i økonomien. Dette ligger på en måte allerede i begrepet "makro", som kommer fra det greske ordet for "stor". I makroøkonomien studerer vi derfor konjunkturer, vekst og inflasjon for økonomien som helhet (Mork, 2004).

##### 6.2.1.1 Konjunkturer

Konjunkturer er en generell betegnelse på svingninger i økonomisk aktivitet. Det er altså svingninger mellom gode og dårlige tider. Vi skiller mellom høykonjunkturer og lavkonjunkturer. Høykonjunkturer er perioder med uvanlig *høyt* økonomisk aktivitetsnivå, mens lavkonjunkturer er perioder med uvanlig *lavt* økonomisk aktivitetsnivå. BNP står for brutto nasjonalprodukt og er det mest brukte målet på samlet økonomisk aktivitet. BNP avhenger av blant annet sysselsetting, valutakurser og rentenivå (Steigum, 2004). Konjunkturerne kan skifte rimelig fort. Alvorlige lavkonjunkturer kan føre til finanskriser, samt store fall i aksje og eiendomspriser (Steigum, 2004).

### Finanskrisen

Finanskrisen er en betydelig økonomisk krise som har rammet store deler av verden. I en finanskrise går etterspørselen etter varer og tjenester ned. Det samme gjelder produksjonen, og det blir derfor mindre behov for arbeidskraft og arbeidsledigheten øker (Mork, 2004).



I Ekornes' årsrapport fra 2008 er det skrevet at Ekornes var godt rustet til å møte den internasjonale lavkonjunkturen. De hadde en sterk balanse og lite rentebærende gjeld. I tillegg har de kjente merkevarer og et effektivt og moderne produksjonsapparat. På grunn av dette skulle Ekornes komme styrket ut av finanskrisen.

Ekornes-konsernet gjorde det relativt bra under finanskrisen. I følge Eldar Høidal er grunnen til dette et veltrimmet produksjonsapparat og evnen til å tilpasse produksjonskapasiteten etter produksjonstilgangen til en hver tid. Han hevder også at Ekornes er usentimental når det kommer til disponering av arbeidsstyrken. Selskapet beholder ikke de ansatte eller produksjonskapasitet dersom det ikke er behov for det.

Ekornes hadde en vanskelig periode i 2007 med oppsigelser og nedleggelse av et produksjonsanlegg, men dette rettet de opp igjen vinteren 2009.

Konsernsjef Øyvind Tørlen mener at grunnen til at Ekornes klarte seg såpass bra under finanskrisen er at selskapet driver med aktivt markedsarbeid, de har sterke merkevarer og har hurtig reaksjon på kostnadssiden. I tillegg har selskapet et relativt skjermet konsumentsegment. Med et skjermet konsumsegment mener konsernsjefen at Ekornes har veletablerte kunder med god økonomi.

### ***6.2.1.2 Inflasjon***

Inflasjon er generell stigning i prisene på alle varer og tjenester over tid (Mork, 2004). Inflasjon har stor betydning i og med at takten på prisstigningen har sammenheng med konjunktorene blant annet fordi sentralbankene justerer den korte renten basert på inflasjon. I tillegg vil økte priser på varer og tjenester ha betydning for lønnsutvikling og valutakuser (Steigum, 2004).

Den mest vanlige måten å måle prisnivået på er å bruke KPI som står for konsumprisindeksen. KPI er et mål på hva det koster å kjøpe en viss mengde varer og tjenester som mat, boligjenester, klær, helsetjenester og lignende som den representative familie forbruker. Inflasjonen måles som endring i KPI fra et år til det neste, og kan beregnes på følgende måte (Dedekam, 2004):

$$\text{Inflasjon i \%} = \frac{\text{KPI (i år)} - \text{KPI (i fjor)}}{\text{KPI (i fjor)}} \times 100$$

Regjeringen har gitt Norges Bank fullmakt til å sette renten med mål om lav og stabil inflasjon, og inflasjonsmålet er satt til 2,5 % ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)). På tabellen på neste side kan vi se at inflasjonen har vært nokså jevn de siste årene, men fra 2008 til 2009 var prisstigningen relativt høy. I en artikkel på “Økonomisk Rapport” sine hjemmesider kan vi lese at den viktigste årsaken til prisstigningen var prisutviklingen for lys, brensel og bolig.

År	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009
Gjennomsnittlig KPI	17,9	26,8	40,2	61,9	83,7	94,2	105,5	115,1	117,7	118,6	123,1	135,7

Tabell 6.1 Utdrag fra Konsumprisindeksen 1970 – 2009. KPI 1998=100  
([www.ssb.no](http://www.ssb.no))

### 6.2.1.3 Valutasvingninger

Valutakursen er viktig av flere grunner. Jo flere kroner det koster å kjøpe eksempelvis en euro, desto dyrere er varer fra euroland i Norge. På samme måte vil prisen på norske kroner i euro påvirke prisen på norske varer i euroland. Når en valuta appresierer, stiger den i verdi. Når en valuta depresierer, faller den i verdi. Valutakursen har størst direkte virkning på prisnivået. Når norske kroner appresierer blir importen billigere. Det reduserer innenlands prisstigning ettersom importvarer er inkludert i norske prisindekser. Valutakursen påvirker også vår konkurransevne i utlandet. Dersom den norske krone blir for høy er det fare for at mange varer blir priset ut av det internasjonale markedet (Dedekam, 2004)

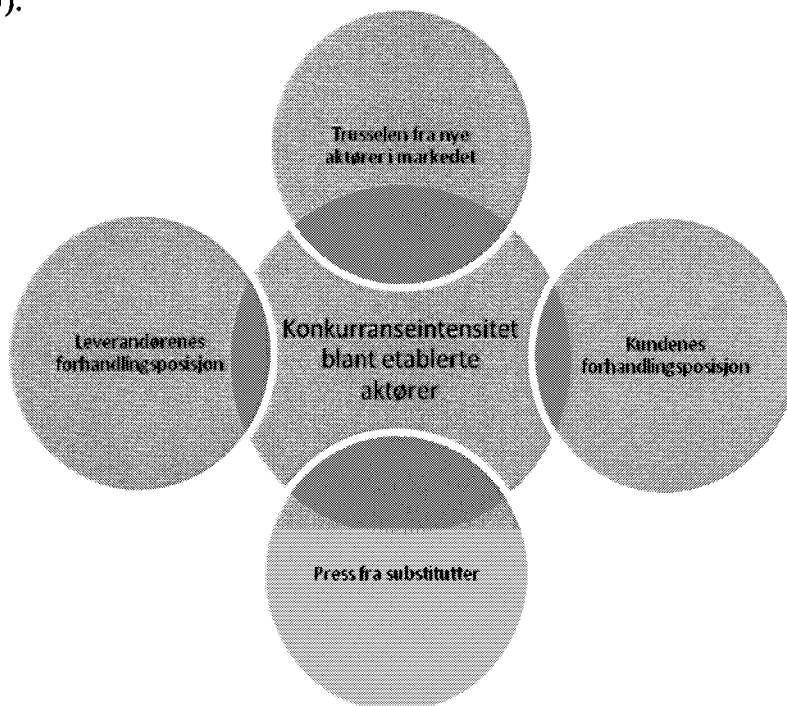
Ekornes påvirkes direkte av svingninger i valutakursen både ved import og eksport. Dersom Ekornes for eksempel priser i dollar når varer selges til utlandet, vil inntektene falle når dollarkursen faller. Samtidig vil innkjøpskostnadene reduseres dersom de kjøper varer som er priset i dollar.

Ekornes kan også påvirkes av valutakursendringer indirekte. Dersom en stor utenlandsk konkurrent opplever fall i kursen i forhold til den norske kronen, vil varene deres bli billigere. Ekornes kan altså både direkte og indirekte påvirkes av endringer i valutakursen, og slike endringer er ikke til å unngå. Fra halvårsrapporten for 2010 ser vi at Ekornes sitt resultat har blitt positivt påvirket av valutakursendringer i begynnelsen av året. I samme rapport kommer det også frem hvor stor påvirkning valutakursendringene kan ha for Ekornes:

“Resultateffekten av omregning av pengeposter i utenlandsk valuta (balanseposter) knyttet til valutakursene på avslutningstidspunktet utgjør imidlertid pr. 30.06.10 NOK +3,8 mill. mot NOK -15,4 mill. på samme tidspunkt i fjor.” (Halvårsrapport 2010:11). Utdraget fra halvårsrapporten viser hvor mye påvirkning valutakursene kan ha på kort tid. Dette viser til viktigheten av å følge med på de valutakursene bedriften i stor grad påvirkes av, altså for å forutse slike store endringer.

## 6.2.2 Bransjeanalyse

I en strategisk analyse er det hensiktsmessig å analysere bransjen. “En bransje er en gruppering av bedrifter som fra kundenes synsvinkel tilbyr produkter eller tjenester som tilfredsstillende samme behov” (Roos et al., 2005). For de fleste organisasjoner vil det finnes flere faktorer i omgivelsene som har innvirkning på organisasjonens virksomhet og på muligheten for å opparbeide og beholde konkurransefortrinn. Ofte er disse faktorene knyttet til konkurransesituasjonen innenfor de aktuelle bransjene. Michael E. Porters velkjente rammeverk, kjent som “Five Forces” er et verktøy for å analysere disse faktorene (Roos et al., 2005):



Figur 6.1 Michael E. Porters fem konkurransekrefter

Porter sin modell fokuserer på fem krefter som former konkurransen i en bransje. Han hevder at desto sterkere disse kreftene er, desto mer begrenset evne har etablerte selskaper til å heve prisene og oppnå større fortjeneste. De fem kreftene er: konkurranseintensitet blant etablerte aktører, press fra substitutter, trusselen fra nye aktører i markedet, kundenes forhandlingsposisjon og leverandørens forhandlingsposisjon. Figuren på forrige side viser sammenhengen mellom de fem styrkene (Hill og Jones, 2007).

### *6.2.2.1 Konkurransenintensitet blant etablerte aktører*

Den første av de fem kreftene er intensiteten av rivalisering blant etablerte bedrifter. Altså kampen om å ta markedsandeler fra hverandre, mellom virksomheter som opererer i samme bransje. Konkurransen handler eksempelvis om pris, design, reklame og kundeservice.

Intense rivaliseringer kan føre til lavere priser eller mer utgifter brukt på markedsføring og andre salgsfremmende tiltak. Dette presser fortjenesten ned. Dermed utgjør intense rivaliseringer mellom etablerte selskaper en sterk trussel for lønnsomhet i bransjen. På en annen side har virksomheter i samme bransje mulighet til å øke prisene eller redusere utgiftene brukt på markedsføring og andre salgsfremmende tiltak dersom rivaliseringen er lite intens. I følge Hill og Jones (2007) er rivaliseringen blant etablerte bedrifter i samme bransje en funksjon av fire faktorer:

- Bransjestruktur
- Etterspørselsforhold
- Kostnadsforhold
- Utgangsbarrierer i bransjen

#### **Bransjestruktur**

Strukturen i en bransje avhenger av antall selskaper og størrelsesfordelingen.

Bransjestrukturen varierer, og ulike strukturer har ulik betydning for intensiteten av rivalisering blant eksisterende selskaper. En fragmentert bransje består av et stort antall små og mellomstore bedrifter, hvorav ingen er i en posisjon til å bestemme priser. En konsolidert bransje er dominert av et lite antall store selskaper hvor bedrifter er ofte i posisjon til å bestemme priser i bransjen (Hill og Jones, 2007).

Møbelbransjen består av noen få store møbelprodusenter som Ekornes, Hjellegjerde og Brunstad. I tillegg finnes det flere mellomstore virksomheter som produserer møbler, samt store kjeder som *selger* møbler som Møbelringen, Skeidar, Fagmøbler og Bohus. Det finnes også lavpriskjeder som JYSK og IKEA. Fragmenterte bransjer kjennetegnes ved at det er lave etableringshindre og at produktene som selges er vanskelig å skille fra hverandre. Eksempler på dette er matvarer, helsestudio og lignende. På bakgrunn av dette utelukker vi at Ekornes hører hjemme i en fragmentert bransje. Møbelbransjen i Norge preges av få store aktører som har mulighet til å presse konkurrerende selskaper på pris. Vi konkluderer derfor med at møbelbransjen er en konsolidert bransje.

### **Etterspørselsforhold**

Nivået på etterspørselen er den andre avgjørende faktoren når det gjelder intensiteten i rivaliseringen mellom etablerte bedrifter. Økt etterspørsel fra nye kunder eller flere kjøp av eksisterende kunder har en tendens til å gi bedriftene større rom for å konkurrere om kundene.

Økt etterspørsel har en tendens til å redusere rivalisering fordi alle bedrifter kan selge mer uten å ta markedsandeler fra andre selskaper. Høy bransjefortjeneste er ofte resultatet. Omvendt vil fallende etterspørsel resultere i mer rivalisering mellom selskaper som kjemper for å opprettholde markedsandel og omsetning. Etterspørselen faller når kundene forlater markeds plass eller hver kunde kjøper mindre. I et slikt tilfelle kan selskapet kun vokse ved å ta markedsandel fra andre selskaper. Fallende etterspørsel utgjør dermed en stor trussel (Hill og Jones, 2007).

På hjemmesiden til Norsk Industri ([www.norskindustri.no](http://www.norskindustri.no)) kan vi lese at eksporten av møbler har økt med 5% gjennom 2010 og at norsk produksjon av møbler og interiørprodukter økte med om lag 2%. I tillegg anslår bransjesjef Egil Sundet at salget av møbler og interiørprodukter har økt med mellom 2 og 3%. Etter at finanskrisen fant sted i 2008 har det vært en nedgang i både produksjon og eksport av møbler, så disse tallene viser at etterspørselen igjen er på vei oppover. Bransjesjefen nevner likevel at det er betydelig forskjell mellom virksomhetene i bransjen, og at utfordringene er størst for de små og mellomstore bedriftene.

Det ser altså ut som at etterspørselen av møbler er økende, og etter vårt skjønn vil etterspørselen dermed ikke utgjøre en stor trussel for Ekornes og de andre etablerte aktørene i

møbelbransjen ([www.norskindustri.no](http://www.norskindustri.no)).

### **Kostnadsforhold**

Kostnadsstrukturen til ulike selskaper i en bransje er den tredje faktoren som har betydning for rivaliseringen. I bransjer hvor faste kostnader er høye, søker selskapene ofte å tjene penger gjennom et høyt salgsvolum. Dette er noe som kan skape sterk rivalisering. I enkelte tilfeller kan det være slik at de faste kostnadene knyttet til produksjon er høye, og salgsvolumet til et selskap er så lavt at de ikke kan dekke sine faste kostnader. Da er løsningen ofte å kutte prisene for å få opp salgsvolumet (Hill og Jones, 2007).

Vi oppfatter møbelbransjen som en bransje med høye faste kostnader sammenlignet med andre bransjer. Bakgrunnen for denne påstanden er at det knytter seg betydelige kostnader til produksjon av møbler, blant annet på grunn av store produksjonsanlegg, lagerbygg og andre lokaler. Ut fra dette mener vi at kostnadsforholdene vil øke konkurransen blant de eksisterende aktørene i møbelbransjen.

### **Utgangsbarrierer i bransjen**

Utgangsbarrierer klassifiseres som økonomiske, strategiske og emosjonelle faktorer som hindrer bedrifter fra å forlate en bransje. Dersom utgangsbarrierene er høye, blir selskapene låst inn i en ulønnsom bransje der samlet etterspørsel er statisk eller synkende. Resultatet er ofte overflødig produksjonskapasitet, noe som fører til sterkere rivalisering og priskonkurranse (Hill og Jones, 2007).

Vi har ikke tilstrekkelig informasjon til å si noe eksakt om utgangsbarrierene i møbelbransjen. Dette avsnittet vil derfor i stor grad være basert på egne oppfatninger og synspunkter. I møbelbransjen vil det sannsynligvis være økonomiske barrierer som hindrer selskaper i å forlate bransjen. Som nevnt i forrige avsnitt er det høye kostnader knyttet til bransjen, og det vil være kostbart å trekke seg ut.

I årsrapporten fra 2009 kommer det fram at *“Ekornes skal være en inkluderende og mangfoldig arbeidsplass hvor alle kan gis utviklingsmuligheter, uavhengig av bakgrunn”*. Vi kan tenke oss til at dette medfører emosjonelle barrierer i forhold til å trekke seg ut, og at dette er mål som gjelder flere aktører i bransjen.

### **6.2.2.2 Press fra substitutter**

En annen konkurransekraft i Porter sin modell er press fra substitutter. Substitutter er produktene eller tjenestene som andre bedrifter eller bransjer har, som kan tilfredsstille tilsvarende kundebehov som selskapet selv (Hill og McShane, 2008).

I intervjuet med Eldar Høidal gjør han det klart at det naturligvis er mange andre hvilestoler og sofaer på markedet som folk kan benytte. Han legger likevel vekt på at Ekornes har skapt en posisjon i markedet som leverandør av den ultimate velværeopplevelse. På den måten har selskapet knyttet merverdier til produktene som andre leverandører ikke kan matche. Slik vi ser det finnes det ingen direkte substitutter til møblene som Ekornes produserer, eller møbler generelt. Noe som likevel kan ses på som substitutt, er rimeligere alternativer til møbler fra eksempelvis IKEA og Bolia. Eldar Høidal mener at IKEA ikke er en utfordrer for Ekornes på noe måte, i og med at de har en annen kundegruppe og at de ikke leverer kvalitetsmøbler slik som Ekornes gjør. Vi er enige med uttalelsen til Høidal, men tror likevel at IKEA kan bli en konkurrent i *dårlige* tider. Alt i alt har Ekornes lite/ingen press fra substitutter.

### **6.2.2.3 Trusselen fra nye aktører i markedet**

Dersom en bransje er veldig lønnsom vil nye aktører etablere seg i markedet. Da vil produksjonen øke, prisene falle og bransjens fortjeneste vil avta. Ledere i virksomheter forsøker ofte å redusere trusselen fra nye aktører ved å utarbeide strategier som gjør det vanskelig for nye aktører å etablere seg i markedet. Dette kalles ofte inngangsbarrierer og er faktorer som gjør det kostbart for potensielle konkurrenter å komme inn i en bransje og konkurrere med eksisterende bedrifter (Hill og McShane, 2008).

Møbelhistoriker Høidal mener at grunnen til få nyetableringer i møbelbransjen i Norge i dag, er de høye oppstartskostnadene. Med høye kapitalkostnader vil det være vanskelig å konkurrere prismessig med de allerede eksisterende bedriftene som har veletablerte modeller og et salgs- og distribusjonsapparat. Dersom nye aktører i møbelbransjen skal lykkes, må de etter Høidal sin mening ha særegne produkter som kundene er villige til å betale mye for. Han tilføyer at betalingsvilligheten har vært lav på interiørsektoren de siste årene.

I intervjuet med Høidal spurte vi han i hvilken grad han tror at nye aktører på markedet kan føre til prispress og økte kostnader, spesielt med tanke på Ekornes. Han hevder at Ekornes

ikke har mye å frykte fra nye aktører i Norge. Det Ekornes derimot frykter er nye aktører fra lavkostland, som Kina. De kommer stadig inn på markedet med produkter som ligner på Ekornes sine kolleksjoner. Dette er noe Ekornes opplever ofte og har følger dermed godt med verden over for å kunne slå tilbake på kopiforsøk. Flere bedrifter i Europa forsøker å “høste fruktene” av Ekornes sin suksess, ved å blant annet kalle møblene sine for *Wellness* som ligner Ekornes merkevare *Stressless*. Høidal bemerker at Ekornes ikke har så høyt fokus på andre møbelprodusenter, men at de heller legger vekt på hva de selv kan gjøre for å til en hver tid minimere kostnadene. Her er det fokus på produktavgrensing, standardisering og effektiv utnyttelse av produksjonsfaktorene arbeidskraft, maskiner og kapital.

For å beskytte seg mot nye aktører i markedet, mener Høidal at Ekornes kan bli enda bedre på det de er gode på i dag. De kan rendyrke og videreutvikle merkevarene, bygge opp markedsapparatet i flere land og skaffe seg gode forhandlere. Dette er noe de tidligere har hatt lyktes med. Ekornes har tidligere sagt opp flere forhandlere for å satse på få og store salgspunkt. Alle bedrifter som ønsker å selge Ekornes sine produkter må gi mye gulvplass til modellene. I tillegg må de installere egne studio for Ekornes hvor flere av modellene og valgmuligheter med tanke på hudkvalitet og farger blir presentert. Tilslutt føyer møbelhistorikeren til at Ekornes bør passe på at ingen konkurrenter legger seg for nær deres produkter, og *surfer* på innsatsen som Ekornes har lagt ned i de fleste markeder i verden.

#### ***6.2.2.4 Kundenes forhandlingsposisjon***

Den neste konkurransekraften er, i følge Porter Five Forces, kundenes forhandlingsposisjon. Kunder i bransjen kan være en enkelt kunde som er sluttbruker av produktet eller “mellomkunder” som distribuerer virksomhetens produkter til sluttbrukerne, eksempelvis forhandlere og grossister.

Forhandlingsposisjonen går ut på hvilken evne kundene har til å prute ned prisen hos bedrifter i bransjen eller til å heve virksomhetens kostnader ved å kreve bedre kvalitet og service. (Hill og McShane, 2008).



For Ekornes vil mellomkundene være møbelforhandlere som Møbelringen, Skeidar og Living, samt sluttbrukerne av møblene. For å unngå at kundene får for mye makt vil det, etter vårt skjønn, være meget viktig for Ekornes å levere god kvalitet på produktene samt å ha en godt opparbeidet merkevare. Der hvor det finnes alternative tilbydere av samme tjeneste, er det den som etterspør tjenesten som har størst makt. Likevel nevner han også at Ekornes for noen år tilbake sa opp en leveranseavtale med Skeidar, noe Skeidar beklaget sterkt. Dette viser at Ekornes har mulighet til å kutte ned på distributører dersom de ikke er fornøyde, og dermed at kundene deres har begrenset forhandlingsmakt.

Etter vårt skjønn vil det være essensielt for Ekornes å levere god kvalitet på produktene, samt ha en godt opparbeidet merkevare for at kundene ikke skal ha mulighet til å presse opp pris eller produksjonskostnader. I årsrapporten fra 2009 står det at de skal øke produksjonskapasiteten for å kunne gi kundene god nok service og tilfredsstillende leveringstider. Dette viser at selv om Ekornes allerede er veletablert og har svært kjente merkevarer, må de forbedres og videreutvikles i takt med kundebehov og andre møbelprodusenter på markedet. Det vil hele tiden være behov for å opprettholde kvaliteten samt forbedre ulike forhold dersom kundene skal bli fornøyde. Dermed vil kundene, slik vi ser det, alltid ha en viss forhandlingsmakt.

Til tross for dette har Ekornes som nevnt et meget godt utarbeidet merkenavn, i tillegg til mange velkjente merkevarer som Stressless og Svane. Ekornes har, i følge årsrapporten, et mål om å være den leverandøren som skaper best lønnsomhet for sine forhandlere. De skal være den ledende merkevareleverandøren i bransjen med attraktive produkt- og markedsføringskonsepter. I tillegg til dette er Ekornes' merkevarer distribuert gjennom solide og selektive utvalgte forhandlere når det gjelder både kjeder og frittstående forhandlere. Dersom Ekornes greier å oppnå disse målene, vil det være problematisk for Ekornes' kunder å presse ned pris eller heve virksomhetens kostnader.

#### *6.2.2.5 Leverandørenes forhandlingsposisjon*

Den siste av Porters fem konkurransekrefter er leverandørenes forhandlingsposisjon. Leverandørene omfatter de organisasjonene som bidrar til en virksomhet i form av materialer, tjenester og arbeidskraft. Leverandørenes forhandlingsmakt refererer til den evnen leverandørene har til å heve priser eller å øke kostnadene i bransjen på andre måter. Dette gjør

de eksempelvis ved å tilby dårlig kvalitet eller dårlig service. Leverandører med stor makt kan presse profitten ut av en bransje ved å øke kostnadene til selskapene som opererer i bransjen (Hill og Jones, 2007).

I følge Høidal er det ingen leverandører som har nok makt til å få Ekornes til å “danse etter sin pipe”. Dersom Ekornes ikke er fornøyd med en leverandør, kan de gå over til andre aktører i markedet. Han nevner likevel at Ekornes setter stor pris på stabile leverandører som har levert kvalitetsvarer gjennom flere år. Dersom leverandørene leverer varer som Ekornes etterspør, vil de naturligvis ha en viss makt. Til tross for dette vil Ekornes sannsynligvis ikke godta at makten blir presset for langt.

I årsrapporten fra 2009 er det skrevet at informasjonsutveksling med forhandlere og leverandører er viktig for å fremme gjensidig forutsigbarhet og for forståelse av partenes strategi og handlingsmønster. Med dette virker det som om Ekornes har god kontroll på deres forhandlingsposisjon med leverandørene, slik at det ikke oppstår uforutsette handlinger fra leverandørene sin side.

Ekornes søker til enhver tid å ha minimum 2-3 aktuelle eller potensielle leverandører innenfor de strategisk viktigste innsatsfaktorene. I noen tilfeller er dette umulig eller lite hensiktsmessig. Målsettingen er at eneleverandørsituasjoner skal gjelde helt unntaksvis, og fortrinnsvis unngås. I slike unntak hvor Ekornes bare har én leverandør til en innsatsfaktor, vil leverandørene etter vårt skjønn ha stor makt. Leverandørens makt, sett under ett, vil likevel være av liten betydning.

### **6.3 Intern analyse**

En intern analyse er en analyse av styrker og svakheter i et selskap, og kan gjennomføres ved å analysere selskapets ressurser. Et selskaps evne til å opprettholde og utvikle konkurransefortrinn vil i stor grad avhenge av selskapets ressurser og hvordan de anvendes. Roos et al. (2005) hevder at en SVIMA-analyse er et godt egnet verktøy for å analysere ressursbeholdningen og hvor solide ressursene er i et selskap. Det er denne analysen vi har valgt å benytte for å analysere interne forhold i Ekornes.

### 6.3.1 SVIMA-analyse

En SVIMA-analyse går ut på å analysere de ressurser som et selskap besitter, og vurdere disse opp i mot følgende SVIMA-kriterier:

- *Sjelden*: Ressursen må være sjelden i markedet og blant konkurrentene. Hvis mange bedrifter har den samme ressursen vil det ikke være grunnlag for et varig konkurransefortrinn.
- *Viktig*: Ressursen må være viktig for bedriften.
- *Ikke-imiterbar*: Dersom det er lett for andre konkurrenter å kopiere ressursen, vil konkurrenter også få den og det vil ikke være et varig konkurransefortrinn.
- *Mobiliserbar*: Ressursens mulighet til å generere et økonomisk overskudd.
- *Approprierbar*: Verdien ressursen skaper må komme bedriften til gode.

Vi vil kunne se hva som er en bedrifts konkurransefortrinn ut i fra hvilke kriterier som oppfylles. Ressursene som tilfredsstill alle kriteriene er en strategisk ressurs og gir selskapet et varig konkurransefortrinn (Roos et al., 2005).

Ved gjennomføring av intern analyse anbefaler Roos et al. (2005) å analysere følgende ressurser:

- Finansielle ressurser
- Teknologiske ressurser
- Fysiske ressurser
- Menneskelige ressurser
- Renommé
- Markedsføring

Videre vil vi analysere de nevnte ressursene til Ekornes, og vurdere de opp imot SVIMA-kriteriene. I analysen tar vi utgangspunkt i tilgjengelig informasjon, i hovedsak fra hjemmesiden og årsrapportene til Ekornes. Begrenset tilgang til informasjon om interne forhold i Ekornes kan påvirke det endelige resultatet. For å styrke analysen har vi som nevnt gjennomført intervjuer med administrerende direktør i Ekornes Øyvind Tølen, og møbelhistoriker Eldar Høidal.

### **6.3.1.1 Finansielle ressurser**

De finansielle ressursene til Ekornes vil bli analysert i regnskapsanalysen, og vi vil derfor ikke gå innpå disse i detalj her. Kort sagt er Ekornes et svært stabilt selskap som har oppnådd gode resultater.

De finansielle ressursene er både viktig, mobiliserbar og approprierbar for Ekornes. I møbelbransjen i Norge er det få selskaper som har like sterke finansielle ressurser som det Ekornes har. Vi mener derfor at ressursen også kan karakteriseres som sjelden, men den er likevel mulig for andre å imitere og kan ikke ses på som et varig konkurransefortrinn.

### **6.3.1.2 Teknologiske ressurser**

Teknologiske ressurser er blant annet faktorer som teknisk utstyr, produktutvikling og kapasitet (Roos et al., 2005). Ekornes har et moderne og avansert produksjonsutstyr som blant annet innebærer stor grad av automatisering og robotisering i produksjonen. Selskapet har i følge konsernsjefen større automatiseringsgrad og komponentproduksjon i forhold til sine konkurrenter. Ekornes har patenterte tekniske løsninger med rettigheter registrert i over 40 land.

I august 2009 ble det opprettet en ny stilling som IKT-direktør i Ekornes. Denne stillingen er i dag er en del av konsernledelsen. Dette understreker at selskapet satser på moderne informasjons og kommunikasjonsteknologi.

De teknologiske ressursene som Ekornes besitter er en sterk ressurs for selskapet. Med utgangspunkt i SVIMA-kriteriene kan denne ressursen *nesten* karakteriseres som et varig konkurransefortrinn. På grunn av selskapets patenterte tekniske løsninger mener vi at ressursen er delvis sjelden og kan bare til dels imiteres av andre selskaper.

### **6.3.1.3 Fysiske ressurser**

Et selskaps fysiske ressurser kan eksempelvis lokaler og lokalisering, kapasitetsutnyttelse og produksjonsutstyr (Roos et al., 2005).

Hovedkontoret til Ekornes er lokalisert på Ikomnes i Sykkylven kommune. Her ligger også konsernets hovedanlegg for Stressless®. De øvrige fabrikkene ligger ulike steder i landet, og er organisert etter produktområder. Ekornes har flere ganger de siste årene satset på utbygging og investering av nye lokaler, og i følge Tørlelen har selskapet moderne arbeidslokaler.

I dag har Ekornes god kapasitetsutnyttelse. Grunnet finanskrisen var kapasitetsutnyttelsen i 2008 noe lavere enn normalt. Det ble som nevnt gjennomført tiltak for å redusere produksjonskapasiteten, men i ettertid har den økt til det samme nivå som i slutten av 2008. I følge årsrapporten hadde Ekornes full kapasitetsutnyttelse innenfor møbler 1. kvartal 2010.

I avsnittet om teknologiske ressurser blir det presisert at Ekornes er kjent for et svært godt produksjonsutstyr. Vårt synspunkt er at de teknologiske ressursene innenfor produksjonsutstyr er de sterkeste fysiske ressurser som Ekornes besitter. siden de teknologiske ressursene blir vurdert tidligere, vil de ikke være med i vurderingen av fysiske ressurser.

Ut fra dette kan vi si at Ekornes har sterke fysiske ressurser med tanke på lokaler, lokalisering og kapasitetsutnyttelse. Vi vil karakterisere selskapets fysiske ressurser som både viktig, mobiliserbar og appropriert. Slik vi ser det er disse ressursene ikke sjeldne og kan imiteres av andre selskaper.

#### ***6.3.1.4 Menneskelige ressurser***

Menneskelige ressurser vil i hovedsak være ressurser som kompetanse, ferdigheter, utdanning, erfaring, og ledelseevne blant de ansatte (Roos et al., 2005). Som nevnt har Ekornes over 1500 ansatte fordelt på flere avdelinger. I følge årsrapporten er Ekornes en kompetansedrevet bedrift med kompetente og motiverte medarbeidere i alle deler av organisasjonen. Selskapet jobber mot å være en attraktiv arbeidsplass med karrieremuligheter, og fagopplæring er et satsingsområde som er godt forankret i bedriften.

I følge Tørlelen er de ansatte konsernets viktigste ressurs, og han mener at dyktige arbeidere er et av Ekornes sine konkurransefortrinn. For å beholde sine ansatte utfører selskapet flere tiltak for å øke trivselen på arbeidsplassen. Blant annet fokuseres det på et inkluderende lederskap, tett samarbeid mellom ledelse og tillitsvalgte, og en åpen informasjonspolicy som gir involvering og forståelse. Konsernsjefen uttaler også at Ekornes legger til rette for gode arbeidsforhold for de ansatte. De har tilpassede arbeidsplasser, moderne lokaler med god

luftkvalitet, temperaturreguleringer og gode lysforhold. For å motivere de ansatte har virksomheten bonusordninger og avlønninger basert på egen innsats.

Ved de enkelte fabrikkene arbeider ledelsen aktivt for å redusere sykefraværet, blant annet gjennom individuell oppfølging. I 2009 var det totale sykefraværet i konsernet 7 %, hvor langtidssykefraværet tilsvarte ca 4,7 % og korttidssykefraværet 2,2 %. I følge Statistisk Sentralbyrå ([www.ssb.no](http://www.ssb.no)) er dette litt under gjennomsnittlig sykefravær i Norge.

Etter vårt skjønn er det klart at de menneskelige ressursene i Ekornes er et konkurransefortrinn, og oppfyller tre av kriteriene; viktig, mobilisert og appropriert. Det er ikke sjeldent at andre bedrifter har dyktige ansatte, og vi mener at de menneskelige ressursene Ekornes besitter er delvis imiterbare. En annen bedrift vil aldri kunne få akkurat den samme kunnskap og erfaring som de ansatte i Ekornes har. Dette med tanke på at alle er individuelle personer med egne erfaringer.

#### ***6.3.1.5 Renommé***

En bedrifts renommé kan forklares som ryktet eller omdømmet til en bedrift. Renommé handler om hvordan andre oppfatter den aktuelle bedriften, og kan bestå av faktorer som produktkvalitet, prisnivå og gjenkjøpsgrad (Roos et al., 2005).

Ekornes er først og fremst kjent for levering av kvalitetsmøbler, og har i alle år satt kvalitet og komfort i første rekke. Dette er også faktorer som de fleste assosierer med bedriften. Ekornes er et historisk merkenavn som er godt kjent i Norge. I følge selskapets hjemmeside viser en undersøkelse utført av markedsanalyse selskapet Synovate at Ekornes scorer høyt på omdømme. Nordmenn rangerer Ekornes til en tiendeplass av 116 store norske virksomheter blant merker de stoler på. Dette forteller at nordmenn har positive assosiasjoner til selskapet og står sterkt i bevisstheten til norske forbrukere. Ekornes har brukt mange år på å opparbeide seg det renommeet og den tilliten forbrukerne har i dag.

Ekornes sine kjente varemerker Svane ®, Stressless ® og Ekornes ® henger nøye samme med selskapets omdømme. Disse varemerkene vurderes nærmere under avsnittet om markedsføringen av selskapet.

I følge Tørle jobber Ekornes kontinuerlig med å styrke sitt renommé. Selskapet ønsker å opptre som en ansvarlig bedrift, blant annet ved å vise samfunnsansvar gjennom medlemskap av Global Compact. I tillegg deltar de aktivt i de lokale miljøene de opererer i. Konsernsjefen hevder også at ærlighet, åpenhet og troverdighet er faktorer som står sentrale i arbeidet med å opprettholde og styrke bedriftens omdømme.

Det er ingen tvil om at Ekornes har et godt renommé. Ressursen kan helt klart være en konkurransefordel for bedriften, og etter SVIMA-kriteriene er de både viktig, mobiliserbar og approprierbar. Det tar lang tid å bygge opp et renommé som tilsvarer det Ekornes besitter, og det kan derfor være vanskelig for konkurrenter å imitere. Renommé er derimot ikke en sjelden ressurs, og kan ikke kalles et varig konkurransefortrinn når man legger SVIMA-analysen til grunn.

#### ***6.3.1.6 Markedsføring***

Markedsføringen i en bedrift kan blant annet bestå av faktorer som markedsandel, markedsanalyse, varemerke og konkurransevne med hensyn til pris (Roos et al., 2005).

Produktene til Ekornes selges gjennom utvalgte forhandlere i markeder over hele verden og til deler av kontraktmarkedet i Norden. Ekornes arbeider mot en langsiktig merkevarestrategi og eier, i følge selskapet selv, de tre mest kjente møbelmerkene i Norge; Ekornes®, Stressless® og Svane®. Ekornes hevder også at Stressless® er det mest kjente møbelmerket i Europa. Selskapet fokuserer på at merkevarene skal distribueres gjennom solide og nøye utvalgte distribusjonskanaler.

I følge årsrapporten driver Ekornes med aktiv markedsføring, og arbeider med å ha definerte og attraktive produkt- og markedsføringskonsepter. Gjennom dette ønsker selskapet å gi hver enkelt forretningspartner egeninteresse og motivasjon til å investere i Ekornes sin merkevarebygging og markedskonsept. Selskapets markedskonsept består av faktorer som vil sikre den ønskede profil og kommunikasjon til forbruker, og dette er faktorer som vil påvirke forbrukerens kjøpsprosess. Markedskonseptet omfatter blant annet utstillingsløsninger til butikkene og markedsføring som baseres på tett samarbeid mellom Ekornes og forhandler. I tillegg har selskapet fokus på kostnadsdeling og grundig opplæring og oppfølging av

butikkseiere. Målet er å være den leverandøren som skaper best lønnsomhet for sine forhandlere.

De siste årene har Ekornes brukt betydelige ressurser på å utvikle markedsføringen gjennom internett og elektronisk kommunikasjon mot forhandlere og konsumenter. I følge årsrapporten vil dette området bli høyt prioritert i årene framover.

Med hovedvekt på merkevarene mener vi at markedsføringen i Ekornes er et varig konkurransefortrinn, og oppfyller alle kravene i SVIMA-analysen. Som nevnt eier Ekornes de mest kjente møbelmerkene i Norge og i Europa, og vi ser på dette som en sjelden ressurs som er svært vanskelig å imitere.

### 6.3.2 SVIMA-modell

Kriterier					
	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar
<b>Ressurser</b>					
<b>Finansielle</b>	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja
<b>Fysiske</b>	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja
<b>Menneskelige</b>	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja
<b>Teknologiske</b>	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Ja
<b>Renommé</b>	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja
<b>Markedsføring</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja

*Tabell 6.2 SVIMA-modell*

Ut i fra den interne analysen og SVIMA-modellen kan vi konkludere med at Ekornes har mange interne styrker og svært få svakheter. Det som skiller de fleste av selskapets ressurser fra å bli kategorisert som varig konkurransefortrinn, er sjeldenhet og imiterbarhet. Likevel mener vi at markedsføringen med hovedvekt på merkevarene er et varig konkurransefortrinn for Ekornes.



## 6.4 Oppsummering av strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen var å redegjøre for interne og eksterne forhold som påvirker selskapets konkurranse- og inntjeningssevne. I bransjeanalysen var et av de viktigste funnene at kopiforsøk fra lavkostland er blant de største truslene for Ekornes og møbelbransjen. For å unngå dette følger Ekornes godt med verden over. De bør likevel bør passe på er at ingen *surfer* på deres innsats. Ekornes er veletablert i bransjen og har få store konkurrenter. Slik vi ser det finnes det heller ingen substitutter til møbler, og selskapet befinner seg derfor i en god strategisk posisjon innad i bransjen. Samtidig er møbelbransjen en bransje som for tiden har vekst i etterspørsel, noe som reduserer rivalisering mellom konkurrerende aktører.

Som beskrevet i den interne analysen har Ekornes få svakheter og mange styrker. Deres merkevarer Stressless®, Svane ® og Ekornes ® er etter vår oppfatning varige konkurransefortrinn og dermed en av selskapets sterkeste ressurser. I tillegg er deres teknologiske ressurser også veldig sterke.

På bakgrunn av den strategiske analysen mener vi at Ekornes befinner seg i sterk strategisk posisjon. Dersom selskapet utnytter denne posisjonen og deres sterke ressurser, vil fremtidsutsiktene være gode.

## 7. REGNSKAPSANALYSE

---

### 7.1 Innledning

“En regnskapsanalyse er enhver bearbeiding av regnskapsdata som har som formål å si noe om bedrifters økonomiske stilling og utvikling.” (Eklund og Knutsen, 2003:98). I følge Boye (1998) bør en grundig verdivurdering omfatte en regnskapsanalyse for å kunne kartlegge utviklingen de siste 3-5 år. Dette innebærer å analysere de nøkkeltall som er av betydning for utviklingen av kontantoverskuddene. Gjennom en regnskapsanalyse blir man bedre kjent med virksomheten, samtidig som man får et innblikk i eventuelle trender i utviklingen. Om det er mulig bør man også utføre en sammenligning med nøkkeltall for tilsvarende bedrifter (Boye, 1998).

Vi har valgt å benytte en tradisjonell regnskapsanalyse, som i følge Hoff et al. (2007) inneholder rentabilitetsanalyser, likviditetsanalyser og finansierings- og soliditetsanalyser.

### 7.2 Klargjøring til regnskapsanalyse

Før man setter i gang med en regnskapsanalyse, er det flere ting som må klargjøres. Blant annet må man klargjøre hvilken periode analysen skal omfatte, sammenligningsgrunnlag og analysenivå. I tillegg er det ofte behov for å omgruppere resultatregnskap og balanse. Dette skal vi se nærmere på videre i kapitlet.

#### 7.2.1 Analyseperiode

Før man setter i gang med en regnskapsanalyse er det viktig å avklare hvilken analyseperiode man skal ta utgangspunkt i. De fleste analyser har som formål å fortelle noe om hvordan utviklingen i bedriften er. Regnskap for ett år forteller lite om et selskaps økonomi, og det vil derfor være behov for regnskapsmateriale fra flere år. I følge Eklund og Knutsen (2003) bør man analysere regnskap for *minst* 3 år. Vi har valgt en analyseperiode på 5 år, altså fra 2005-2009. Ekornes har en stabil historie og vi mener at en periode på fem år vil kunne framstille selskapets økonomi på en god måte. Analyseperioden er også et naturlig valg siden Ekornes i 2005 begynte å benytte regnskapsstandarden IFRS.

### 7.2.2 Analysenivå

Ekornes er et konsern med flere forretningsområder, med fokus på to hovedproduktområder; stoppmøbler og madrasser. Produksjonen foregår i separate og spesialiserte produksjonsenheter. I en regnskapsanalyse av selskaper med flere forretningsområder, kan det være en fordel å dele opp analysen etter forretningsområde. I og med at salg, markedsføring og distribusjon er tett integrert vil vi analysere Ekornes-konsernet som en enhet.

### 7.2.3 Sammenligningsgrunnlag

Det ville vært naturlig for oss å benytte møbelprodusenten Hjellegjerde som sammenligningsgrunnlag for Ekornes-konsernet. Regnskapene er offentliggjort og er det den eneste børsnoterte møbelprodusenten, i tillegg til Ekornes. Vi har sett på tallene til Hjellegjerde og registrerer at det til tross for dette ikke vil være hensiktsmessig å sammenligne med dette selskapet. Dette på grunn av betydelig store avvik og forskjeller når det gjelder de fleste forholdstall som inngår i en regnskapsanalyse.

### 7.2.4 Omgruppering av regnskapet

Når man skal beregne nøkkeltall og utføre regnskapsanalyser er det nødvendig å gruppere regnskapstallene slik at de plasseres på riktig sted i forhold til formålet med analysen. Oppstillingen for balanse og resultat passer som oftest for de fleste nøkkeltallsanalysene, men det er i noen tilfeller at poster må splittes opp. I nøkkeltallsanalyser benyttes i hovedsak regnskapets hovedgrupper, men det er likevel enkelte poster som må korrigeres (Hoff et al., 2007).

Omløpsmidler omfatter fordringer som kan omgjøres til kontanter i løpet av ett år, men det er ikke alle omløpsmidlene som blir like raskt omgjort til kontanter. Vi har derfor valgt å gruppere omløpsmidlene i *mest likvide* og *minst likvide omløpsmidler*. De meste likvide omløpsmidlene er de omløpsmidlene som kan omgjøres til kontanter i løpet av 3 måneder, og vil normalt omfatte kontanter, kortsiktige aksjer, kundefordringer og andre fordringer (Hoff et al., 2007). Vi har valgt å trekke “varer” fra omløpsmidlene for å finne de mest likvide midlene til Ekornes. De minst likvide omløpsmidlene blir da alle omløpsmidlene bortsett fra “varer”.

En annen post i regnskapet som må omgrupperes i enkelte tilfeller, er gjeldsposten. Langsiktig gjeld omfatter i følge regnskapsloven gjeld som forfaller til betaling senere enn 12 måneder fra oppstillingstidspunktet. Gjeld knyttet til varekretsløpet utgjør derimot et unntak. Denne posten skal alltid grupperes som kortsiktig gjeld. Vi kan ikke finne gjeld som er knyttet til varekretsløpet i årsregnskapet til Ekornes-konsernet, og har derfor ikke omgruppert gjeldspostene.

I følge Hoff et al. (2007) er det flere poster i balansen som bør omgrupperes/kommenteres, blant annet kundefordringer, kassekreditt og første års avdrag på langsiktig gjeld. Etter vårt skjønn vil ikke dette være nødvendig for vår regnskapsanalyse Dette fordi vi ikke vet noe om forfallstid på kundefordringer og at Ekornes ikke har kassekreditt. I følge Hoff et al. (2007) grupperes regnskapet normalt slik det fremkommer i regnskapsloven. Omgrupperingen av Ekornes-konsernets balanse og resultatregnskap vil derfor *kun* omfatte omløpsmidlene.

## 7.3 Analyse av forholdstall

### 7.3.1 Rentabilitetsanalyse

I følge Kinserdal (2005) er rentabilitetsanalysen den viktigste delen i regnskapsanalysen. I rentabilitetsanalysen vil vi utarbeide nøkkeltall for å måle lønnsomheten i Ekornes. Vi vil se nærmere på de mest sentrale nøkkeltallene for lønnsomhetsmåling; total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

Rentabilitet beskriver bedriftens evne til å skape inntjening ved å bruke de eiendelene bedriften disponerer. Med andre ord vil rentabiliteten uttrykke avkastningen på investert kapital. Eklund og Knutsen (2003) definerer den slik:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat som er skapt av kapitalen} \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

### 7.3.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten (TKR) forteller hvor stor inntjening en bedrift har hatt på den totale kapitalen som er investert i en gitt periode. Denne er uavhengig av andelen egenkapital og gjeld. Totalkapitalrentabiliteten blir også kalt totalavkastning, og regnes ut på følgende måte (Kinserdal, 2005):

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter} \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Driftsresultat</b>	427 467	513 373	465 094	462 733	499 653
<b>Finansinntekter</b>	3 638	5 874	8 098	6 202	3 933
<b>Gjennomsnittlig totalkapital</b>	1661307,5	1 700 782,5	1 770 289,5	1 867 674	1 983 371
<b>TKR</b>	25,90 %	30,50 %	26,70 %	25,10 %	25,40 %
<b>TKR fra årsrapport</b>	26,80 %	31,30 %	26,70 %	25,10 %	25,40 %

Tabell 7.1 Ekornes' totalkapitalrentabilitet

Vi ser at de beregnede nøkkeltall for totalkapitalrentabiliteten avviker noe med totalkapitalrentabiliteten som oppgis i årsrapporten til Ekornes. Vi vil ta utgangspunkt i den definerte formel og benytte de nøkkeltallene som vi selv har beregnet.

Tabellen over viser totalkapitalrentabiliteten har vært forholdsvis stabil i årene 2005 til 2009, med et lite avvik i året 2006. I 2006 hadde Ekornes det beste driftsresultatet for denne femårsperioden, noe som førte til en totalkapitalrentabilitet på 30,5 %.

For å finne hvilket nivå rentabilitetsstørrelsen bør ligge på, kan man i følge Kinserdal (2005) ta utgangspunkt i avkastningen bedriften kan få ved en helt sikker plassering. For eksempel

ved å benytte langsiktige statsobligasjoner. En kompensasjon for forretningsrisiko må legges til, og denne vil være avhengig av kostnadsstruktur og bransjens konjunkturfølsomhet.

Vi vil ikke gjennomføre en detaljert beregning av den anbefalte rentabilitetsstørrelse her, men vil bemerke at renten på en 10 års statsobligasjon ligger på 3,5 % i mars 2010 (www.norges-bank.no). Ekornes har en total kapitalrentabilitet som er betydelig høyere enn renten på tiårsobligasjonen. Ut fra dette kan vi si at Ekornes har gode marginer med tanke på størrelsen av foretningsrisikoen.

### 7.3.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (EKR) viser avkastningen på eierens investering i en bedrift, og kan beregnes før og etter skatt. Videre beregner vi egenkapitalrentabiliteten etter skatt siden skattebeløpet ikke kommer eierne til gode. Egenkapitalrentabilitet etter skatt defineres på følgende måte (Eklund og Knutsen, 2003):

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100 \%$$

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Årsresultat</b>	303 178	343 714	309 988	347 565	324 743
<b>Gjennomsnittlig EK</b>	1 165 524,5	1 163 841,5	1 212 445,5	1 184 485,5	1 336 765,5
<b>EKR</b>	26 %	29,50 %	25,60 %	29,30 %	24,30 %

Tabell 7.2 Ekornes' egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten for Ekornes har i likhet med total kapitalrentabiliteten vært nokså stabil. Den gjennomsnittlige egenkapital har endret seg i svært liten grad, og det samme gjelder årsresultatet. Vi ser ut fra nøkkeltallenes størrelser at Ekornes har hatt forholdsvis gode rentabilitetstall for egenkapitalen.

### 7.3.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen uttrykker forholdet mellom driftsresultat og driftsinntekter, og forteller hvordan selve driften er uavhengig av hvordan bedriften er finansiert. Tallet uttrykker hvor mye bedriften får igjen for hver omsatt krone. Driftsmarginen defineres på følgende måte (Hoff et al., 2007):

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100 \%$$

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Driftsresultat</b>	427 467	513 373	465 094	462 733	499 653
<b>Driftsinntekt</b>	2 291 512	2 507 280	2 573 593	2 673 134	2 587 940
<b>Driftsmargin</b>	18,70 %	20,50 %	18,10 %	17,30 %	19,30 %

Tabell 7.3 Ekornes' driftsmargin

Stabile driftsinntekter og driftsresultater gir en stabil driftsmargin for årene 2005 til 2009. Driftsmarginen har endret seg lite denne perioden, og holdt seg mellom 17,3 % og 20,5 %. Størrelsene på driftsmarginene disse årene gir inntrykk av at driften i Ekornes gir svært god lønnsomhet.

### 7.3.2 Likviditetsanalyse

Når man analyserer et selskaps likviditet, analyserer man selskapets betalingsevne. Altså uttrykker likviditet den evnen selskapet har til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Eklund og Knutsen, 2003). En likviditetsanalyse dreier seg også om å vurdere tiltak som eventuelt kan iverksettes for å forbedre et selskaps likviditet. Å sørge for at bedriften har tilfredsstillende likviditet er en av bedriftsledernes viktigste oppgaver (Hoff et al., 2007). De mest brukte forholdstallene i en likviditetsanalyse er likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, og det er disse forholdene vi velger å benytte i analysen av Ekornes.

### 7.3.2.1 Likviditetsgrad 1

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

En vanlig norm for likviditetsgrad 1 er at den skal være større enn 2. Dette er ikke et absolutt, men et retningsgivende krav. Et forholdstall på 2 betyr at halvparten av omløpsmidlene, noe som ofte omfatter hele varebeholdningen, er finansiert med langsiktig kapital (Hoff et al., 2007). Likviditetsgrad 1 beskriver altså i hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld (Langli, 2010). I tabellen under viser vi Ekornes sine likviditetsgrader fra 2005-2009.

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Omløpsmidler</b>	773 307	910 053	827 523	872 467	965 386
<b>Kortsiktig gjeld</b>	413 697	489 107	471 963	490 819	409 641
<b>Likviditetsgrad 1 *</b>	1,87	1,86	1,75	1,78	2,36
<b>Likviditetsgrad 1 - Fra årsrapport</b>	2,1	1,86	1,75	1,78	2,42

\* Ekskludert verdi  
terminkontrakter

Tabell 7.4 Ekornes' likviditetsgrad 1

Vi har sammenlignet våre utregninger med forholdstallene som fremkommer i Ekornes' årsrapport, og registrerer at likviditetsgrad 1 for 2005 og 2009 avviker noe fra våre funn. Vi kjenner ikke til årsaken til disse avvikene, og velger dermed å gå ut fra egne beregninger ved videre arbeid med regnskapsanalysen. Fra tabellen ser vi at likviditetsgrad 1 har vært nokså stabil i fireårsperioden fra 2005-2008, men at den har økt i positiv retning fra 1,78 til 2,36 fra året 2008 til 2009. Dette skyldes en reduksjon av kortsiktig gjeld samt en økning i omløpsmidlene. Fra årsrapporten kan vi se at kontanter og bankinnskudd har økt fra 149 161 000 NOK til 375 446 000 NOK fra 2008 til 2009. Samtidig har leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld blitt redusert i denne perioden. Fra 2005 til 2007 falt likviditetsgrad 1 fra 1,87 til 1,75, noe som i hovedsak skyldes økning i kortsiktig gjeld. I følge Kinserdal



(2005) vil en vurdering av betalingsevnen bare på grunnlag av regnskapsdata gi et uriktig bilde. Dette skyldes forhold som regnskapet ikke kan vurdere, eksempelvis kassekreditt og ulike forpliktelser knyttet til fremtiden. Han hevder likevel at beregninger på grunnlag av regnskapsdata er interessante og at likviditetsanalyser er relevante for å kunne uttrykke et selskaps evne til å innfri sine forpliktelser. Vi ser at likviditetsgraden til Ekornes er rimelig stabil, og kan ut fra dette si at de har en god evne til å innfri sine betalingsforpliktelser.

### 7.3.2.2 Likviditetsgrad 2

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Forskjellen mellom likviditetsgrad 1 og 2 er at den ved likviditetsgrad 2 *kun* tas hensyn til de *mest* likvide omløpsmidlene under beregningen. De mest likvide omløpsmidlene er de omløpsmidlene som i løpet av 0-3 måneder kan gjøres om til likvider. Det vil normalt omfatte kontanter, kortsiktige aksjer, kundefordringer og andre fordringer. Vi har valgt å trekke “varer” fra omløpsmidlene for å finne de mest likvide midlene. (Hoff et al., 2007).

Likviditetsanalysen vises i tabellen under:

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Mest likvide omløpsmidler</b>	548 763	687 849	614 410	587 286	721 874
<b>Kortsiktig gjeld</b>	413 697	489 107	471 963	490 819	409 641
<b>Likviditetsgrad 2 *</b>	1,33	1,41	1,3	1,2	1,76
<b>Likviditetsgrad 2 – Fra årsrapport *</b>	1,35	1,41	1,3	1,2	1,44

\* Ekskludert verdi  
terminkontrakter

Tabell 7.5 Ekornes' likviditetsgrad 2

En vanlig norm for likviditetsgrad 2 er at det skal være større eller lik 1. Dette er et retningsgivende krav som betyr at de mest likvide omløpsmidlene skal være minst like stor som den kortsiktige gjelden. Fra tabellen ser vi at likviditetsgrad 2 har holdt seg over 1 i hele femårsperioden. Vi registrerer også at forholdstallene er nokså stabile fra 2005 til 2008, men har økt fra 1,20 til 1,76 fra 2008 til 2009. Det har altså vært en positiv utvikling i Ekornes likviditet det siste året, noe som i stor grad skyldes en økning i kontanter og bankinnskudd.

### 7.3.3 Finansierings- og soliditetsanalyser

Finansierings- og soliditetsanalyser belyser en bedrifts finansieringsstruktur.

Finansieringsstrukturen forteller hvordan en bedrift er finansiert og bedriftens evne til å tåle tap (Hoff et al., 2007). For å klargjøre finansieringsstrukturen til Ekornes vil vi videre beregne finansieringsgrad 1, egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedekningsgrad. Finansieringsgrad 2 tilsvarer likviditetsgrad 2, som er beregnet tidligere. Vi vil derfor ikke gå nærmere inn på dette forholdstallet her.

#### 7.3.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgradene forteller hvordan en bedrifts kapital er anvendt og anskaffet.

Finansieringsgrad 1 forteller i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Med andre ord viser finansieringsgrad 1 hvor mye av den langsiktige kapitalen som er anvendt til anleggsmidler. I et selskap bør anleggsmidlene i sin helhet, og minst halvparten av omløpsmidlene være finansiert med langsiktig kapital. Derfor bør finansieringsgrad 1 i følge Hoff et al. (2007) være mindre enn 1, og helst rundt 0,67 slik at den langsiktige kapitalen finansierer de minst likvide omløpsmidlene. Finansieringsgrad 1 beregnes på følgende måte (Hoff et al., 2007):

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Anleggsmidler</b>	809 698	814 929	901 114	1 047 284	958 101
<b>Egenkapital</b>	1 168 224	1 159 459	1 265 432	1 103 533	1 569 990
<b>Langsiktig gjeld</b>	94 662	72 596	78 202	28 385	67 362
<b>Finansieringsgrad 1</b>	0,75	0,66	0,67	0,93	0,59

*Tabell 7.6 Ekornes' finansieringsgrad 1*

I denne perioden har alle anleggsmidlene i Ekornes har vært finansiert med langsiktig kapital i denne perioden. Nøkkeltallene viser en tilnærmet perfekt finansieringsgrad 1 for 2006 og 2007, i tillegg til gode tall for 2005 og 2009. I 2008 var finansieringsgrad 1 på 0,93, noe som forteller at store deler av omløpsmidlene ble finansiert med kortsiktig gjeld. Vi ser at langsiktig gjeld var forholdsvis lav dette året og at egenkapitalen var på det laveste for denne femårs-perioden. Årsaken til dette kan skyldes finanskrisen som påvirket Ekornes på dette tidspunktet.

### **7.3.3.2 Egenkapitalprosent**

I følge Eklund og Knutsen (2003) er egenkapitalprosenten mye brukt for å vurdere en bedrifts soliditet. Egenkapitalprosenten gir informasjon om hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, samt bedriftens evne til å tåle tap. En høy egenkapitalprosent øker kredittverdigheten og muligheten for gunstig finansiering. Ofte blir det anbefalt at egenkapitalprosenten bør ligge på 50 %, men dette er ingen ekstakt vurdering av hvor stor denne bør være. Egenkapitalprosenten kan beregnes følgende måte (Hoff et al., 2007):

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100$$

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Egenkapital</b>	1 168 224	1 159 459	1 265 432	1 103 533	1 569 990
<b>Totalkapital</b>	1 676 583	1 724 982	1 815 597	1 919 751	2 046 991
<b>Egenkapitalprosent</b>	69,70 %	67,20 %	69,70 %	57,50 %	76,70 %

*Tabell 7.7 Ekornes' egenkapitalprosent*

Vi ser at Ekornes har hatt svært høye egenkapitalprosent de siste årene, og ligger langt over anbefalt egenkapitalandel. Selskapet har dermed en svært god soliditet. I likhet med finansierungsgrad 1 ser vi at finanskrisen har påvirket nøkkeltall fra 2008, ved at egenkapitalprosenten ble redusert med 12,2 % dette året.

Eklund og Knutsen (2003) hevder at kostnadene ved gjeld antageligvis er lavere enn kostnadene ved egenkapital. For å oppnå maksimal inntjening på egenkapitalen vil bedrifter i størst mulig grad finansiere sine investeringer med gjeld, siden gjelden reduserer kostnadene.

### **7.3.3.3 Gjeldgrad**

Gjeldsgrad er også et mål på soliditet, og måler forholdet mellom gjeld og egenkapital. Gjeldsgraden uttrykker hvor mange kroner gjeld det er per krone egenkapital. En synkende gjeldsgrad vil redusere en bedrifts finansielle risiko ved at fremtidige betalingsforpliktelse knyttet til renter og avdrag reduseres. Hoff et al. (2007) hevder at gjeldsgraden ikke bør overstige 1,85 og definerer den på følgende måte:

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Gjeld</b>	508 359	565 523	550 165	816 218	477 003
<b>Egenkapital</b>	1 168 224	1 159 459	1 265 432	1 103 533	1 569 990
<b>Gjeldsgrad</b>	0,44	0,49	0,43	0,74	0,33

*Tabell 7.8 Ekornes' gjeldsgrad*

I årene 2005 til 2009 har gjeldsgraden i Ekornes ligget langt lavere enn 1,85, noe som viser at selskapet har en svært tilfredsstillende gjeldsgrad. Gjeldgrad og egenkapitalprosent uttrykker egentlig to sider av samme sak, hvor gjeldsgraden i likhet med egenkapitalprosenten forteller at Ekornes har svært god soliditet.

### 7.3.3.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad bedriften er i stand til å betale sine rentekostnader, og uttrykker bedriftens evne til å kunne pådra seg større låneforpliktelser. Jo høyere rentedekningsgrad, desto bedre mulighet har bedriften for å øke gjelden. Det hevdes at rentedekningsgraden bør være større enn 3, og kan beregnes på følgende måte (Eklund og Knutsen, 2003):

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	441 537	502 539	444 130	496 965	461 934
<b>Rentekostnad</b>	3200	3948	4704	8571	2739
<b>Rentedekningsgrad</b>	139	128,3	95,4	59	169,7

Tabell 7.9 Ekornes' rentedekningsgrad

Fra 2005 til 2009 har Ekornes hatt meget høye rentedekningsgrader. I 2009 kunne Ekornes ha hatt en gjeld nesten 170 ganger større enn den gjelden de faktisk hadde det året. Dette forteller at konsernet har svært gode muligheter for å øke gjelden i framtiden. De høye forholdstallene skyldes god inntjening og lave rentekostnader som følge av liten gjeld.

## 7.4 Oppsummering

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>TKR</b>	25,90 %	30,50 %	26,70 %	25,10 %	25,40 %
<b>EKR</b>	26 %	29,50 %	25,60 %	29,30 %	24,30 %
<b>Driftsmargin</b>	18,70 %	20,50 %	18,10 %	17,30 %	19,30 %
<b>Likviditetsgrad 1</b>	1,87	1,86	1,75	1,78	2,36
<b>Likviditetsgrad 2</b>	1,33	1,41	1,3	1,2	1,76
<b>Finansieringsgrad 1</b>	0,75	0,66	0,67	0,93	0,59
<b>Egenkapitalprosent</b>	69,70 %	67,20 %	69,70 %	57,50 %	76,70 %
<b>Gjeldsgrad</b>	0,44	0,49	0,43	0,74	0,33
<b>Rentedekningsgrad</b>	139	128,3	95,4	59	169,7

*Tabell 7.10 Oppsummering av regnskapsanalyse*

I tabellen ovenfor har vi oppsummert nøkkeltallene fra regnskapsanalysen av Ekornes. Samtlige av disse forholdstallene viser at selskapet er i en meget solid økonomisk posisjon. Tallene har holdt seg relativt stabile i løpet av analyseperioden. Vi kan likevel se at finanskrisen i 2008 hatt negativ innvirkning for selskapet, men dette av forholdsvis liten betydning for selskapets økonomi.

## 8. FASTSETTELSE AV AVKASTNINGSKRAVET

---

### 8.1 Innledning

I dette kapitlet vil vi benytte teorien som fremlagt i kapittel 5 til å fastsette avkastningskravet for Ekornes. Først vil vi beregne avkastningskravet til egenkapitalen og de parametre som inngår i det. Dette benytter vi videre for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. I og med at teorien ble gjennomgått i kapittel 5 vil vi ikke legge stor vekt på dette her.

### 8.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Som det fremkommer av kapittel 5 har vi valgt å benytte kapitalverdimodellen CAPM for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Denne modellen er mye brukt i praksis, og er i følge Bredeesen (2005) en meget sentral modell i moderne finansteori. Avkastningskravet er, i følge denne modellen gitt ved:

$$Re = rf + Be * [E(rm) - rf]$$

eller

$$\text{Risikofri rente} + \text{Risikopremie for markedet} * \beta$$

Videre i dette kapitlet vil vi beregne hver enkelt variabel i uttrykket, før vi tilslutt fastsetter avkastningskravet for egenkapitalen.

#### 8.2.1 Risikofri rente

I følge Boye og Dahl (1997) kan man benytte den langsiktige statsobligasjonsrenta som representant for den risikofrie renta. Boye (1998) argumenterer for at dersom man skal benytte en lang rente som risikofri rente i kapitalverdimodellen, bør man vite hvilke forventninger til inflasjon som er innebygd i renten. I de fleste verdivurderinger forutsettes det at prisstigningen i årene fremover vil være lik dagens prisstigning. På grunn av dette anbefaler Boye (1998) at man benytter den mellomlange statsobligasjonsrenten på 2-3 år når man skal fastsette avkastningskravet. Boye og Koekebakker (2006) argumenterer derimot for at det sannsynligvis er mest riktig å benytte den lengste statsobligasjonsrenten. Johnsen (1997)

hevder at lange statsrenter er gjennomgående mer stabile enn korte renter, og at dette taler til fordel for å benytte 3-års eller lengre statsrente som representant for den risikofrie renta.

På bakgrunn av overnevnte teorier velger vi å benytte 5-årig statsobligasjonsrente som representant for den risikofrie renta. Dette begrunnet med at den korte renta ofte er ustabil og at det ofte er knyttet en likviditetspremie til den 10-årige renta som vi ikke ønsker å ha med i beregningen (Johnsen,1997).

Per dags dato, 12.04.11, ligger statsobligasjonsrenten for 5 år på 3,39 % (www.norges-bank.no). Vi har valgt å benytte denne renten med et skjønnsmessig tillegg. I og med at vi er inne i en periode med et lavt rentenivå, i tillegg til at renta har økt den siste tiden, velger vi å justere renta opp til 3,5 % før skatt. Vi setter altså risikofri rente etter skatt til 2,5 %.

### **8.2.2 Markedets risikopremie**

Det er normalt å ta utgangspunkt i historiske risikopremier når man skal fastsette markedets risikopremie (Boye og Meyer, 2008). Som nevnt i avsnitt 5.3.2 er denne teorien svært diskutabel, mye på grunn av betydelige endringer i markedet. Det vil dermed ofte være mye usikkerhet knyttet til fastsettelse av markedets risikopremie. I følge Johnsen (1997) kan man aldri vite hva den riktige risikopremie vil være for Oslo Børs, og den vil uansett variere med konjunktorene.

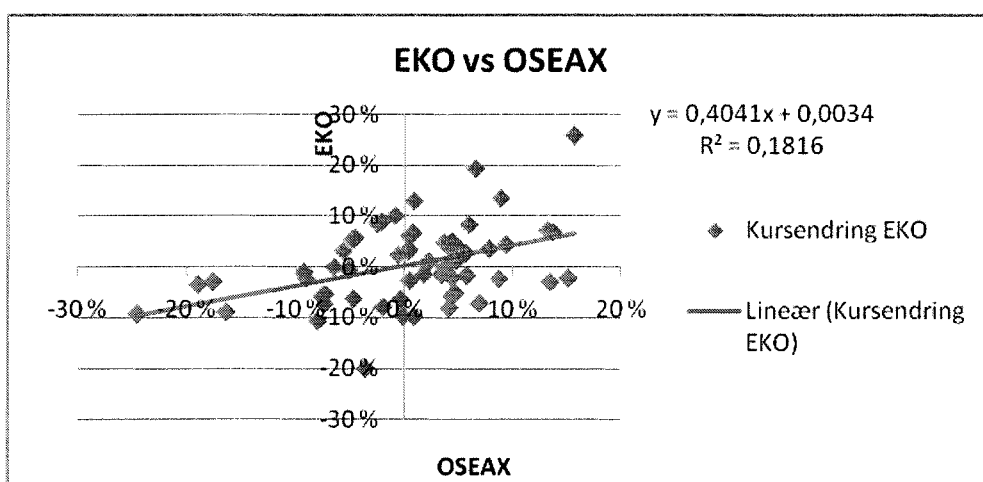
Den historiske risikopremien er avhengig av hvilken analyseperiode man har lagt til grunn samt hvordan den gjennomsnittlige avkastningen beregnes. Om den gjennomsnittlige avkastningen skal beregnes aritmetisk eller geometrisk er mye omdiskutert, men flere forfattere mener at et aritmetisk gjennomsnitt gir det beste uttrykket for langsiktig avkastning (Gjesdal og Johnsen, 1999)(Boye og Meyer, 2008).

Boye og Dahl (2002) hevder at en normal markedspremie ligger på 5-6 %, mens Thoresen (2006) mener at risikopremien i dag ligger mellom 3-5%. På grunnlag av dette velger vi å sette dagens risikopremie til 5 %.



### 8.2.3 Beta

I og med at Ekornes er et børsnotert selskap, kan egenkapitalbetaen estimeres på grunnlag av historiske kursdata. Basert på observasjoner fra de siste 12 måneder, beregner Dagens Næringsliv Ekornes' beta per 6.4.2011 til 0,7105 (www.dn.no). Dette er et svært usikkert estimat i og med at tidsperioden er svært kort. I følge Boye og Meyer (2008) er ett år et alt for kort tidsrom for beregning av beta. Vi har derfor valgt å utføre en regresjonsanalyse av svingningene til aksjen ut fra sluttkursene i første handledag hver måned de siste fem årene fra 07.04.2006 til 01.04.2011. Vi har sammenlignet tallene med data fra Oslo All Share Index fra samme periode.



Figur 8.1 Ekornes' betaverdi

Resultatene fra regresjonen viser at stigningstallet til regresjonslinjen er 0,4041, og det er dette tallet som viser betaverdien til Ekornes. Det vil si at 1 % månedlig avkastning på OSEAX, vil resultere i 0,4041 % økning i Ekornes-aksjen. Ved en nedgang på 1 % på OSEAX, vil dette i gjennomsnitt resultere i en avkastning på -0,4021 % for Ekornes-aksjen (www.finansielleemner.cappelendamm.no).

Ekornes skiller seg på mange måter ut fra andre børsnoterte selskaper, i og med at de gjorde det forholdsvis bra under finanskrisen. Siden aksjekursen til Ekornes holdt seg nokså stabil i forhold til markedet generelt under finanskrisen, blir betaverdien deres svært lav, nemlig 0,4041. I følge Johnsen og Gjesdal (1999) vil det være aktuelt å foreta en statistisk justering av estimerte betaverdier som er spesielt høye eller lave. Grunnen til dette er at de ofte har mer

normale estimerte verdier for et senere tidsintervall. En vanlig og velbrukt formel for justering av betaverdier er:

$$\beta_{t+1} = a \times \beta_t + (1-a) \times 1$$

Anslaget på aksjens fremtidige betaverdi er altså et veiet snitt av historisk betaestimat og representativ betaverdi (1). Vekttallet  $a$  skal reflektere vår tillit til det historiske betaestimat, hvor et vanlig estimat er  $a = 0,7$

Justert betaverdi blir da:

$$\beta_{t+1} = 0,7 \times 0,4041 + 0,30$$

$$\beta_{t+1} = 0,58$$

På grunn av finanskrisen som gir store utslag på betaverdien og at den beregnede verdien av Ekornes' betaverdi var svært lav, har vi altså valgt å justere betaverdien. Ved å benytte formelen beskrevet overfor kommer vi fram til en betaverdi på 0,58. Vi påpeker at dette estimatet på ingen måte kan sies å være den korrekte betaverdien på Ekornes, i og med at den er basert på en del egne forutsetninger. På grunn av dette avrunder vi verdien, og får en beta på **0,60**.

#### 8.2.4 Fastsettelse av avkastningskrav til egenkapitalen

Som nevnt ovenfor benytter vi kapitalverdimodellen CAPM for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen kan beskrives med følgende formel:

$$R_e = r_f + B_e \times [E(r_m) - r_f]$$

Vi benytter verdiene som er fastsatt i kapitlene ovenfor og beregner:

$$R_e = 0,0250 + 0,60 \times 0,05 = 0,055$$

Avkastningskravet til egenkapitalen er **5,5 %**

Det er i følge Boye og Dahl (1997) normalt at avkastningskravet til egenkapitalen ligger mellom 9 og 18 %. Vi ser at avkastningskravet som vi har beregnet ligger under disse estimatene. Dette kan skyldes at Ekornes har en svært lav gjeldsandel og at det dermed er lite risiko knyttet til egenkapitalen, noe som igjen resulterer i et lavt avkastningskrav.

## 8.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

I kapittel 5.3 slo vi fast at vi skal benytte modellen Weighted Average Cost of Capital – WACC for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen.

### 8.3.1 Egenkapitalandel og gjeldsandel

For å kunne beregne totalkapitalkostnaden må vi kjenne til andelen av gjeld og egenkapital i finansieringen av Ekornes. Egenkapitalandelen uttrykker naturligvis hvor stor egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen, mens gjeldsandelen uttrykker hvor stor gjelden er i forhold til totalkapitalen. I følge Boye og Dahl (2002) skal andelene beregnes på basis av markedsverdier. Han argumenterer også for at kun den rentebærende gjelden skal være med i beregningen. Grunnen til at rentefri gjeld ikke tas med er at det tas hensyn til den rentefrie gjelden ved budsjettering av kontantoverskuddene (Boye og Dahl, 2002).

I følge Bredesen (2005) beregnes forholdstallene på følgende måte:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{E}{V}$$

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{G}{V}$$

E – Egenkapital

G – Gjeld

V – Totalkapital

Vi velger å sette markedsverdien av egenkapitalen lik børsverdien av selskapet. Multipliseres antall aksjer med børskursen per 7.april.2011, 368 26 753 x 154, får vi en markedsverdi av egenkapitalen på 5 671 319 962 NOK.

I følge note 14 i Ekornes' årsrapport fra 2009, ble den rentebærende kortsiktige gjelden innfridd i 2009 og Ekornes' rentebærende gjeld omfatter dermed kun den langsiktige gjelden på 6 736 2000 NOK.

Dersom vi benytter modellene beskrevet overfor får vi følgende andeler for egenkapital og gjeld:

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{5\,671\,319\,962}{5\,671\,319\,962 + 67\,362\,000} = 98,83 \%$$

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{67\,362\,000}{5\,671\,319\,962 + 67\,362\,000} = 1,17 \%$$

### 8.3.2 Gjeldskostnad

Som nevnt i kapittel 5.3.4 uttrykker gjeldskostnaden det som eierne av gjelden krever i avkastning for å stille ny gjeld til disposisjon. Når det gjelder andelen gjeld i Ekornes er denne ubetydelig liten og gjeldskostnaden vil dermed ikke ha stor innvirkning på resultatet. Vi velger derfor å anslå gjeldskostnaden på en forenklet måte. Prognoser for gjennomsnittlig utlånsrente for 2010 og 2011 ligger i følge Statistisk sentralbyrå ([www.ssb.no](http://www.ssb.no)) på henholdsvis 4,0 % og 4,5 %. Dersom vi dividerer rentekostnadene på Ekornes' rentebærende gjeld, får vi 4,1 %. Ut fra disse tallene velger vi å sette gjeldskostnaden til 4,2 % under beregning av avkastningen til totalkapitalen.

### 8.3.3 Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen

Som tidligere nevnt velger vi å benytte modellen *WACC* for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Modellen kan beskrives på følgende måte:

$$WACC = r_t = r_e \times \frac{E}{V} + r_g \times (1 - s) \times \frac{G}{V}$$

Avkastningskravet til egenkapitalen:	5,5 %
Andel egenkapital:	98,83 %
Gjeldskostnad:	4,2 %
Andel gjeld:	1,17 %

Ut fra disse verdiene som er beskrevet i kapitlene ovenfor, kan vi beregne totalavkastningskravet:

$$WACC = 0,054 * 0,9883 + 0,042 * (1 - 0,28) * 0,0117$$

$$WACC = 0,0547 \approx 5,5 \%$$

Avkastningskravet til totalkapitalen er **5,5 %**.

I noen tilfeller vil det være aktuelt å legge til en likviditetspremie for å justere egenkapitalkravet for risiko. Etter vårt skjønn er dette uaktuelt for Ekornes, i og med at deres aksje omsettes daglig på Oslo Børs og er et meget likvid selskap. Vi har dermed ikke lagt til en likviditetspremie.

## 8.4 Oppsummering

I dette kapitlet har vi benyttet kapitalverdimodellen CAPM og WACC for å beregne avkastningskravet til henholdsvis egenkapitalen og totalkapitalen. I avsnittet over fastsetter vi totalkapitalens avkastningskrav til 5,5 %. Dette kravet er svært lavt, noe som skyldes en lav betaverdi, som igjen skyldes et avvik fra markedet under finanskrisen. Det er likevel dette kravet vi velger å benytte under verdsettelsen av Ekornes. Beregningene er basert på en del egne forutsetninger, og vi vil derfor påpeke at dette avkastningskravet ikke kan sees på som reelt.

## 9. VERDSETTELSE

---

### 9.1 Innledning

Ved verdsettelsen av Ekornes vil vi benytte den kontantstrømsbaserte metoden, som går ut på å neddiskontere summen av fremtidige kontantstrømmer. I dette kapitlet vil vi estimere selskapets fremtidige kontantoverskudd, for deretter å neddiskontere kontantoverskuddene for å finne verdien av Ekornes.

Regnskapsanalysen og de strategiske analysene har gitt oss et grunnlag for å kunne si noe om konsernets utvikling. Når vi skal estimere den fremtidige utviklingen i kontantstrømmene til Ekornes, vil funnene fra disse analysene legges til grunn. I følge Boye og Dahl (1997) er det normalt å utarbeide budsjetter for 7-15 år fram i tid. Det er knyttet stor usikkerhet til budsjettering, og usikkerheten blir større jo lengre fram i budsjetteringen man kommer. Med utgangspunkt i dette vil vi sette opp et kontantstrømbudsjett for 7 år fram i tid, fra 2011 til 2017. En lengre periode vil øke usikkerheten. Vi forutsetter at 2017 er det siste året i eksplisitt periode. Det vi si at veksten i selskapet dette året tilsvarer veksten i senere år (Boye og Meyer, 2008).

### 9.2 Totalkapitalmetoden

For å beregne fremtidige kontantstrømmer benytter vi totalkapitalmetoden hvor kontantoverskuddet til totalkapitalen blir beregnet på basis av følgende modell (Boye og Meyer, 2008):

	Driftsresultat
-	Skatt av driftsresultatet
	Driftsresultat etter skatt
+	Avskrivninger
-	Anleggsinvesteringer
-	Økning omløpsmidler
+	Økning kortsiktig gjeld

Videre vil vi estimere de framtidige størrelsene i modellen overfor, med utgangspunkt i de strategiske analysene, regnskapsanalysen og tidligere regnskapstall for konsernet. Der annen referanse ikke er oppgitt, er informasjonen om Ekornes hentet fra deres årsrapporter.

## 9.2.1 Driftsresultat

For å kunne anslå framtidige driftsresultater for Ekornes, må selskapets driftsinntekter og kostnader estimeres. Tabellen nedenfor viser driftsinntekter og driftskostnader for tidligere år, samt prosentvis endring for hvert av årene.

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Driftsinntekt</b>	2 291 512	2 507 280	2 573 593	2 673 134	2 587 940	2 868 800
<b>Endring i %</b>	1,95	9,42	2,64	3,87	-3,19	10,85
<b>Driftskostnad</b>	1 864 045	1 993 906	2 108 499	2 210 401	2 088 287	2 334 800
<b>Endring i %</b>	5,93	6,96	5,75	4,83	-5,52	11,8

*Tabell 9.1 Ekornes' driftsinntekter og driftskostnader*

### 9.2.1.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Ekornes består av salgsinntekter og andre driftsinntekter, hvor den førstnevnte utgjør størst andel. Fra 2005 til 2010 har driftsinntektene økt med gjennomsnittlig 4,26 %. I 2009 hadde driftsinntektene en reduksjon på 3,19 %. Reduksjonen skyldes lavere salgsinntekter på grunn av den verdensomfattende finanskrisen.

Ekornes opererer i mange markeder, og fremtidige valutakurser vil kunne påvirke selskapets fremtidige driftsinntekter. Det vil være vanskelig å forutsi hvordan NOK vil bevege seg i forhold til andre valutaer i framtiden. Selskapet har en sterk valutastrategi og sikrer valutarisiko ved bruk av finansielle instrumenter. Ekornes operer i store deler av verden som gjør at valutaendringer kan kompenseres.

I årsrapporten fra 2007 blir det opplyst at målet for vekst og inntjening er en årlig omsetningsvekst på mellom 5 og 10 %. Gjennomsnittlig vekst i driftskostnader er som nevnt 4,26 %. Vi tror at veksten av driftsinntektene i framtiden vil ligge nærmere dette gjennomsnittet, enn det målet Ekornes har satt. På bakgrunn av dette vil vi benytte en årlig omsetningsvekst på 4 % i kontantstrømbudsjettene.

### **9.2.1.2 Driftskostnader**

I løpet av de siste seks årene har driftskostnadene i Ekornes økt med gjennomsnittlig 4,96 %. I likhet med driftsinntektene, hadde driftskostnadene i 2009 en reduksjon som skyldes finanskrisen. En lavere ordrereseerve ved utgangen av 2008 førte til at Ekornes måtte gjennomføre noen tiltak for å redusere produksjonskapasiteten og kostnadene. Blant annet ble sofafabrikken i Stranda nedlagt, i tillegg til oppsigelser og permitteringer av ansatte.

Driftskostnadene består av lønnskostnader, vareforbruk, avskrivninger, tilbakeført opsjonsbonus og andre kostnader. Av regnskapstall fra tidligere år ser vi at både lønnskostnadene, vareforbruket og andre driftskostnader varierer i takt med omsetningen. I følge årsrapporten forventes det en kraftig økning i råvareprisene de nærmeste årene.

I regnskapsanalysen beregnet vi en driftsmargin på rundt 17-20 % for de siste årene. Det forteller at driftskostnadene har vært mellom 80-83 % av driftsinntektene. På grunn av den stabile driftsmarginen vil vi estimere de framtidige driftskostnadene som en konstant prosentandel av driftsinntektene. Med hensyn til forventninger om kraftig økning i råvarepriser vil vi estimere framtidige driftskostnader noe høyere i forhold til tall fra tidligere år. Et urolig råvaremarked gir risiko for videre økning, og vi vil dermed benytte et forholdsvis høyt estimat. For å unngå et for optimistisk syn på selskapets fremtidsutsikter, vil vi benytte et estimat for driftskostnadene på 90 % av driftsinntektene som tilsvarer en driftsmargin på 10 %.

### **9.2.2 Anleggsinvesteringer**

Anleggsinvesteringer finner vi ved å ta differansen mellom utgående balanse og inngående balanse for anleggsmidler, for så å legge til avskrivningene i perioden (Boye og Meyer, 2008). Tabellen nedenfor viser historiske tall for anleggsinvesteringer i Ekornes.



(Regnskapstall i 1000)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Anleggsinvesteringer</b>	129 477	96 462	182 013	251 860	20 387	120 199

*Tabell 9.2 Ekornes' anleggsinvesteringer*

For å opprettholde omsetningsøkningen i Ekornes må selskapet foreta nye investeringer i framtiden. Vi har ikke informasjon om levetiden for selskapets anleggsmidler, og vet derfor ikke *når* Ekornes må investere i nye anleggsmidler. I følge årsrapporten 2010 er det besluttet at selskapet skal satse mer i det internasjonale cruisemarkedet, og mange prosjekter innen hotellinnredning forventes å bli realisert i nær framtid. Dette kan tolkes som at selskapet har planer om utvidelse, hvor nye investeringer vil være nødvendig i årene framover. I årsrapporten opplyses det også at selskapet i 2011 blant annet vil overta fabrikkbygningen på Hareid til en verdi på 30 millioner NOK.

Ved estimering av framtidige anleggsinvesteringer tar vi utgangspunkt i den gjennomsnittlige investeringen for årene 2005 til 2010, og estimerer de framtidige anleggsinvesteringene til 133 400 000 kr i året.

### 9.2.3 Avskrivninger

Som vi ser i avsnitt 9.1, om totalkapitalmetoden, må avskrivningene legges til for å finne kontantoverskuddet til totalkapitalen. Dette skyldes at avskrivningene ikke påvirker kontantstrømmen slik som de andre driftskostnadene. I tabellen nedenfor viser utviklingen av avskrivningene til Ekornes.

(Regnskapstall i 1000)

	2005	2 006	2007	2008	2009	2010
<b>Avskrivninger</b>	86 920	91 231	95 828	105 690	109 570	116 500
<b>Endring i %</b>	3,66	4,96	5,04	10,29	3,67	6,32

*Tabell 9.3 Ekornes' avskrivninger*

Størrelsen på framtidige avskrivninger avhenger av anleggsmidlene og tidligere investeringer. Avskrivningene er et uttrykk for det man forventer å måtte reinvestere for å opprettholde selskapet kapasitet. (Dahl et al., 1997) Av tabellen kan vi se at avskrivningene til Ekornes har økt gradvis. Vi tror at avskrivningene vil øke også i fremtiden, og benytter en økning på 4,5 % i kontantstrømsbudsjettet.

## 9.2.4 Arbeidskapital

Når vi finner framtidig kontantoverskudd vil en økning i omløpsmidler gi negativ effekt, mens økning i kortsiktig gjeld ha positiv effekt. Når vi trekker fra økning av omløpsmidler og legger til økning av kortsiktig gjeld, vil dette være det samme som så å trekke fra økning av arbeidskapitalen. Hoff et al. (2007) definerer arbeidskapital som den "frie" kapitalen som gir bedriften likvid manøvreringsdyktighet. Arbeidskapitalen beregnes ved å trekke kortsiktig gjeld fra omløpsmidlene.

(Regnskapstall i 1000)

	2 005	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
<b>Omløpsmidler</b>	866 885	910 053	914 483	872 467	1 088 890	1 299 500
<b>Kortsiktig gjeld</b>	413 697	492 927	471 963	787 833	409 641	441 600
<b>Arbeidskapital</b>	453 188	417 126	442 520	84 249	679 249	857 900

*Tabell 9.4 Ekornes' arbeidskapital*

Vi ser fra tabellen ovenfor at arbeidskapitalen har vært noe ustabil de siste årene. Fra 2005 til 2007 har arbeidskapitalen holdt seg relativt jevn, men fra 2008 til 2010 har den falt, for så å øke kraftig. Ser vi bort i fra en høy kortsiktig gjeld i 2008, skyldes endringer i arbeidskapitalen i hovedsak en økning i omløpsmidler. Årsaken til den forholdsvis sterke økningen i omløpsmidler i 2009 og 2010, er blant annet aktivisering av terminkontrakter. Det er lite som tilsier at kortsiktig gjeld vil øke i fremtiden, men vi forutsetter noe økning av omløpsmidlene. Ut i fra dette beregnes framtidig endring av arbeidskapital til 75 millioner kr.

### 9.3 Framtidige kontantoverskudd

Med utgangspunkt i de estimerte størrelsene viser tabellen nedenfor framtidige kontantoverskudd for Ekornes.

(Regnskapstall i 1000)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Driftsinntekter</b>	2 983	3 102	3 227	3 356	3 490	3 629	3 775
	522	894	010	090	334	947	145
<b>Driftskostnader</b>	2 685	2 792	2 904	3 020	3 141	3 266	3 397
	170	605	309	481	301	952	631
<b>Driftsresultat</b>	298 352	310 289	322 701	335 609	349 033	362 995	377 514
<b>Skatt 28 %</b>	83 539	86 881	90 356	93 971	97 729	101 639	105 704
<b>Driftsres.etter skatt</b>	214 813	223 408	232 345	241 638	251 304	261 356	271 810
<b>Avskrivninger</b>	125 000	125 000	125 000	125 000	125 000	125 000	125 000
<b>Investeringer</b>	133 400	133 400	133 400	133 400	133 400	133 400	133 400
<b>Endring i arb.kapital</b>	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000	75 000
<b>Kontantoverskudd</b>	131 413	140 008	148 945	158 238	167 904	177 956	188 410

Tabell 9.5 Ekornes' fremtidige kontantoverskudd

### 9.4 Diskontering av kontantoverskudd og verdsettelse

For å finne verdien av Ekornes må vi neddiskontere de estimerte kontantoverskuddene, og legge til en terminalverdi. Terminalverdien representerer verdien av kontantstrømmer etter eksplisitt periode. Den kan beregnes ved å bruke Gordons formel for en evigvarende periode, hvor konstant vekst er en forutsetning. Formelen er som følger (Boye og Koekebakker, 2006):

$$PV = \frac{CF_1}{i-g}$$

Hvor:

PV = Nåverdi (terminalverdi)

CF<sub>1</sub> = kontantstrømmen for siste år i eksplisitt periode

i = avkastningskrav

g = vekst

I Norge er målet for pengepolitikken en inflasjon nær 2,5 % (www.norges-bank.no). Vi setter forventet vekst lik forventet inflasjon til 2,5 %. Når vi neddiskonterer de estimerte kontantstrømmene og beregner terminalverdien, får vi en verdi av totalkapitalen på:

$$\begin{aligned} \text{Verdi av totalkapital} &= \frac{131\,413}{(1+0,055)^1} + \frac{140\,008}{(1+0,055)^2} + \frac{148\,945}{(1+0,055)^3} + \frac{158\,238}{(1+0,055)^4} + \frac{167\,904}{(1+0,055)^5} + \\ &\frac{(177\,956 + (\frac{138\,410}{(0,055 - 0,025)}))}{(1+0,055)^5} = 5\,317\,245\,116 \end{aligned}$$

Basert på beregningene ovenfor verdsettes totalkapitalen til Ekornes til 5 317 245 116 NOK. På grunn av en del usikkerhet knyttet til dette verdiesimatet, velger vi å avrunde verdien til 5 317 000 000 NOK. For å finne verdien av egenkapitalen benytter vi likevel den opprinnelige beregnede verdi. Vi trekker rentebærende gjeld fra totalkapitalen og får (Boye, 1998):

Verdi totalkapital	kr 5 317 245 116
- Rentebærende gjeld	kr 67 362 000
<hr/>	<hr/>
= Verdi egenkapital	kr 5 249 883 116

Ekornes har 36 826 753 aksjer. Dividerer vi den beregnede verdi av egenkapital på antall aksjer finner vi verdien per aksje:

$$\text{Aksjens verdi} = \frac{5\,249\,883\,116}{36\,826\,753} = 142.6 \text{ kr}$$

Per 11.5.2011 ligger markedsverdien av aksjen på kr 149,5. Vi har dermed kommet fram til et verdienstimat som ligger nær den reelle markedsverdien.

## 9.5 Oppsummering

I dette kapitlet har vi satt opp kontantstrømbudsjetter ut fra sentrale verdidrivere som vi har beregnet basert på forutsetninger. Vi finner verdien av Ekornes ved å neddiskontere kontantstrømmene med avkastningskravet og legge til terminalverdien. Vi har kommet fram til en verdi av egenkapitalen på nesten kr 5 300 000 000 og en verdi av totalkapitalen på ca kr 5 317 000 000. Med 36 826 753 aksjer gir dette en markedsverdi av aksjen på kr 142,6.

# 10. SENSITIVITESANALYSE

---

## 10.1 Innledning

Som nevnt vil det alltid være knyttet usikkerhet til verdsettelse av en bedrifts framtidige kontantoverskudd. Bedriftsverdsettelse er ingen eksakt vitenskap, og det er derfor vanlig å gjennomføre en vurdering av usikkerheten knyttet til verdianslaget (Boye og Meyer, 2008). I forrige kapittel beregnet vi verdien av Ekornes, og vi vil nå kartlegge usikkerheten til den estimerte verdi ved å gjennomføre sensitivitetsanalyser. Sensitivitetsanalyser går ut på å endre de mest usikre faktorene i positiv eller negativ retning, for å se hvordan disse endringene påvirker verdien (Boye og Meyer, 2008). Avkastningskravet, framtidig vekst og driftsmarginen er de faktorene som det, etter vårt skjønn, er størst usikkerhet rundt. I dette kapitlet vil det gjennomføres sensitivitetsanalyser for disse faktorene.

## 10.2. Sensitivitetsanalyse av avkastningskravet

Størrelsen på avkastningskravet avhenger av flere faktorer, og det vil derfor være hensiktsmessig å se hvilken effekt endringer av avkastningskravet vil ha for verdien av Ekornes. I verdsettelsen har vi tatt utgangspunkt i et avkastningskrav på totalkapitalen på 5,5 %. Vi ser på dette avkastningskravet som forholdsvis lavt, noe som skyldes en lav betaverdi. I sensitivitetsanalysen vil vi se på effekten av et høyere avkastningskrav.

(Regnskapstall i 1000)

Avkastningskrav	5,50 %	6,00 %	6,50 %	7,00 %	7,50 %
Verdi totalkapital	5 317 245	4 544 801	4 061 680	3 515 601	3 155 694
Aksjens verdi	142,6	121,6	108,5	93,6	83,9

Tabell 10.1 Sensitivitetsanalyse av avkastningskrav

Av tabellen kan vi se at en økning av avkastningskravet fra 5,5 % til 7,5 % fører til en reduksjon av totalkapitalverdien på 43 %, og at aksjeverdien synker med kr 63,7. Dette viser

at en liten prosentvis endring i avkastningskravet gir en forholdsvis stor endring av total kapitalverdien. Endring i avkastningskravet påvirker både de neddiskonterte kontantstrømmene og terminalverdien. Det er dermed naturlig at en marginal endring av denne faktoren vil føre til store endringer i verdien av total kapitalen.

### 10.3 Sensitivitetsanalyse av fremtidig vekst

Fremtidig vekst er en faktor som er vanskelig å beregne siden den omfatter mange år og fordi den evige vekstperioden ikke begynner før om flere år. I og med at terminalverdien står for en stor andel av verdien av aksjen, er det interessant å se på endring i vekstfaktoren. Vi har tatt utgangspunkt i at fremtidig vekst er lik det norske inflasjonsmålet på 2,5 %. I analysen vil vi se hva utslaget blir både når fremtidig vekst er svakere og sterkere.

(Regnskapstall i 1000)

<b>Fremtidig vekst</b>	<b>1,50 %</b>	<b>2 %</b>	<b>2,50 %</b>	<b>3 %</b>	<b>3,50 %</b>
<b>Verdi total kapital</b>	4 178 549	4 666 561	5 317 245	6 228 202	7 594 638
<b>Aksjens verdi</b>	111,6	124,9	142,6	167,3	204,4

*Tabell 10.2 Sensitivitetsanalyse av fremtidig vekst*

Tabellen viser at en økning av fremtidig vekst vil øke total kapitalverdien, mens en reduksjon vil påvirke verdien negativt. En reduksjon på 1 % fører til total kapitalverdien reduseres med 22 %, mens en økning på 1 % øker total kapitalverdien med 45 %. Dette har en sammenheng med at veksten nærmer seg avkastningskravet og når nevneren i terminalverdi brøken reduseres, vil verdien øke.

### 10.4 Sensitivitetsanalyse av driftsmargin

I kontantstrømbudsjettet ser vi på driftsresultatet som en usikker faktor. Som nevnt uttrykker driftsmarginen forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader. I kontantstrømbudsjettet har vi benyttet en driftsmargin på 10 %, og ønsker her å se nærmere på hvordan en høyere driftsmargin vil påvirke selskapsverdien.

(Regnskapstall i 1000)

<b>Driftsmargin</b>	<b>10 %</b>	<b>12 %</b>	<b>14 %</b>	<b>16 %</b>	<b>18 %</b>
<b>Verdi totalkapital</b>	5 317 245	6 867 267	8 417 284	9 967 297	11 513 461
<b>Aksjens verdi</b>	142,6	184,6	226,7	268,8	310,8

*Tabell 10.3 Sensitivitetsanalyse av driftsmargin*

Vi kan se at en økning av driftsmarginen påvirker total kapitalverdien positivt. Når driftsmarginen øker vil kontantstrømmene bli større og dermed vil verdien av total kapitalen også stige. Også her vil små prosentvise endringer føre til betydelige endringer av total kapitalverdien og aksjens verdi. En økning på av driftsmarginen på 8 % vil gi en økning av verdi på total kapitalen på 116 %.

## 10.5 Oppsummering

I dette kapitlet har vi sett på hvordan endringer av avkastningskravet, fremtidig vekst og driftsmarginen vil påvirke verdien av total kapitalen til Ekornes og selskapet aksje verdi. I analysene kommer det tydelig frem at små endringer av enkelte faktorer kan gi store differanser i total kapitalverdien, som også påvirker aksjekursen. Det vil si at hvis endringer faktisk skjer, kan det føre til store konsekvenser for selskapets markedsverdi.

I denne sensitivitetsanalysen endres kun én faktor for hver analyse som gjennomføres. Ofte kan endring av én faktor føre til at andre faktorer også endres, slik at selskapsverdien påvirkes i mindre grad enn det denne analysen viser.

Ut fra sensitivitetsanalysen kan vi se at faktoren som *kun* endrer budsjettdriverne, altså driftsmarginen, er mindre sensitiv enn faktorene som også påvirker terminalverdien. Både endring i avkastningskravet og fremtidig vekst vil forandre størrelsen på terminalverdien, og disse faktorene er dermed de mest sensitive i denne analysen.



# 11. RIMELIGHETSVURDERING

---

## 11.1 Innledning

På grunn av usikkerheten knyttet til verdiberegninger hevder Boye og Meyer (2008) at det bør foretas en rimelighetsvurdering av den beregnede verdi. En måte å forta en rimelighetsvurdering på er å beregne verdien basert på en annen verdsettelsesmetode enn den som i utgangspunktet er benyttet. For å gjøre en rimelighetsvurdering av den estimerte verdien av Ekornes, vil vi beregne selskapets verdi basert på P/E-metoden og finne P/B-tallet.

## 11.2 P/E - metoden

Teori rundt P/E-metoden er presentert i kapittel 4 om ulike verdimodeller. Ved P/E-metoden beregnes verdien av et selskap ved at resultat før ekstraordinære poster, fratrukket skatt, multipliseres med en P/E-faktor. P/E står for pris på aksje/fortjeneste per aksje, og representerer altså forholdet mellom aksjens kursverdi og det nevnte resultatbegrep (Boye og Dahl, 2002).

I verdiberegningen av Ekornes vil vi benytte selskapets aksjekurs den 11.5.2011 og resultat og fortjeneste per aksje fra regnskapet 2010.

$$P/E\text{-faktor} = 149,5/10.34 = 14,46$$

$$\text{Verdi} = 380\,878 \times 14,46 = 5\,507\,495\,880 \text{ NOK}$$

Beregningene basert på P/E-metoden viser en verdi av egenkapitalen til Ekornes på kr 5 507 495 880. Denne verdien ligger nokså nært det opprinnelige verdiestimatet. P/E-faktoren er 14,46 og er representativ for det gjennomsnittlige P/E-tallet for gjennomsnittlige børsnoterte selskaper i Norge. Denne ligger mellom 10-15 %.

Ut fra disse beregningene anser vi rimeligheten til verdien beregnet med kontantstrømbasert modell som forholdsvis høy.

### 11.3 P/B - metoden

Vi ønsker også å se på P/B-tallet til Ekornes. Som nevnt står P/B for pris/bokført egenkapital og beregnes ved å dividere aksjekursen på den bokførte egenkapital. P/B-tallet kan også beregnes ved å benytte markedsverdien, som er den verdien vi benytter i beregningene av P/B-tallet til Ekornes . P/B-tallet uttrykker hvor mye inntjening det forventes at et selskaps eiendeler kan gi.

$$\frac{P}{B} = \frac{5\,249\,638\,000}{1\,569\,990\,000} = 3,35 = 335 \%$$

P/B-tallet for Ekornes er 3.35, altså 335 %. Dette er et svært høyt P/B-tall som forteller at Ekornes forventer å oppnå en avkastning som er 3.35 ganger høyere enn avkastningskravet.

# 12. KONKLUSJON OG IMPLIKASJONER

---

## 12.1 Innledning

Målet med oppgaven var å utføre en verdivurdering av Ekornes ASA, ved å benytte kontantstrømbasert modell til totalkapitalen. Dette kapitlet inneholder en konklusjon på problemstillingen samt en avsluttende kommentar på oppgaven.

## 12.2 Konklusjon på problemstilling

Gjennom arbeidet med denne oppgaven har vi analysert Ekornes ASA med tanke på strategi, avkastningskrav, regnskap og lønnsomhet. Disse analysene har vi benyttet for å utvikle kontantstrømbudsjetten som gir grunnlaget for selve verdsettelsen. Ved å diskontere kontantstrømmene til totalkapitalen kom vi fram til en verdi av Ekornes' total kapital på ca kr 5 317 000 000. Ved å trekke fra rentebærende gjeld, kom vi fram til en verdi av egenkapitalen på om lag kr 5 250 000 000.

I og med at Ekornes ASA er et børsnotert selskap, sammenlignet vi verdien med markedsverdien av aksjen. Ved å dividere den beregnede verdien av Ekornes' egenkapital på antall aksjer, fikk vi en verdi per aksje på kr 142,60. Den 11. mai 2011 lå aksjekursen på kr 149,50, noe som er nært vårt verdiestimat med en differanse på bare kr 6,90. Vi vil nok en gang påpeke at verdivurdering i betydelig grad er basert på egne forutsetninger og at verdivurdering derfor ikke er en eksakt vitenskap.

Børskursen til en aksje uttrykker forventningene i markedet, og forteller noe om forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Aksjekursen til Ekornes var som nevnt kr 149,50 per 11.5.2011 på Oslo Børs. Markedets forventninger var da høyere enn hva våre estimer av konsernets underliggende verdier skulle tilsi. Dersom vi skulle gått inn på en handlingsstrategi i forbindelse med denne aksjen, ville det vært naturlig å anbefale salg av aksjer. Dette på grunn av at verdiestimatet er lavere enn børskursen. Før man kommer med en endelig anbefaling, må man imidlertid også ta andre hensyn. Verdiestimatet vi har beregnet er kun en forventet verdi og det er stor usikkerhet knyttet til denne vurderingen. I tillegg har børsverdien av aksjen variert mye gjennom analyseperioden. På grunn av dette må denne oppgaven ikke bli oppfattet som en anbefaling til kjøp eller salg av Ekornes-aksjen.

For å vurdere hvor følsom den beregnede verdien er for endringer i faktorer som avkastningskrav, driftsmargin og fremtidig vekst, har vi utført en sensitivitetsanalyse. Her kom vi fram til at marginale endringer i disse faktorene gir stort utslag på verdien av Ekornes' total kapital. I tillegg har vi gjort en rimelighetsvurdering av verdsettelsen, ved å benytte P/E- og P/B-metoden som alternative modeller for verdivurdering. P/E-metoden gav en verdi av Ekornes' egenkapital på ca kr 5 507 500 000, noe som ikke er så langt fra verdien beregnet med kontantstrømbasert modell. P/B-tallet beregnet vi til 335 %, noe som forteller oss at forventet avkastning er 3,35 ganger høyere enn avkastningskravet.

Kort oppsummert har vi kommet fram til et verdiestimat av total kapitalen som er forholdsvis likt markedsverdien av selskapet. Dette bekrefter at selskapet har gode utsikter for betydelig vekst og høy inntjening i fremtiden. Høy vekst og inntjening i kombinasjon er verdidrivere som gjør at markedet kan prise aksjen høyt.

### **12.3 Avsluttende kommentar**

Arbeidet med denne oppgaven har vært svært lærerik og interessant. Vi har fått anvendt teori i praksis, hvor vi har benyttet pensum fra blant annet profileringen "Regnskap og Økonomistyring" til å utføre en verdivurdering av Ekornes ASA. I forbindelse med dette har vi også lært hvordan man beregner avkastningskravet for et selskap, samt hvordan man setter opp kontantstrømbudsjetter. Vi anser denne oppgaven som en viktig læringsprosess i forhold til videre studier, hvor vi har fått god innsikt i både metode, rapportskrivning og rapportstruktur. Til slutt vil fastslå at verdsettelsen har pågått over flere måneder, og at flere forhold kan ha endret seg underveis i prosjektet.

# RERERANSER

---

## Litteratur

Boye, K., Meyer, C. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*, 1.utgave, Cappelen Damm AS, Oslo

Boye, K. (1998). *Verdsettelse* 1.utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo

Boye, K., Dahl, G. (1997). Verdsettelsesmodeller i Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A., *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo, 3-37

Boye, K., Koekebakker, S. (2006). *Finansielle emner*, 14. utgave, Cappelen Forlag AS, Oslo

Bredesen, I. (2005). *Investering og finansiering*, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo

Dahl, G.A., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*, 1. utgave, Cappelen Akademisk Forlag AS, Oslo

Dedekam jr.,A. (2004). *Makroøkonomi*, 4.utgave, Fagbokforlaget AS, Bergen

Eklund, T. og Knutsen, K. (2003). *Regnskapsanalyse med årsoppgjør*, 7. utgave, Gyldendal Norsk Forlag, Oslo

Gjesdal, F., Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo

Hill, C.W.L, McShane, S.L. (2008). *Principles of management*, 1.utgave, McGraw-Hill, New York

Hill, W.L, Jones, R. (2007). *Strategic Management Theory*, 7. utgave, Houghton Mifflin Company, Boston, New York

Hoff, K.G., Voldsund, T., Hansen, S.K.(2007). *Analyse av finansregnskapet*, 1. utgave, Universitetsforlaget, Oslo

- Holme, I.M., Solvang, B.K. (1996). *Metodevalg og metodebruk*, 3.utgave, TANO AS, Otta
- Jacobsen, D.I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?*, 2. utgave, Høyskoleforlaget AS, Kristiansand
- Johannessen, A., Kristoffersen, L., Tufte, P.A. (2004). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*, 2. utgave, Abstrakt Forlag AS, Oslo
- Johnsen, T. (1997). Avkastningskrav i Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R., Kinserdal, A., *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo, 39-73
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse*, 13.utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Kinserdal, A. (2005). *Finansregnskap med analyse*, 13. utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Langli, J.C. (2010). *Årsregnskapet*, 9.utgave, Gyldendal Norsk Forlag, Oslo
- Mork, K.A. (2004). *Makroøkonomi*, 3.utgave, Cappelen Akademisk Forlag, Oslo
- Roos G., von Krogh, G., Roos, J. (2005). *Strategi - en innføring*, 4.utgave, Fagbokforlaget AS, Bergen
- Selnes, F. (1999). *Markedsundersøkelser*, 4. utgave, Tano Aschehoug, Otta
- Steigum, E. (2004). *Moderne makroøkonomi*, 1.utgave, Gyldendal Norsk Forlag AS, Oslo
- Thoresen, O. (2006). *Verdsettelse av aksjer – en fullstendig introduksjon til å verdsette aksjeselskaper*, Hegnar Media, Oslo

## **Artikler**

- Boye, K., Dahl, G.A. (2002). Verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi og finans*, nr 1, 83-102

## Internettreferanser

Norsk industri (2010). *Norsk møbel- og interiørindustri*. Nedlastet 10.2.2011 fra <http://www.norskindustri.no/om-bransjen/norsk-moebel-og-interioerindustri-article402-220.html>

Inside Norway (2008). *Norsk møbelindustri*. Nedlastet 10.2.2011 fra <http://www.insidenorway.no/category.php/category/Norsk%20m%F8belindustri/?categoryID=222>

Regjeringen (2000). *Definisjon og forklaring på en del faguttrykk*. Nedlastet 15.3.2011 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/md/dok/nou-er/2000/nou-2000-1/19.html?id=356830>

Storebrand. *Ordliste*. Nedlastet 1.3.2011 fra [http://www.storebrand.no/Storebrand/Internett/stb\\_ordliste.nsf/Ordlisten?OpenView&RestrictToCategory=R](http://www.storebrand.no/Storebrand/Internett/stb_ordliste.nsf/Ordlisten?OpenView&RestrictToCategory=R)

Norges Bank (2001). *Inflasjonsmål – hvordan settes renten*. Nedlastet 31.1.2011 fra [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_\\_13710.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_____13710.aspx)

Statistisk sentralbyrå (2011). *Konsumprisindeksen fra 1865. 1998 = 100*. Nedlastet 21.1.2011 fra <http://www.ssb.no/kpi/tab-01.html>

Norsk Industri (2010). *Møbel- og interiørindustrien fikk vekst igjen*. Nedlastet 5.3.2011 fra <http://www.norskindustri.no/moebel-og-interioer/moebel-og-interioerindustrien-fikk-vekst-igjen-article4698-192.html>

Statistisk sentralbyrå (2010). *Tapte dagsverk pga. egenmeldt og legemeldt sykefravær for arbeidstakere 16-69 år, i prosent av avtalte dagsverk. 3. kvartal 2000- 3.kvaral 2010*. Nedlastet 7.3.2011 fra <http://www.ssb.no/vis/sykefratot/arkiv/fig-2010-12-20-01.html>

Dagens Næringsliv (2011). *Nøkkeltall*. Nedlastet 6.4.2011 fra <http://www.dn.no/finans/portal/estimates?category=estimates&context=oslo&ticker=EKO.OSE>

Norges Bank. *Statsobligasjoner. Daglige noteringer*. Nedlastet 12.04.11 fra [http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/d\\_obl\\_n.html](http://www.norges-bank.no/stat/renter/pmarked/d_obl_n.html)

Norges Bank (2010). *Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt*. Nedlastet 27.3.2011 fra [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_55495.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____55495.aspx)

Statistisk sentralbyrå (2009) *Makroøkonomiske hovedstørrelser 2000-2013. Regnskap og prognoser. Prosentvis endring fra året før der ikke annet framgår*. Nedlastet 10.4.2011 fra <http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/arkiv/ttab-2010-02-18-01.html>

Ekornes' hjemmeside. Nedlastet kontinuerlig gjennom hele oppgaveskrivingen. [www.ekornes.no](http://www.ekornes.no)

Boye, K., Koekebakker, S., *Kapitalverdimodellen – tips til praktisk implementering*. Nedlastet 7.4.2011 fra <http://finansielleemner.cappelendamm.no/binfil/download.php?did=17180>

## Årsrapporter

Ekornes, *Årsrapport 2005*  
<http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/aarsrapport05.pdf>

Ekornes, *Årsrapport 2006*  
[http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes\\_Annual\\_Report\\_2006.pdf](http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes_Annual_Report_2006.pdf)

Ekornes, *Årsrapport 2007*  
[http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes\\_Annual\\_Report\\_2007-web.pdf](http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes_Annual_Report_2007-web.pdf)

Ekornes, *Årsrapport 2008*  
[http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes\\_Annual\\_Report\\_2007-web.pdf](http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes_Annual_Report_2007-web.pdf)

Ekornes, *Årsrapport 2009*  
[http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes\\_Annual\\_Report\\_2007-web.pdf](http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/Ekornes_Annual_Report_2007-web.pdf)

Ekornes, *Årsrapport 2010*  
<http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/aarsrapporter/AnnualReport2010.pdf>



Ekornes, *Halvårsrapport 2010*

<http://www.ekornes.no/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/halvaarsrapporter/half2010.pdf>

# APPENDIKS A

---

Resultatregnskap for Ekornes fra 2008 og 2009, hentet fra årsrapporten 2009.

(Tall i NOK 1 000)	2009	2008
<b>Driftsinntekter og driftskostnader</b>		
Salgsinntekter	2 585 262	2 670 661
Andre driftsinntekter	2 679	2 473
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>2 587 940</b>	<b>2 673 134</b>
Vareforbruk	619 527	676 388
Lønn og sosiale kostnader	686 435	728 756
Tilbakeført opsjonsbonus		-51 865
Ordinære avskrivninger	109 570	105 690
Nedskrivning driftsmidler og immaterielle eiendeler		14 258
Andre innkjøps-, salgs- og adm.- kostnader	672 755	737 174
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>2 088 287</b>	<b>2 210 401</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>	<b>499 653</b>	<b>462 733</b>
<b>Finansielle inntekter og kostnader</b>		
Finansinntekter	3 933	6 203
Netto agio (Balansejusteringer)	-36 724	37 533
Finanskostnader	-4 927	-9 503
<b>Netto finansposter</b>	<b>-37 719</b>	<b>34 232</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>461 934</b>	<b>496 965</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	-137 191	-149 401
<b>ÅRETS RESULTAT</b>	<b>324 743</b>	<b>347 565</b>
Resultat per aksje	8,82	9,44
Utvannet resultat per aksje	8,82	9,44

Balansen for Ekornes fra 2008 og 2009, hentet fra årsrapporten 2009.

<b>EIENDELER (Tall i NOK 1 000)</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>Anleggsmidler</b>		
Bygninger, tomter m.m.	621 402	612 277
Maskiner og anlegg	260 135	271 315
Driftsløsøre, inventar o.l.	43 891	46 026
<b>Sum driftsmidler</b>	<b>925 428</b>	<b>929 618</b>
Software og lisenser	17 372	23 075
Utsatt skattefordel	0	78 267
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>17 372</b>	<b>101 343</b>
Andre langsiktige fordringer og plasseringer	15 301	16 324
<b>Sum langsiktige plasseringer</b>	<b>15 301</b>	<b>16 324</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>958 101</b>	<b>1 047 284</b>
<b>Omløpsmidler</b>		
Varelager	243 512	285 181
Kundefordringer	313 131	402 343
Andre kortsiktige fordringer	33 297	35 782
Verdi av terminkontrakter	123 504	0
Kontanter og bankinnskudd	375 446	149 161
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1 088 890</b>	<b>872 467</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>2 046 991</b>	<b>1 919 751</b>

<b>EGENKAPITAL OG GJELD (Tall i NOK 1000)</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b><i>Egenkapital</i></b>		
<b>Innskutt egenkapital</b>		
Aksjekapital	36 827	36 827
Egne aksjer	-2	-2
Overkursfond	386 321	386 321
Annen innskutt egenkapital	2 013	2 013
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>425 159</b>	<b>425 159</b>
<b>Opptjent egenkapital</b>		
Sikringsreserve	88 923	-213 850
Omregningsdifferanse	18 648	45 534
Annen egenkapital	1 037 261	846 691
<b>Sum opptjent egenkapital</b>	<b>1 144 831</b>	<b>678 375</b>
<b>Sum egenkapital</b>	<b>1 569 990</b>	<b>1 103 533</b>
<b><i>Forpliktelse og langsiktig gjeld</i></b>		
Langsiktig pensjonsforpliktelse	35 565	28 385
Utsatt skatt	31 796	0
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>67 362</b>	<b>28 385</b>
<b><i>Kortsiktig gjeld</i></b>		
Leverandørgjeld	98 826	106 449
Skyldige offentlige avgifter	50 328	59 863
Betalbar skatt	95 449	95 303
Verdi av terminkontrakter	0	297 014
		52 275 176
Gjeld til kredittinstitusjoner	0 165 037	929
Annen kortsiktig gjeld		
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>409 641</b>	<b>787 833</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>2 046 991</b>	<b>1 919 751</b>
Pantstillelser for konserngjeld	0	52 275

# APPENDIKS B

---

Intervju med møbelhistoriker Eldar Høidal. Intervjuet er gjennomført via e-post.

## Intervju og Ekornes og møbelbransjen

### 1. Hvordan har utviklingen i møbelbransjen vært de siste 5 årene? (I korte trekk)

Det har vært en viss omsetningsvekst, men den har fordelt seg ujevnt. De store bedriftene, i første rekke Ekornes, har tatt en forholdsvis stor andel av omsetningsveksten. Det har vært en god vekst i eksportandelen. Det har vært bransjeprogram i gang for å øke andelen av eksport hos flere møbelbedrifter. Denne satsingen har delvis lyktes. Bransjen er delt i to deler, hjemmemøbelsegmentet og kontraktmøbelsegmentet. De siste, som leverer møbler til offentlige bygg, restauranter etc har opplevd stramme driftsvilkår de siste år.

### 2. Hvordan har utviklingen til Ekornes-konsernet vært de siste 5 årene? (I korte trekk)

Ekornes har de siste årene totalt sett hatt en omsetningsøkning. De hadde en nedgangsperiode fra høsten 2007 da de begynte å merke fallende etterspørsel i det viktige USA-markedet. Høsten 2008 foretok de en justering av organisasjonen og la ned sofafabrikken på Stranda. I den forbindelse ble ca 70 ansatte sagt opp. Fra vinteren 2009 begynte pilene å peke oppover igjen. Alle de som ble sagt opp og ikke hadde funnet seg annet arbeid, ble tatt inn igjen. Ekornes er nå tilbake til en resultatprosent på ca 20, noe som er unikt i norsk møbelbransje. (Eksakte resultattall finnes hos bedriften)

### 3. Hvilke etableringshinder finnes det i møbelbransjen?

Er ikke sikker på hva som menes med etableringshinder, men den viktigste grunnen til at det er få nyetableringer i møbelbransjen i Norge dag, er de høye oppstartkostnadene vi har her i landet. Med høye kapitalkostnader vil det være vanskelig å konkurrere prismessig med innkjørte organisasjoner, med etablerte modeller og et salgs- distribusjonsapparat. Skal en lykkes må en ha særmerkte produkter som kundene er villige til å betale en del ekstra for. Betalingsvilligheten i det norske markedet har ikke vært høy i de siste årene på interiørsektoren.

**4. En ny aktør i markedet ønsker å vinne markedsandeler fra etablerte aktører. I hvilken grad tror du at nye aktører på markedet kan føre til prispress og økte kostnader? (spesielt med tanke på Ekornes)**

Som nevnt i det forrige punktet har ikke Ekornes mye å frykte fra nye aktører i hjemlandet. Det Ekornes er redd for er nye aktører fra lavkostland, som Kina, som kommer inn på markedet med produkter som likner mye på Ekornes sin kolleksjon. Slike tilfeller støter de stadig bort i, derfor har de et apparat som følger med world wide for å slå tilbake kopiforsøk. Også bedrifter i Europa prøver å høste fruktene av Ekornes sin suksess, for eksempel ved å kalle møblene sine for Wellness, som likner Ekornes sin Stressless. Ellers bryr ikke Ekornes seg så mye om andre, men har heller fokus på hva de selv kan gjøre for hele tiden å få kostnadene ned. Da er nøklene variantavgrensing, standardisering og effektiv utnyttelse av produksjonsfaktorene – arbeidskraft, maskiner, kapital.

**5. Hva kan Ekornes gjøre for å beskytte seg mot nye aktører i markedet?**

Igjen det samme. De kan gjøre enda bedre det de er gode på i dag. Rendyrke og utvikle merkevarene sine, bygge opp markedsapparatet i flere land, skaffe seg gode og dedikerte forhandlere. Dette siste har de hatt god suksess med. De har sagt opp mange forhandlere og valgt å satse på få og store salgspunkt. Alle som vil selge Ekornesprodukter må gi mye gulvplass til Ekornes-modellene, og installere egne Ekornesstudio, der mange av modellene blir presentert, også de valgmulighetene kundene har mht hudkvaliteter og farger. Ellers må som sagt Ekornes passe på at ingen konkurrenter legger seg for nær deres produkter, og surfer på den innsatsen som Ekornes har lagt ned i de fleste markeder i verden.

**6. I hvilken grad mener du at leverandørene til Ekornes har forhandlingsmakt?**

Ekornes er så store at det vel ikke er noen leverandører som har makt til å få Ekornes til å danse etter sin pipe. Er ikke Ekornes fornøyd med en leverandør, kan den gå over til andre aktører i markedet. Men selvsagt setter Ekornes pris på stabile leverandører som har levert kvalitetsvarer over år. Leverandører har styrke i forhandlinger viss de leverer de varene som Ekornes etterspør, men Ekornes vil neppe godta at styrken/makten blir presset for langt.

**7. Vil det være lett for Ekornes å bytte leverandører?**

Ja, i de fleste varesegmenter finnes det gode, alternative leverandører. Men dette må dere helst snakke med innkjøpsavdelingen til Ekornes for å få full klarhet i.

**8. Med substitutter menes produkter som dekker samme eller tilnærmet samme behov, det vil si produkter som erstatter hverandre. Finnes det, slik du ser det, substitutter til Ekornes sine møbler?**

Det er klart at det finnes mange hvilestoler og –sofaer på markedet som folk kan gjøre seg nytte av. Men Ekornes har greid å skape seg en posisjon i markedet som leverandør av den ultimate velværeopplevelse. Dermed har de klart å knytte merverdier til produktene som andre, kopierende leverandører ikke klarer å matche.

**9. Hvem er de største konkurrentene til Ekornes?**

De største konkurrentene til Ekornes er hvilestolprodusenter på kontinentet og i USA.

**10. Hvilke konkurransefortrinn har Ekornes i forhold til sine konkurrenter? En sterk merkevare, Stressless, høy innovasjonsevne, et velforgrenet og motivert salgsapparat og en rasjonell produksjonslayout.**

**11. IKEA opererer i lavprissegmentet. I hvor stor grad påvirker dette Ekornes?**

IKEA er ikke opplevd som noen utfordrer for Ekornes. IKEA har en annen kundegruppe, og leverer ikke kvalitetsvarer ala Stressless.

**12. Hva tror du er grunnen til at Ekornes gjorde det såpass bra under finanskrisen?**

Grunnen er et veltrimmet produksjonsapparat, og evnen til å tilpasse produksjonskapasiteten etter produksjonstilgangen til en hver tid. En kan si at Ekornes er nokså usentimental når det gjelder disponeringen av arbeidsstyrken. De beholder ikke folk eller produksjonskapasitet dersom der ikke er noe å gjøre.

**13. Ekornes har store kunder som Møbelringen og Skeidar. På hvilken måte har**

**Ekornes sine kunder forhandlingsmakt?** Igjen, der det er alternative tilbydere av samme tjeneste er det den som etterspør tjenesten som har størst makt. Ekornes sa for noen år siden opp leveranseavtalen med Skeidar på hvilestoler. Det beklaget Skeidar sterkt, men Ekornes ville altså konsentrere salgsinnsatsen sin mer. Nå i det siste tror jeg Skeidar har kommet mer inn igjen.

# APPENDIKS C

---

Intervju med konsernsjefen i Ekornes Øyvind Tørle. Intervjuet er gjennomført via e-post.

## **1. Har dere noen spesielle tiltak for å øke trivselen blant de ansatte?**

- Moderne lokaler
- God luftkvalitet
- Temperaturregulering og gode lysforhold
- Påvirkning på egen arbeidssituasjon
- Tilpassede arbeidsplasser
- Inkluderende lederskap – heller enn autoritært
- Uformell dialog mellom ledere og ansatte
- Avlønning delvis basert på egen innsats
- Bonusordning
- Aktivt arbeidsmiljøutvalg
- Aktive avdelingsutvalg
- Tett samarbeid ledelse og tillitsvalgte
- Åpen informasjonspolicy gir involvering og forståelse
- Og mange andre store og små ting

## **2. Mange hevder at de ansatte er enhver virksomhets viktigste ressurs. I hvor stor grad mener du dette utsagnet gjelder for Ekornes-konsernet?**

- Det er treffende for Ekornes

## **3. Hva vil du si er Ekornes sine styrker?**

- Dette er svært omfattende så det blir bare noen eksempler:
- Sterke merkevarer
- Høy kvalitet på produkter
- Moderne produksjon
- Godt markedsapparat og markedskonsept
- Tilstedeværelse i mange markeder
- Godt utbygd distribusjon
- Og mye mer



**4. Hva mener du er Ekornes sine største konkurransefortrinn, og hvordan utnyttes disse strategisk?**

- Merkevarer
- Markedskonsept for øvrig
- Integrasjon mellom produktutvikling, produksjon og markedsapparat
- Mye dyktige ansatte

*“Ekornes er kjent for avansert produksjonsteknologi og for sin engasjerte og høyt kompetente arbeidsstokk”.*

**5. Hva synes du er det viktigste for å motivere de ansatte og få de til å trives med jobben?**

- Gi forståelsen av at den enkelte er en viktig bidragsyter til totaliteten
- La flest mulig oppleve sitt arbeid som meningsfullt og utfordrende

**6. På hvilken måte skiller Ekornes sin produksjonsteknologi seg fra konkurrentenes?**

- Større automatiseringsgrad
- Større komponentproduksjon (lengre verdikjede)

**7. Hvilke satsningsområder er mest interessante for bedriften i fremtiden?**

- Videreutvikling av alt vi holder på med
- Kan ikke gå inn i strategiske planer vi har her som ikke er kommunisert ut

**8. Hva gjør ledelsen for å styrke Ekornes' renommé?**

- Høyt fokus på samfunnsansvar, konkretisert gjennom vår deltagelse i Global Compact
- Aktive i de lokalmiljø hvor vi opererer
- Være ærlige, redelige, troverdige og åpne,

**9. Hvorfor tror du Ekornes klarte seg så bra i finanskrisen?**

- Aktivt markedsarbeid
- Sterke merkevarer
- Relativt skjermet konsumentsegment (veletablerte kunder med god økonomi)

- Hurtig reaksjon på kostnadssiden

**10. Har dere planer om å markedsføre Ekornes i flere land i framtiden?**

- Dette gjøres løpende, og stadig nye blir vurdert og igangsatt
- Ingen konkrete planer om nye markeder i 2011

## APPENDIKS D

Tallmateriale brukt ved estimering av betaverdi.

Dato	Kurs OSEAX	Kursendring OSEAX	Kurs EKO	Kursendring EKO
07.04.06	457,94		133,50	
02.05.06	477,09	4,18 %	133,50	3,75 %
01.06.06	440,92	-7,58 %	130,5	-5,78 %
03.07.06	439,44	-0,34 %	122,25	-6,32 %
01.08.06	441,78	0,53 %	119,00	-2,66 %
01.09.06	445,35	0,81 %	127,00	6,72 %
02.10.06	424,15	-4,76 %	134,00	5,51 %
01.11.06	464,07	9,41 %	140,00	4,48 %
01.12.06	472,52	1,82 %	138,00	-1,43 %
02.01.07	509,28	7,78 %	143,00	3,62 %
01.02.07	528,12	3,70 %	150,00	4,90 %
01.03.07	493,99	-6,46 %	143,00	-0,04 %
02.04.07	521,83	5,64 %	148,00	2,78 %
02.05.07	546,81	4,79 %	150,00	1,35 %
01.06.07	569,34	4,12 %	138,00	-8,00 %
02.07.07	588,81	3,42 %	136,00	-1,45 %
01.08.07	561,26	-4,68 %	127,50	-6,25 %
03.09.07	550,46	-1,92 %	117,50	-7,84 %
01.10.07	576,21	4,68 %	111,50	-5,10 %
01.11.07	588,66	2,16 %	112,50	0,90 %
03.12.07	567,65	-3,57 %	90,00	-20,00 %
02.01.08	570,15	0,44 %	95,50	6,11 %
01.02.08	469,96	-17,57 %	92,75	-2,88 %
03.03.08	487,58	3,75 %	92,75	0,00 %
01.04.08	484,89	-0,55 %	95,00	2,43 %
02.05.08	550,24	13,48 %	92,25	-2,89 %
02.06.08	574,29	4,37 %	87,00	-5,69 %
01.07.08	528,46	-7,98 %	77,75	-10,63 %
01.08.08	479,67	-9,23 %	77,00	-0,96 %
01.09.08	483,97	0,90 %	87,00	12,99 %
01.10.08	365,40	-24,50 %	79,00	-9,20 %
03.11.08	305,55	-16,38 %	72,00	-8,86 %
01.12.08	247,68	-18,94 %	69,50	-3,47 %
02.01.09	285,18	15,14 %	68,00	-2,16 %
02.02.09	264,15	-7,38 %	63,00	-7,35 %
02.03.09	249,20	-5,66 %	65,00	3,17 %
01.04.09	271,00	8,75 %	63,50	-2,31 %

04.05.09	313,47	15,67 %	80,00	25,98 %
02.06.09	356,48	13,72 %	85,50	6,88 %
01.07.09	338,30	-5,10 %	85,00	-0,58 %
03.08.09	356,06	5,25 %	87,50	2,94 %
01.09.09	347,15	-2,50 %	95,00	8,57 %
01.10.09	365,30	5,23 %	98,00	3,16 %
02.11.09	381,25	4,37 %	103,00	5,10 %
01.12.09	406,16	6,53 %	123,00	19,42 %
04.01.10	429,51	5,75 %	121,00	-1,63 %
01.02.10	409,94	-4,56 %	128,00	5,79 %
01.03.10	406,52	-0,83 %	141,00	10,16 %
06.04.10	434,62	6,91 %	131,00	-7,09 %
03.05.10	436,06	0,33 %	135,00	3,05 %
01.06.10	396,54	-9,06 %	132,00	-2,22 %
01.07.10	367,63	-7,29 %	125,00	-5,30 %
02.08.10	416,19	13,21 %	134,00	7,20 %
01.09.10	407,50	-2,09 %	146,00	8,96 %
01.10.10	425,32	4,37 %	143,00	-2,05 %
01.11.10	450,56	5,93 %	155,00	8,39 %
01.12.10	450,11	-0,10 %	140,00	-9,68 %
03.01.11	490,16	8,90 %	159,00	13,57 %
01.02.11	494,57	0,90 %	143,50	-9,75 %
01.03.11	496,54	0,40 %	148,50	3,48 %
01.04.11	507,93	2,29 %	150,00	1,01 %