



# Handelshøyskolen BI

## BTH 36201 Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bachelor thesis 100% - W

### Predefinert informasjon

Startdato:	10-01-2022 09:00	Termin:	202210
Sluttdato:	03-06-2022 12:00	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	D		
Flowkode:	202210  10374  IN17  W  D		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

### Deltaker

Navn: Fredrik Robøle Ellefsen

### Informasjon fra deltaker

Tittel \*: En fundamental verdsettelse av Foodtech Industri AS

Navn på veileder \*: Tor Tangenes

Inneholder besvarelsen konfidensielt materiale?: Nei  
Kan besvarelsen offentliggjøres?: Ja

### Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)  
Gruppenummer: 34  
Andre medlemmer i gruppen: Deltakeren har innlevert i en enkeltmannsgruppe

# Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av Foodtech Industri AS



Eksamenskode og Navn:

BTH 3260 – Bacheloroppgave Økonomi & Administrasjon

Utleveringsdato:

10.01.2022

Innleveringsdato:

01.06.2022

Stuedsted:

Handelshøyskolen BI Nydalen

## **Forord**

Denne bacheloroppgaven markerer avslutningen på en spennende og lærerik bachelor i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI Nydalen.

Opgaven er skrevet i samarbeid med Foodtech Gruppen AS. Selskapet har gitt meg tilgang til informasjon og regnskapstall som har vært nødvendig for analysene, mens det er jeg som står for analysene og vurderinger som har blitt trukket under oppgaven. Foodtech Gruppen AS kan derfor ikke holdes ansvarlig for konklusjoner og verdivurderingen i sin helhet. Jeg takker for samarbeidet med selskapet og for muligheten til å gjennomføre en verdivurdering av deres selskap.

Opgaven tar for seg et av datterselskapene til Gruppen, Foodtech Industri AS. Verdivurderingen baserer seg i all hovedsak på informasjon som jeg har tilegnet av kurs under mitt bachelorstudie. Arbeidet har vært svært lærerikt og arbeidskrevende prosess hvor jeg har fått muligheten til å anvende verdsettelsesteori i praksis.

Jeg vil også rette en stor takk til Tor Tangens, dosent ved institutt for regnskap, revisjon og foretaksøkonomi ved Handelshøyskolen BI, som har gitt meg meget gode retningslinjer for utførelsen av oppgaven.

## Sammendrag

Formålet med oppgaven er å estimere den fundamentale verdien til Foodtech Industri AS. Foodtech Industri sin drift består av prosjektering og levering av produksjonsutstyr, komplette produksjonslinjer, service og tjenester til bakeri- og matindustrien. Selskapet er en del av konsernet Foodtech Gruppen AS. Følgende problemstilling for oppgaven er:

*«Hva er den fundamentale verdien av Foodtech Industri per 31.012.2020?»*

For å besvare problemstillingen på en tilfredsstillende måte starter jeg med å presentere både Foodtech Industri og matindustrien. Videre gjennomfører jeg en strategisk analyse av både de eksterne og interne påvirkningsfaktorene for Foodtech Industri og bransjen i sin helhet. Den eksterne analysen består av å presentere utsiktene for den nasjonale og internasjonale økonomien samt å gjennomføre en PESTEL-analyse og Porters fem krefter. Fra disse analysene fremkommer det viktige momenter for bransjen som; den teknologiske utviklingen som har fokus på bærekraft og at det forekommer usikkerhet rundt den internasjonale økonomien. Under den interne analysen gjennomfører jeg en VRIO-analyse. Her blir ressurser som et godt markedsomdømme og kunnskapsrike arbeidere vurdert i form av om de skaper et konkurransefortrinn. Resultatene fra regnskapsanalysen fremviser at Foodtech Industri har en god soliditet, en solid likviditet samt lønnsomhet.

Etter å ha gjennomført disse analysene er jeg klar for å estimere fremtidige kontantstrømmer og estimere den fundamentale verdien. Jeg har benyttet meg av to kontantstrømbaserte metoder, totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden, og en resultatbasert metode, residualinntektsmetoden. Alle metodene blir neddiskontert med et avkastningskrav på 10,6 prosent, som jeg estimerte ved å benytte meg av en integrert risikoanalyse. Denne analysen baserer seg hovedsakelig på informasjon fra den strategiske analysen. Etter å ha gjennomført beregningene forekom det svært liten forskjell mellom de ulike metodene. Med dette til grunn benyttet jeg meg av residualinntektsmetoden som hovedmodell og fikk en fundamentalverdi på **kr 137 638 459**. Grunnet usikkerhet rundt resultatet gjennomførte jeg en sensitivitetsanalyse, scenarioanalyse og en Monte Carlo simulering. Her så jeg på hvilken effekt endringer i nøkkeltall, som avkastningskravet og terminalveksten, har på resultatet.

## Innholdsfortegnelse

<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1 FORMÅL .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2 PROBLEMSTILLING.....</b>	<b>1</b>
<b>1.3 AVGRENSNINGER OG BEGRENŚINGER .....</b>	<b>1</b>
<b>1.4 OPPGAVENS OPPBYGNING .....</b>	<b>2</b>
<b>2. OM SELSKAP OG BRANSJE.....</b>	<b>3</b>
<b>2.1 HISTORIE.....</b>	<b>3</b>
<b>2.2. BRANSJE .....</b>	<b>4</b>
<b>3. TEORETISK FORANKRING.....</b>	<b>5</b>
<b>3.1 ÅRSAKER TIL KONKURRANSEKRAFT.....</b>	<b>5</b>
3.1.1 <i>Posisjoneringsskolen .....</i>	<i>6</i>
3.1.2 <i>Det ressursbaserte synet.....</i>	<i>6</i>
<b>3.2 VERDIBEGREPET.....</b>	<b>7</b>
<b>3.3 KAPITALVERDIMODELLENS BEGRENŚNINGER .....</b>	<b>8</b>
<b>3.4 REALOPJSJONSTEORI.....</b>	<b>9</b>
<b>4. UTREDNINGSMETODE.....</b>	<b>9</b>
<b>4.1 FORBEREDELSE .....</b>	<b>10</b>
4.1.1 <i>Formål .....</i>	<i>10</i>
4.1.2 <i>Tilnærming.....</i>	<i>11</i>
<b>4.2 DATAINNSAMLING .....</b>	<b>11</b>
4.2.1 <i>Forskningsstrategi.....</i>	<i>11</i>
4.2.2 <i>Datagrunnlag.....</i>	<i>12</i>
<b>4.3 DATAANALYSE .....</b>	<b>12</b>
4.3.1 <i>Analyseverktøy.....</i>	<i>12</i>
4.3.2 <i>Metodologiske kvaliteter og begrensninger.....</i>	<i>13</i>
<b>5. FINANSIELL METODE .....</b>	<b>14</b>
<b>5.1 VERDSETTINGSMETODER .....</b>	<b>14</b>
5.1.1 <i>Kontantstrømbaserte metoder.....</i>	<i>15</i>
5.1.2 <i>Resultatbasert metode.....</i>	<i>18</i>
<b>5.2 TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV .....</b>	<b>19</b>
5.2.1 <i>Egenkapitalens avkastningskrav.....</i>	<i>19</i>
5.2.2 <i>Beregning av totalkapitalens avkastningskrav .....</i>	<i>26</i>
<b>5.3 KONSISTENSBETINGELSER.....</b>	<b>26</b>
<b>6. REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>27</b>
<b>6.1 LØNNSOMHETSANALYSE.....</b>	<b>27</b>
6.1.1 <i>Totalkapitalrentabilitet .....</i>	<i>27</i>
6.1.2 <i>Kapitalens omløpshastighet.....</i>	<i>28</i>
6.1.3 <i>Resultatgrad.....</i>	<i>29</i>
6.1.4 <i>Egenkapitalrentabilitet .....</i>	<i>31</i>
<b>6.2 LIKVIDITETS OG SOLIDITETSANALYSE .....</b>	<b>32</b>
6.2.1 <i>Likviditetsgrad 1 .....</i>	<i>32</i>
6.2.2 <i>Egenkapitalprosent .....</i>	<i>33</i>
6.2.3 <i>Langsiktig gjeldsgrad .....</i>	<i>34</i>

<b>7. STRATEGISKE ANALYSER.....</b>	<b>35</b>
<b>7.1 MAKROANALYSER.....</b>	<b>36</b>
7.1.1 <i>Inflasjon, rentenivå og valutakurser.....</i>	36
7.1.2 <i>Utvikling i nasjonal økonomi.....</i>	39
7.1.3 <i>Utvikling i internasjonal økonomi.....</i>	42
<b>7.2 PESTEL.....</b>	<b>43</b>
<b>7.3 PORTERS FEM KREFTER.....</b>	<b>46</b>
<b>7.4 VRIO – RAMMEVERK.....</b>	<b>48</b>
<b>7.5 SWOT.....</b>	<b>50</b>
<b>8. SPESIFISERING AV DATA.....</b>	<b>51</b>
<b>8.1 DRIFTSINTEKTER.....</b>	<b>51</b>
<b>8.2 VAREKOSTNADER OG ANDRE DRIFTSKOSTNADER.....</b>	<b>52</b>
<b>8.3 LØNNSKOSTNADER.....</b>	<b>52</b>
<b>8.4 RESTERENDE KOSTNADER OG INVESTERINGER.....</b>	<b>53</b>
<b>8.5 ARBEIDSKAPITAL.....</b>	<b>54</b>
<b>8.6 EGENKAPITAL.....</b>	<b>56</b>
<b>9. VERDIVURDERING.....</b>	<b>57</b>
<b>9.1 TOTALKAPITALMETODEN.....</b>	<b>57</b>
<b>9.2 EGENKAPITALMETODEN.....</b>	<b>58</b>
<b>9.3 RESIDUALINNTÉKT METODEN.....</b>	<b>58</b>
<b>10. USIKKERHETSBE­TRAKTNINGER.....</b>	<b>59</b>
<b>10.1 SENSITIVITETSANALYSE.....</b>	<b>59</b>
<b>10.2 SCENARIOANALYSE.....</b>	<b>60</b>
<b>10.3 MONTE CARLO SIMULERING.....</b>	<b>62</b>
<b>11. DRØFTING AV ANALYSERESULTATENE.....</b>	<b>63</b>
<b>12. KONKLUSJON.....</b>	<b>65</b>
<b>13. KRITIKK AV ANALYSEN.....</b>	<b>66</b>
<b>14. REFERANSELISTE.....</b>	<b>67</b>
<b>14.1 LITTERATUR OG ARTIKLER.....</b>	<b>67</b>
<b>14.2 INTERNETT.....</b>	<b>69</b>
<b>15. VEDLEGG.....</b>	<b>74</b>

## Figuroversikt

Figur 1: Illustrasjon av oppbygning.....	2
Figur 2: Foodtech Gruppen AS sin omsetning (2011 – 2020).....	3
Figur 3: Omsetning Foodtech Industri AS (2011 – 2020).....	4
Figur 4: Sysselsetting i norsk industri etter industrisektor (NIBIO, 2021 s. 26).....	4
Figur 5: Totalkapitalrentabilitetens utvikling (2016 – 2020).....	28
Figur 6: Kapitalens omløpshastighet utvikling (2016 – 2020).....	29
Figur 7: Resultatgradens utvikling (2015 – 2016).....	30
Figur 8: Egenkapitalrentabilitets utvikling (2016 – 2020).....	31
Figur 9: Likviditetsgrad 1 utvikling (2015 – 2020).....	32
Figur 10: Egenkapitalprosentens utvikling (2015 – 2020).....	33
Figur 11: Langsiktig gjeldsgrads utvikling (2015 – 2020).....	34
Figur 12: Tolvmånedersvekst for KPI (Bache, 2022, s. 34 ).....	36
Figur 13: KPI-JAE anslag (Bache, 2022, s. 41).....	37
Figur 14: Utvikling i norske kroner per euro og dollar (NOU 2021:5, s. 164).....	38
Figur 15: BNP for Fastlands-Norge (Bache, 2022, s. 22).....	39
Figur 16: Antall registrerte arbeidsledige (NAV, 2022).....	40
Figur 17: Lønnsvekst anslag (Bache, 2022, s. 33).....	41
Figur 18: Sensitivitetsanalyse – Endring i WACC.....	60
Figur 19: Monte Carlo simulering.....	62

## Formeloversikt

Formel 1: Kapitalverdimodellen.....	8
Formel 2: Kontantstrøm til totalkapitalen.....	15
Formel 3: Selskapsverdi ved totalkapitalmetoden.....	16
Formel 4: Kontantstrøm til egenkapitalen.....	16
Formel 5: Egenkapitalverdi ved egenkapitalmetoden.....	17
Formel 6: Gordons formel.....	17
Formel 7: Nåverdi for terminalleddet.....	17
Formel 8: Residualinntektsmetoden.....	18
Formel 9: Terminalpremie.....	18
Formel 10: Nåverdi av terminalpremien.....	19
Formel 11: Totalkapitalens avkastningskrav.....	19
Formel 12: Egenkapitalens Beta.....	24
Formel 13: Totalkapitalrentabilitet.....	28
Formel 14: Kapitalens omløpshastighet.....	29
Formel 15: Resultatgrad.....	30
Formel 16: Egenkapitalrentabilitet.....	31
Formel 17: Likviditetsgrad 1.....	32
Formel 18: Egenkapitalprosent.....	33
Formel 19: Langsiktig gjeldsgrad.....	34

## Tabelloversikt

Tabell 1: Risikoklassifisering .....	25
Tabell 2: Beregning av risikotillegg .....	25
Tabell 3: Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen .....	26
Tabell 4: Gjeldsandel FTI.....	26
Tabell 5: SWOT analyse.....	50
Tabell 6: Utvikling i driftsinntekter .....	51
Tabell 7: Utvikling i varekostnader og andre driftskostnader .....	52
Tabell 8: Utvikling i resterende kostnader.....	53
Tabell 9: Utvikling i arbeidskapital .....	54
Tabell 10: Dekomponert arbeidskapital.....	54
Tabell 11: Fremtidig arbeidskapital.....	55
Tabell 12: Utvikling egenkapital .....	56
Tabell 13: Fremtidig egenkapital.....	56
Tabell 14: Totalkapitalmetoden .....	57
Tabell 15: Egenkapitalmetoden .....	58
Tabell 16: Residualinntektsmetoden.....	58
Tabell 17: Sensitivitetsanalyse – Endringer i WACC og terminalvekst.....	59
Tabell 18: Scenarioanalyse .....	61



## 1. Innledning

Denne bacheloroppgaven omhandler en fundamental verdsettelse av aksjeselskapet Foodtech Industri AS. Oppgaven starter med en fremleggelse av oppgavens formål, problemstilling, samt en presentasjon av avgrensninger og begrensninger.

### 1.1 Formål

Oppgavens hensikt er å gjøre en verdivurdering av et av selskapene som utgjør Foodtech Gruppen AS (FTG), nemlig Foodtech Industri AS (FTI). Formålet med oppgaven er å estimere den fundamentale verdien av FTI. Verdsettelsen i denne oppgaven baserer seg hovedsakelig på historiske regnskapstall, men det blir også gjennomført strategiske analyser. Dette vil utgjøre grunnlaget for fremtidsprognosene som blir utarbeidet i oppgaven. For å verdsette selskapet vil jeg benytte meg av tre ulike metoder, totalkapitalmetoden, egenkapitalmetoden og residualinntekt metoden

### 1.2 Problemstilling

Etter en samtale med daglig leder av FTG, ble det tydelig at det var ønskelig med en verdsettelses oppgave av FTI. Dette er hovedsakelig på grunn av nykommen ekstern interesse ovenfor selskapet. Det har i de siste årene kommet mere interesse fra utenlandske aktører ovenfor datterselskapet, og dermed synes daglig leder at dette hadde vært interessant. Samtidig har eierne selv aldri fått en verdivurdering av selskapet. Med dette til grunn, ble det dermed formulert følgende problemstilling for oppgaven: «*Hva er den fundamentale verdien av Foodtech Industri per 31.012.2020?*»

### 1.3 Avgrensninger og begrensninger

Oppgaven blir begrenset til å verdsette kun ett av datterselskapene til FTG, og dette er hovedsakelig på grunn av omfanget av en verdsettelse av hele FTG hadde vært for stor for en bacheloroppgave. En fullstendig verdsettelse FTG ville innebære å verdsette alle datterselskapene til konsernet, og på grunn av oppgavens generelle- og tidsbegrensninger ville det ikke være mulig å gjennomføre en omfattende verdsettelse av hele konsernet. Videre er FTI ett ikke-børsnotert selskap, og i markedet deres finnes det heller ikke noen tilsvarende børsnoterte selskaper. Dermed blir deler av verdsettelsen basert på fortløpende forutsetninger og skjønnsmessige analyser. Eksempelvis baserer avkastningskravet seg på en skjønnsmessig analyse, kalt integrert risikoanalyse.

Oppgaven blir avgrenset til å finne den fundamentale verdien av selskapet per 31.12.2020. Dette er på grunn av informasjons tilgjengeligheten i form av regnskapstall, og relevans. Resultatregnskapet til FTI for 2021 vil ikke bli ferdig revidert før slutten av april/mai, og dette gjelder for samtlige konkurrenter. Videre, på grunn av oppkjøp og bransje endring, har jeg valgt å forholde meg til alle tilgjengelige årene etter 2015. Disse endringene blir bedre belyst senere i oppgaven. Dermed ble det en selvstendig avgjørelse på å forholde seg til de historiske regnskapstallene i perioden 2015 – 2020, og finne den fundamentale verdien per 31.12.2020.

## 1.4 Oppgavens oppbygning

Under foreligger det en figur hvor det er en illustrasjon av oppgavens oppbygning, og dette er for å enklere klargjøre oppgavens struktur ovenfor leseren.

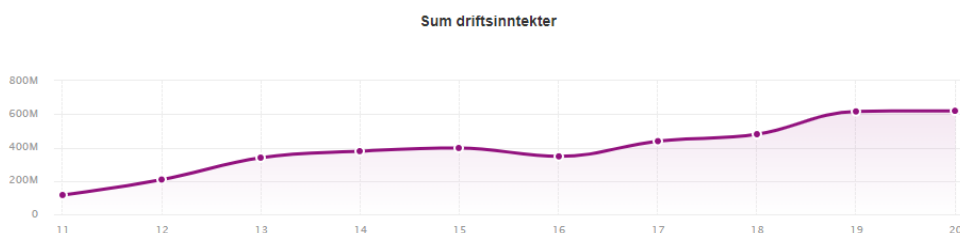


Figur 1: Illustrasjon av oppbygning

## 2. Om selskap og bransje

### 2.1 Historie

Foodtech Gruppen AS sin historie startet i 1990, hvor selskapet ble etablert under navnet HE Teknisk AS. Dette var det eneste selskapet i konsernet og kjernedriften besto av leveranse av maskiner og utstyr til bakeriindustrien. Åtte år fremover foretar HE Teknisk ett oppkjøp av Interkoba og det skjer ett navneskifte i sammenheng med dette i 2000. HE Teknisk AS går over til å bli Foodtech Gruppen AS, samtidig blir det etablert to datter selskaper, Foodtech Bakeri og Industri AS og Foodtech Interiør og Storkjøkken AS. FTG sier selv at de driver med storkjøkkenutstyr, innredning og disketter for eksponering av salg av mat, samt produksjonsutstyr for bakeri- og matindustri (Foodtech Gruppen, u.å.). Gruppen har hatt en relativ stabil omsetning fra perioden 2011 – 2017, og i 2017 ser vi at de har hatt en god og stabil vekst i deres omsetninger.

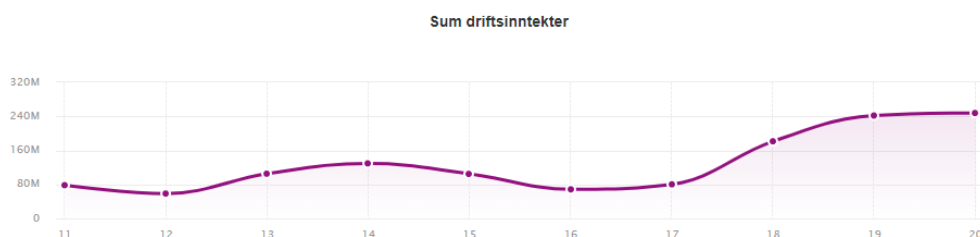


Figur 2: Foodtech Gruppen AS sin omsetning (2011 – 2020)

Verdsettelsesobjektet for denne oppgaven er et av datterselskapene i konsernet, Foodtech Industri AS. Fra 2000 opererte selskapet under navnet Foodtech Bakeri og Industri AS (FBI). I 2015 foretok FBI ett oppkjøp av selskapet BWL Maskin AS. Dette var hovedsakelig på grunn av et ønske om å utvide sitt eget sortiment, samtidig som at de nå hadde kompetanse for å dekke hele matindustrien. Med tanke på denne endringen, var det hensiktsmessig med et navneskifte i 2019 til navnet de opererer under i dag, Foodtech Industri AS.

FTI sin drift består av prosjektering og levering av produksjonsutstyr, komplette produksjonslinjer, service og tjenester til bakeri- og matindustrien (Foodtech Industri, u.å.). De har et stort spekter av agenturer på prosessutstyr for matproduksjon og selskapet har blitt omtalt som markedsledende innenfor levering av teknisk utstyr for matprosessering i Norge (Oaklin, u.å.). Gjennom historien har FTI etablert gode kunderelasjoner, hvor noen av disse er Orkla, Nortura, Tine samt Bakehuset. Per dags dato har FTI i totalt 37 ansatte og dette inkluderer alt fra selgere til teknikere.

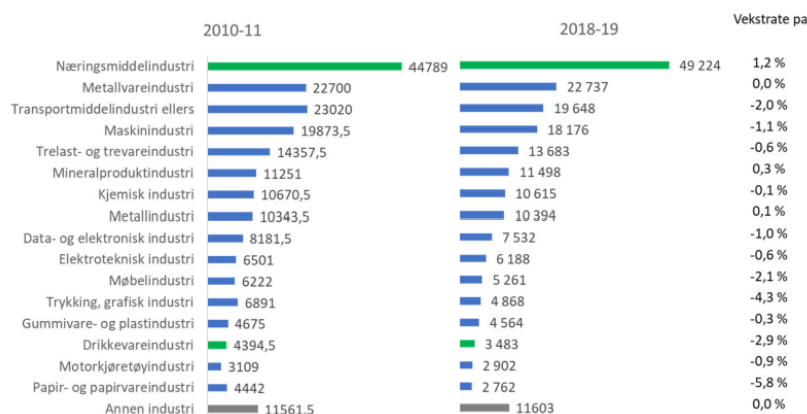
At FTI er omtalt som markedsledende er noe som gjenspeiles i deres omsetning. Her ser vi en stabil økende vekst fra perioden 2011- 2020. Dette blir forklart i mere detalj i kapittel 6.



Figur 3: Omsetning Foodtech Industri AS (2011 – 2020)

## 2.2. Bransje

Som nevnt i forrige delkapittel er FTI leverandør av teknisk løsning for matproduksjon i Norge. Matindustrien er Norges nest største fastlandsindustri etter verkstedindustrien (NIBIO, u.å.). Industrien er sammensatt av svært forskjellige aktører, fra store børsnoterte selskaper til mindre enkeltmannsforetak. Matindustrien omhandler alt fra sjø- og kjøttvarer til bakeri og er dermed en meget omfattende industri med mange aspekter. I 2018 sto matindustrien for 26 prosent av det samlede driftsresultatet for norsk industri og industrien sto for 19 prosent av verdiskapningen (NIBIO, 2021 s. 26). I det samme året var den samlede sysselsettingen på ca. 52 000 sysselsatte, og sysselsettingen har hatt en økende trend i tiårs perioden. I figur 4 blir denne trenden visualisert. Ett viktig moment for figuren er at matindustrien er sammensatt av næringsmiddelindustrien og drikkevareindustrien som er markert i grønt.



Figur 4: Sysselsetting i norsk industri etter industrisektor (NIBIO, 2021 s. 26)

I senere tid har det oppstått flere hendelser som har påvirket matindustrien og fått oss til å fokusere mere på hvordan vi er i stand til å håndtere selvforsyningen under kriser. Under korona pandemien ble det satt fokus på Norges egen evne til selvforsyning, når det forekommer strenge grenser og eksportrestriksjoner. I dag har Norge en selvforsyningsgrad på 45 prosent (Dybal, 2020). Dette innebærer at vi er i stand til å brødfø 45 prosent av den norske befolkningen med egen matproduksjon, og at vi dermed er avhengig av matimporten. Samtidig har krigen i Ukraina skapt usikkerhet rundt industrien i hele verden. Dette er hovedsakelig på grunn av at Russland og Ukraina står for en fjerdedel av verdens matkorneksport (Regjeringen, 2022).

Som følge av dette skal regjeringen komme med en aktiv næringspolitikk på landbruks- og sjømatområdet samt å øke verdiskapningen i næringen (Regjeringen, 2021, s. 4). Dette innebærer at det blir gjort tiltak for at industrien i sin helhet ikke vil bli alt for negativt påvirket av uforutsette hendelser som skjer i verden. Dette er forhold som vi vil se nærmere på under de strategiske analysene som vi finner i kapittel 7 i oppgaven.

### **3. Teoretisk forankring**

#### **3.1 Årsaker til konkurransekraft**

Strategi innebærer hvordan en virksomhet klarer å forflytte sin nåværende konkurranseposisjon til en sterke en. Denne forflytningen skjer når virksomheten forbedrer sin konkurransekraft. Det finnes dessverre ikke noe eksakt definisjon på konkurransekraft. Årsaken er grunnen til kompleksiteten til begrepet. Samtidig kan det heller ikke bli sett på som en faktor, men heller hvordan en virksomhet klarer å binde sammen de ulike rollene i virksomheten (Feurer & Chaharbaghi, 1994).

Når vi skal forklare en virksomhets konkurransekraft ser vi hovedsakelig på to ulike forklaringsmodeller; posisjoneringsskolen og det ressursbaserte synet (Gjønnnes & Tangenes, 2019, s. 319).

### 3.1.1 Posisjoneringskolen

Posisjoneringskolen postulerer at langvarige og overlegne prestasjoner primært er et spørsmål om å kartlegge og utnytte fordelaktige bransjekarakteristika (Tangenes, 2010). Vi kan dermed si at denne modellen forklarer konkurransekraft «utenfra og inn». Et viktig moment er at posisjoneringskolen bygger på to forutsetninger. For det første forutsettes det at virksomheter i samme bransje har identiske strategiske ressurser og strategier som de følger. For det andre finnes det ikke heterogene ressurser over tid, og det er på grunn av at det forutsettes en høy grad av ressursmobilitet.

Det finnes to analyser innenfor posisjoneringskolen; SCP-rammeverket og Porters fem krefter. SCP-rammeverket hevder at bransjestrukturer er avgjørende for hvilken strategi som de ulike virksomhetene i bransjen velger. Porters fem krefter hevder at det er fem krefter som påvirker lønnsomheten i en bransje. De fem forskjellige kreftene er trussel fra nyetableringer, kundenes forhandlingskraft, trussel fra substitutter, leverandørens forhandlingskraft og rivalisering mellom konkurrenter. «*Jo sterkere hver av disse kreftene er, jo dårligere er bransjens lønnsomhetspotensial*» (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 309).

### 3.1.2 Det ressursbaserte synet

Det ressursbaserte synet (RVB) omhandler en virksomhets ressurser og kapabiliteter, og hvordan de kan anvendes for å skape konkurransefortrinn. RBV er med på å forklare hvorfor noen virksomheter i bransjen utkonkurrerer sine konkurrenter. Det forekommer to kritiske antagelser for RBV. Den første antagelsen omhandler ressursheterogenitet. Dette innebærer at virksomheter kan ha ulike ressurser eller kapabiliteter selv om de operer i samme bransje. Den andre antagelsen omhandler ressurs immobilitet. Dette innebærer at ressurs- eller kapabilitetsforskjellene mellom virksomhetene kan vare en god stund, det er fordi det kan være kostbart for andre virksomheter å anskaffe seg disse (Barney, 1991, s. 99 – 117).

For å analysere og kartlegge de forskjellige ressursene og kapabilitetene kan vi benytte oss av VRIO-analysen til Jay B. Barney (1991). VRIO står for (V) verdifull, (R) sjelden, (I) ikke-imiterbar og (O) utnyttet. Modellen måler i hvor stor grad ressursen eller kapabiliteten oppfyller de forskjellige parameterne i modellen.

Et moment ved RBV logikken er at den antyder at det ikke er kun ledelsens ansvar for å skape et konkurransefortrinn, men det er alle ansatte i virksomheten. Samtidig antyder RBV logikken at ressurser som organisasjonskultur og teamarbeid ikke kun er verdifulle, men de kan også være en kilde for vedvarende konkurransefortrinn (Barney, 2015, s. 115).

### 3.2 Verdibegrepet

Begrepet «verdsettelse» gir oss en oppfatning på at det benyttes ulike verdsettelsesteknikker eller -metoder for å fastsette en bestemt verdi. Et viktig aspekt ved dette er at man skiller mellom «pris» og «verdi». Den som kjøper ett formuesobjekt, betaler en viss sum og dette er prisen på formuesobjektet. Dermed er pris en observerbar størrelse, og dette kan være den fast satte prisen på formuesobjektet (Dyrnes, 2011, s. 80). Verdien for dette formuesobjektet derimot, handler om flere faktorer. Verdien avhenger av kjøperens oppfatning av objektet og dermed vil verdien i utgangspunktet være en subjektiv størrelse. Begrepet «verdi» må dermed forsås i første omgang som en subjektiv verdioppfatning (Dyrnes, 2011, s. 80).

Problemstillingen i denne oppgaven handler om å finne den fundamentale verdien av selskapet. For å besvare denne problemstillingen er vi nødt til å finne utgangspunktet for verdsettelsen og dette innebærer å finne de grunnleggende forutsetningene for hva verdsettelsen skal være. Et spørsmål som er sterkt knyttet opp med dette er: «Verdi for hvem» (Dyrnes, 2011, s. 92). Dyrnes baserer sine tre verdsettelses grunnlag på IVSC (International Valuation Standards Council) sine tre verdigrunnlag.

Det første grunnlaget handler om «åpen markedsverdi». Dette innebærer den sannsynlige prisen som ville blitt betalt i en hypotetisk transaksjon i et åpent og fritt marked. I dette tilfellet vil det forekomme forskjellige priser basert på hvilket marked vi er i. Dermed kan det samme formuesobjektet ha flere forskjellige priser (Dyrnes, 2011, s. 93). Det andre grunnlaget, «lukket transaksjonsverdi», gir et estimat på prisen som vil være rimelig i en transaksjon mellom to parter eller en begrenset gruppe aktører. Her kan prisen på formuesobjektet variere hvis det er spesielle hensyn som begge parter har blitt enig å ta hensyn om. Dermed vil man benytte dette grunnlaget når det ikke er rimelig å ha en åpen markedsverdi (Dyrnes, 2011, s. 93).

Det siste grunnlaget er «eierverdi». Dette innebærer den verdien det er å ha eiendomsretten over formuesobjektet for en gitt aktør. Dermed ligger verdigrunnlaget ved det å eie verdsettelsesobjektet og ikke som et resultat av hva det kunne ha blitt solgt for (Dyrnes, 2011, s. 94).

Når meglerhus verdsetter ulike objekter, sitter alle med den samme informasjonen. Likevel vil ulike meglerhus ha ulike anbefalinger og noen kan ha en salgsanbefaling mens andre kan ha en kjøpsanbefaling. Dermed ser vi viktigheten av hvordan vi velger å bruke og tolke den informasjonen som er tilgjengelig.

### 3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger

Ved verddivurdering av et selskap er det viktig å beregne et avkastningskrav for bedriften. Avkastningskravet skal reflektere den risikoen en investor vil ha ved å investere i bedriften. Den mest brukte modellen for å beregne avkastningskravet er kapitalverdimodellen (KVM) og den matematiske formuleringen er slik:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

$E(R_i)$ : Forventet avkastning til eiendelen

$R_f$ : Risikofri rente

$\beta_i$ : Systematisk risiko til eiendelen (beta verdi)

$E(R_m)$ : Markedsporteføljens forventede avkastning

*Formel 1: Kapitalverdimodellen*

KVM er en enkel modell som tilsier at forventet avkastning er risikofri rente pluss et påslag som reflekterer mengden av systematisk risiko og markedets gjeldende avkastningskrav for å påta seg systematisk risiko (Norli, 2011). Selv om dette er den mest brukte modell i praksis, er det fortsatt flere faktorer som modellen ikke forklarer. Eksempelvis forklarer ikke modellen tverrsnittsvariasjonen i observerte avkastningskrav, noe som ikke kun kan forklares av betaverdien. Modellen blir dermed for enkel og baserer seg på urealistiske forutsetninger som har lite empirisk støtte. Studier fra Fama og French (1993) konkluderte med at KVM ikke kom med tilfredsstillende resultater og de presenterte dermed en ny modell for beregningen av avkastningskravet.



Selv om modellen til Fama og French (1993) fanger opp mere av variasjonen i avkastningen enn det KVM gjør er det fortsatt KVM som blir mest benyttet i praksis. Dette skyldes trolig fordi Fama og Frenchs modell ikke gir noe markant endring i avkastningskrav sammenlignet med KVM, samtidig som at KVM er en lettere modell å implementere i praksis (Norli, 2011).

### **3.4 Realopsjonsteori**

En av de mest typiske verdsettelsesmetodene er å neddiskontere en fremtidig kontantstrøm og finne nåverdien av dette. Når vi benytter denne metoden forekommer det stor usikker, dette skyldes av at det er svært krevende å forutse fremtidige kontantstrømmer. Samtidig mister vi et viktig moment ved å benytte denne metoden. Det momentet omhandler verdien av fleksibilitet som en bedrift kan ha. Det er dette som er realopsjonene til bedrifter, og Kalstad og Møller (2016) har dele det inn i tre hoveddeler:

- Muligheten til å utsette prosjekter
- Muligheten til å ekspandere ett prosjekt
- Muligheten til å avhende et prosjekt

De aller fleste virksomheter opererer i virksomheter der realopsjoner vil forekomme (Kalstad & Møller, 2016, s. 267). Samtidig er det viktig å ta til betraktning at opsjonselementet til virksomheter som opererer i stabile bransjer vil ha en begrenset verdi. Dermed vil det være viktig å verdsette opsjonene når virksomheten står ovenfor stor usikkerhet. En viktig ting å påpeke når man verdsetter opsjoner, er at man ikke inkluderer verdier som allerede er tatt i betraktning i nåverdiberegningen til virksomheten.

## **4. Utredningsmetode**

Formålet med dette kapitlet er å beskrive forskningsmetoden som jeg har benyttet meg av under denne oppgaven. Forskningsdesignet skal fremvise hva og hvem som skal undersøkes, og hvordan dette gjennomføres (Johannessen et al., 2020, s. 259). Forskningsdesignet er dermed rammeverket av metoder, analyser og teknikker som jeg benytter meg av under denne oppgaven.

Metodekapittelet skal videre skape en forståelse om hvordan jeg har kommet frem til svaret mitt på problemstillingen ved hjelp av forskningsprosessen. Denne prosessen går over fire faser; 1) forberedelse, 2) datainnsamling, 3) dataanalyse og 4) rapportering (Johannessen et al., 2020, s. 23). De tre første fasene blir beskrevet i dette kapittelet mens rapporteringen kan anses som oppgaven i sin helhet.

#### **4.1 Forberedelse**

I forberedelsesfasen anskaffet jeg meg kunnskap om felter jeg ønsket å analysere. Dette innebærer å ta stilling til formål, forskningsdesign og for å konkretisere problemstillingen. Etter samtaler med dagligleder av Foodtech Gruppen kom det tydelig frem et ønske om en verdsettelses rapport. Etter å ha tidligere gjennomført valget «Finansiell analyse og verdsettelse» var dette et komfortabelt tema å skrive om. Dermed begynte jeg med å anskaffe meg mere kunnskap på dette området, og dette var ved et litteratursøk. Litteratursøket innebar i første steg å lese igjennom artikler som ble utlevert samt å lese gjennom bøker som «Verdivurdering» av Yngve Kalstad og Bjarne Møller og «Verdsettelse i teori og praksis» av Gunnar Dahl m.m. I tillegg ble det publisert gode verdsettelsesoppgaver av min veileder Tor Tanges og dette hjalp ytterligere med å innhente relevant litteratur.

##### *4.1.1 Formål*

Formålet med denne oppgaven er å gi eierne av Foodtech Gruppen et innblikk i hva den fundamentale verdien av Foodtech Industri er. Dette gjøres ved hjelp av en fundamental verdsettelse. Jeg forsøker i denne oppgaven å forutsi fremtidige scenarioer gjennom en undersøkelse og undersøkelsen kan kategoriseres som både eksplorativ og beskrivende. Man kan si at formålet er å utforske forhold som er mindre kjent eller ukjent, og dermed si å ha eksplorativ karakter (Johannessen et al., 2020). Samtidig kan undersøkelsen sies å ses på som beskrivende. Dette er fordi jeg forsøker å finne sammenhenger mellom flere variabler ved analyser. Dermed velger jeg ikke å definere oppgaven som enten eksplorativ eller beskrivende, men heller en kombinasjon av begge.

#### 4.1.2 Tilnærming

Ved forskning er det vanlig å skille mellom induktive og deduktive metoder. Induktive metoder handler om å undersøke noe uten noe teoretisk utgangspunkt. Ved denne metoden innhenter man data hvor hensikten er å finne generelle mønstre som kan omgjøres til teori. Ved denne metoden går man derfor fra empiri til teori (Johannessen et al., 2020, s. 30).

Deduktiv metode derimot, handler om å ta utgangspunkt i veletablerte teorier og å sjekke disse opp mot praksis. Data innhenting skjer med utgangspunkt i teori og man benytter denne dataen for å bekrefte eller avkrefte teorien (Johannessen et al., 2020, s. 30). Ved denne metoden blir problemstillingen utledet som følge av teori, som vil påvirke valg av metode, dataomfang og analyse.

Ved denne oppgaven vil jeg ta utgangspunkt i veletablert verdsettelsesteori. Problemstillingen og data innsamlingen min baserer seg på denne teorien. Dermed har denne oppgaven en deduktiv tilnærming for å beregne den fundamentale verdien til Foodtech Industri.

### 4.2 Datainnsamling

Etter å ha foretatt nødvendige forberedelser går vi over til en ny fase, datainnsamling. Denne fasen består av å samle inn data som er mest relevante og pålitelige ut ifra problemstillingen (Johannessen et al., 2020, s. 24).

#### 4.2.1 Forskingsstrategi

For å besvare problemstillingen på best mulig måte, velger jeg en forskningsstrategi som er hensiktsmessig for oppgavens resultat. I denne oppgaven fordyper jeg meg i et spesifikt tema og jeg benytter meg dermed av at casestudiedesign. Yin (2007) definerer en casestudie som følgende: «*En casestudie er en empirisk undersøkelse som studerer et aktuelt fenomen in dets virkelige kontakts fordi grensen mellom fenomenet og konteksten er uklar*» (Sander, 2022). Med andre ord handler casestudier om å innsamle mye data for å forstå, forklare, vurdere og utforske et fenomen. Casestudier er hyppig brukt innenfor økonomisk-administrative fag, og man får stort spillerom med hensyn på hvordan undersøkelsen gjennomføres (Johannessen et al., 2020, s. 211).

#### *4.2.2 Datagrunnlag*

I casestudier benytter man ofte både kvantitativ og kvalitativ data og jeg vil benytte meg av begge under denne oppgaven. Fordelen med å kombinere disse to er at man kan underbygge den kvalitative dataen med funn fra den kvantitative (Johannessen et al., 2020, s. 221). Kvantitativ data har formål i å forklare/anslå, mens kvalitative data tar sikte på å forstå noe (Sucarrat, 2017, s. 39). Kvantitativ data kan forekomme i form av regnskapstall, mens kvalitativ data kan være i form av tekster.

Målet med denne oppgaven er å gjøre en fundamental verdsettelse, dermed er det naturlig å benytte seg av kvantitativ data som regnskapstall og balanseregnskap. Samtidig er det mange sider ved verdsettelse som krever bruk av lærebøker, rapporter og forskningsartikler. Derfor vil jeg benytte meg av både kvantitativ og kvalitativ data.

Nå vi ser på kvaliteten for den innhentede dataen, snakker man om kildekritikk. Innenfor kildekritikk skiller man mellom primær- og sekundærkilder. Ved å benytte seg av ulike former for kilder skaper man et godt grunnlag for videre arbeid. Under denne oppgaven har jeg hatt svært god tilgang til primærkilder. Dette er i form av åpen dialog med spesialister hos Foodtech Industri. Samtidig har jeg benyttet meg av ulike master- og bacheloroppgaver, rapporter og prognoser fra flere ulike institutter.

### **4.3 Dataanalyse**

#### *4.3.1 Analyseverktøy*

Den neste fasen består av å analyse og tolke den innsamlede dataen (Johannessen et al., 2020, s. 24). Dette gjøres ved hjelp av flere forskjellige verktøy og teknikker, det er både den kvalitative og kvantitative dataen som analyseres. Den kvantitative dataen bearbeides og analyseres hovedsakelig ved hjelp av Excel. For enhver verdsettelse forekommer det usikkerhet. For å håndtere usikkerheten gjennomfører jeg en sensitivitetsanalyse, scenarioanalyse m.m. Her blir følsomheten til verdivurderingen testet.

Samtidig blir det gjennomført en intern og ekstern analyse av Foodtech Industri. Den eksterne analysen består av en PESTEL-analyse og Porters fem krefter, mens den interne analysen består av en VRIO vurdering. Videre blir funnene oppsummert ved hjelp av en SWOT-analyse.

#### *4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger*

Under hele denne oppgaven har jeg hatt et fokus på å kvalitetssikre kildene og rapportene som jeg har benyttet meg av. I noen tilfeller har jeg foretatt forutsetninger eller forenklinger, men dette er naturlig når man gjennomfører en verdsettelse. Verdivurderingen er preget av informasjon som jeg har fått fra spesialister hos Foodtech Industri, litteraturbøker og forutsetningene som har blitt gjort underveis.

For å undersøke om det resultatet jeg har kommet frem til er gyldig og pålitelig, vil jeg undersøke validiteten og reliabiliteten. Begge er mål på gyldigheten og påliteligheten til den innsamlede dataen som jeg har benyttet meg av under oppgaven. Mere spesifikt, forteller reliabiliteten oss hvor pålitelig undersøkelsen er. Man måler hvor nøyaktig dataen er, hvordan den er samlet inn og hvordan dataen er bearbeidet (Johannessen et al., 2020, s. 37). Høy reliabilitet vil dermed innebære at andre akademikere vil komme frem til samme konklusjon. Validiteten forteller oss hvor godt eller relevant dataen representerer fenomenet (Johannessen et al., 2020, s. 43). Med andre ord, handler det om vi faktisk svarer på den gitte problemstillingen.

Jeg anser reliabiliteten til oppgaven som tilfredsstillende. Jeg har benyttet meg av pålitelig data og flere av forutsetningene som blir foretatt i oppgaven baserer seg på pålitelig verdsettelseslitteratur. Noen av forutsetningene er i tillegg basert på informasjonen fra Foodtech Industri. Denne informasjonen kan ses på å være påvirket av deres egeninteresse, og kan påvirke reliabiliteten. Informasjonen som jeg har fått har blitt nøye vurdert, og diskutert rundt. Jeg har heller ikke funnet noe grunn for at informasjonen er for optimistisk. Samarbeidet kan ha påvirket reliabiliteten med at andre akademikere ikke nødvendigvis har tilgang til samme informasjon. Dette kan føre til at de kan komme med andre resultatet enn det jeg har gjort i denne oppgaven. Likevel ser jeg ikke på forutsetningene som er foretatt som urimelige, og jeg vurderer dermed at reliabiliteten ikke har blitt negativt påvirket som følge av samarbeidet. En verdivurdering er basert på skjønn, og forutsetninger angående fremtiden vil være forskjellig. Som følge av dette, vil det være naturlig at resultatet kan være noenlunde forskjellige fra hverandre.

Problemstillingen til oppgaven er svært konkret og spesifikk. Det forekommer dermed ikke store rom for tolkninger når man undersøker denne. Jeg vurderer dermed validiteten som god. Jeg mener at jeg har vært konkret og utfyllende ved undersøkelsen av problemstillingen. Samtidig har jeg benyttet meg både av kvalitative og kvantitative data. Som nevnt tidligere, vil den kvantitative dataen underbygge den kvalitative dataen. Dette er med på å styrke validiteten for dataen som jeg har benyttet meg av under denne oppgaven.

## **5. Finansiell metode**

### **5.1 Verdsettingsmetoder**

Det finnes mange forskjellige verddivurderingsmetoder; balansebaserte, inntjeningsbaserte, markedsbasert, kostbasert og opsjonsbasert. Alle disse metodene har hver sine fordeler og ulemper for verddivurdering og de passer alle til ulike formål (Kalstad & Møller, 2016, s. 29). Inntjeningsbaserte metoder tar utgangspunkt i forventende kontantstrømmer et selskap vil ha i fremtiden. Balansebaserte metoder tar utgangspunkt i hva eiendelene til selskapet kan selges for i markedet i dag, mens markedsbaserte metoder tar utgangspunkt i hva lignende eiendeler selges for i markedet. Vi ser dermed at markedsbaserte og balansebaserte metoder er svært like. Kostbasert tilnærming tar utgangspunkt i at en kjøper ikke er villig til å betale mer enn det vil koste å erstatte eiendelen. Den siste metoden er opsjonsbaserte metoder og disse baserer seg på inntjeningen til et selskap pluss mulige realopsjoner som selskapet besitter (Kalstad & Møller, 2016, s. 29 – 32).

Det er vanskelig å si hvilken av metodene som er best og det er ikke nødvendigvis en metode som er bedre enn en annen. Dette er fordi valget av metode avhenger av flere forskjellige faktorer. Eksempler på slike faktorer er; tilgang til informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet. Normalt er det de inntjeningsbaserte metodene som gir de mest pålitelige resultatene (Kalstad & Møller, 2016, s. 33). Med dette til grunn tar jeg dermed utgangspunkt i inntjeningsbaserte metoder. Ved disse metodene er man nødt til å gjøre tre ting; 1) lage en prognose for fremtidig kontantstrøm, 2) estimere et avkastningskrav og 3) diskontere kontantstrømmen tilbake til dagens verdi (Kalstad & Møller, 2016, s. 29).

Det finnes flere metoder som er inntjeningsbaserte. Vi kan dele disse metodene inn i tre områder; Kontantstrømbaserte, resultatbaserte og multiplikatorbaserte metoder (Dahl et al., 1997). For denne oppgaven ønsker jeg å benytte meg av kontantstrømbaserte metoder. Dette er hovedsakelig på grunn av at disse metodene er de mest benyttede i praksis. Et problem ved disse metodene er at de kan gi urimelig høye verdier (Dahl, 2010 s. 40). På grunn av dette, velger jeg også å benytte meg av en resultatbasert metode. Dette er med på å gi oss et bedre estimat og for å se om verdivurderingen stemmer.

### *5.1.1 Kontantstrømbaserte metoder*

Når man benytter kontantstrømbaserte metoder, estimerer man fremtidig kontantstrøm til enten egenkapitalen eller totalkapitalen. Deretter neddiskonterer man kontantstrømmene for å få dagens verdi. Estimaten ved fremtidig kontantstrøm bærer mye usikkerhet og utfordringer ligger i hvor langt inn i fremtiden vi skal se. I praksis blir det benyttet en periode på 7-15 år (Dahl et al., 1997, s. 24) og for alle metodene benytter jeg meg av en 10 års prognoseperiode. Når vi har estimert dagens verdi på de fremtidige kontantstrømmene er vi nødt til å legge til terminalverdien. Dette vil være de fremtidige kontantstrømmene for all gjennomskuelig fremtid.

### **Totalkapitalmetoden**

Totalkapitalmetoden går ut på å estimere kontantstrømmen til totalkapitalen for også neddiskontere disse med avkastningskravet til totalkapitalen. Kontantstrømmen til totalkapitalen beregnes på følgende måte:

*Driftsresultat*

*(-) Skatt (22%)*

**Driftsresultat etter skatt**

*(+) Avskrivninger*

*(-) Investeringer*

*(+/-) Endring i arbeidskapital*

*(eks. rentebærende poster)*

**Kontantstrøm til Totalkapitalen**

*Formel 2: Kontantstrøm til totalkapitalen*

Etter å ha estimert kontantstrømmen til totalkapitalen kan vi estimere selskapsverdien på følgende måte:

$$Verdi = \sum \frac{CF_t}{(1+r_t)^t} + terminalverdi$$

*CF: Kontantstrøm til totalkapitalen*

*r<sub>t</sub>: Avkastningskravet til totalkapitalen*

*t: tidspunkt*

*Formel 3: Selskapsverdi ved totalkapitalmetoden*

Det siste man gjør er å legge til terminalverdien, som blir beskrevet lengre ned i kapitlet.

### **Egenkapitalmetoden**

Egenkapitalmetoden går ut på å estimere kontantstrømmen til egenkapitalen og disse neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Kontantstrømmen til egenkapitalen beregnes på følgende måte:

*Årsresultat*

*(+) Avskrivninger*

*(-) Investeringer*

*(+/-) Endring arbeidskapital*

*(eks. rentebærende poster)*

*(+/-) Rentebærende gjeld*

**Kontantstrøm til Egenkapitalen**

*Formel 4: Kontantstrøm til egenkapitalen*



Etter å ha estimert kontantstrømmen til egenkapitalen kan vi estimere verdien på egenkapitalen på følgende måte:

$$\text{Verdi} = \sum \frac{CF_t}{(1 + r_e)^t} + \text{terminalverdi}$$

*CF: Kontantstrøm til totalkapitalen*

*r<sub>e</sub>: Avkastningskravet til egenkapitalen*

*t: tidspunkt*

*Formel 5: Egenkapitalverdi ved egenkapitalmetoden*

Til slutt legger man til terminalverdien for all fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen.

### **Terminalverdi**

For å beregne terminalverdien benytter vi oss av Gordons formel (Kalstad & Møller, 2016, s. 50):

$$TV_t = \frac{CF_t}{(r - g)}$$

*Formel 6: Gordons formel*

Denne verdien representerer verdien for den uendelige kontantstrømmen etter prognoseperioden, men vi er nødt til å neddiskontere den til dagens verdi. Dermed bli terminalverdien for dagens verdi beregnet på følgende måte (Kalstad & Møller, 2016, s, 51):

$$TV_t = \frac{\frac{CF_t}{(r - g)}}{(1 + r)^t}$$

*g: konstant prosentvis vekst i siste terminalverdi*

*k: avkastningskrav*

*CF: Kontantstrøm i terminalperioden*

*Formel 7: Nåverdi for terminalleddet*

### 5.1.2 Resultatbasert metode

De resultatbaserte metodene innebærer at man estimerer en selskapsverdi som er basert på netto resultat istedenfor kontantstrømmer. Dette kan eksempelvis være at man bytter ut kontantstrømmen til egenkapitalen med nettoresultat eller kontantstrømmen til totalkapitalen med EBIT. Når man benytter seg av disse metodene riktig, vil resultatet ofte bli mere presist enn ved kontantstrømbaserte metoder (Kinserdal, 2017, s. 60).

Den resultatbaserte metoden som jeg kommer til å benytte meg av under denne oppgaven er residualinntektsmetoden. Dette er en meravkastningsmodell. Det innebærer at modellen beregner den fundamentale verdien som verdien av dagens kapital pluss nåverdi av fremtidig meravkastning. Residualinntektsmetoden estimerer nåverdien til egenkapitalen (Kinserdal, 2017, s. 61).

#### Residualinntektsmetoden

For å estimere nåverdien av egenkapitalen benytter vi oss av følgende formel (Kinserdal, 2017, s. 62).

$$\text{Verdi} = \text{Bokført verdi på egenkapitalen} + \sum \frac{RI_t}{(1 + r_e)^t} + \text{terminalpremie}$$

*RI: Residualinntekt*

*r<sub>e</sub>: Avkastningskravet til egenkapitalen*

*t: tidspunkt*

*Formel 8: Residualinntektsmetoden*

Det siste vi kommer til å se på er hvordan man beregner terminalpremien.

#### Terminalverdi (Terminalpremie)

Terminalpremien er tilnærmet lik terminalverdien, men er for residualinntektsmetoden. Vi beregner terminalpremien på følgende måte:

$$TP_t = \frac{RI_t}{(r_e - g)}$$

*Formel 9: Terminalpremie*

Deretter er vi nødt til å beregne nåverdien til terminalpleien. Og dette gjøres på følgende måte:

$$TP_t = \frac{RI_t}{(r_e - g)(1 + r_e)^t}$$

*Formel 10: Nåverdi av terminalpremien*

## 5.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Totalkapitalens avkastningskrav (WACC) er det vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden for en virksomhet. Det er mulig å finansiere sin egen drift på flere forskjellige måter, men ett fellestejn for de ulike metodene er at de bærer risiko. Siden de ulike finansieringskildene vil bære ulik risiko, vil den forventede avkastning variere mellom disse. Vi vekter dermed de ulike finansieringskildene og deres avkastning for å finne virksomhetens totale avkastningskrav (Kalstad & Møller, 2016, s. 152). Matematisk sett blir WACC definert på følgende måte:

$$WACC = r_d \frac{D}{E+D} (1 - t) + r_e \frac{E}{E+D}$$

*D: Markedsverdi av gjeld*

*E: Markedsverdi av egenkapital*

*r<sub>e</sub>: Selskapets egenkapitalkostnad*

*r<sub>d</sub>: Selskapets gjeldskostnad*

*t: Nominell selskapskatt*

*Formel 11: Totalkapitalens avkastningskrav*

Grunnen til at vi estimerer avkastningskravet til totalkapitalen, er at vi vil benytte denne verdien for å neddiskontere kontantstrømmene våre for på finne en virksomhetsverdi. Som vi ser fra formelen over er vi nødt til å finne avkastningskravet til egenkapitalen for å finne totalkapitalens avkastningskrav.

### 5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Når vi skal beregne egenkapitalens avkastningskrav, benytter vi oss av kapitalverdimodellen (KVM). Dette er hovedsakelig på grunn av at det er den mest anvendte modellen for å estimere avkastningskravet for egenkapitalen. Den matematiske formuleringen ble presentert i delkapittel 3.3, kapitalverdimodellen.

Vi ser fra formelen at KVM er et produkt av risikofri rente, markedsrisiko og systematisk risiko som er forbundet med selskapet. En virksomhets risiko deles inn i to forskjellige typer risiko, systematisk risiko og usystematisk risiko. Systematisk risiko, også kalt for markedsrisiko, knytter seg til faktorer som påvirker alle selskaper i markedet. Dette kan for eksempel være rentenivå, inflasjon og arbeidsledighet (Kalstad & Møller, 2016, s. 155). Et viktig moment ved den systematiske risikoen er at den ikke er diversifiserbar. Usystematisk risiko derimot er risiko som kun knytter seg til det spesifikke selskapet, denne risikoen er diversifiserbar. Fra formelen ser vi at egenkapitalbetaen kun blir påvirket av den systematiske risikoen. Dette er på grunn av at kapitalverdimodellen forutsetter en diversifiserbar investor og dermed blir den systematiske risikoen diversifisert bort.

#### 5.2.1.1 Estimert risikofri rente

Den risikofrie renten blir inkludert i formelen på grunn av at alle risikable investeringer må i det minste gi en bedre avkastning enn denne. Dette innebærer at hvis en investering har en avkastning som er lik den risikofrie renten, vil investeringsobjektet ha en egenkapitalbeta som er lik null. I praksis er det statsobligasjoner som blir benyttet for den risikofrie renten. En problemstilling som vi står ovenfor når vi skal velge den risikofrie renten, er hvilken statsobligasjonsrente vi skal ta utgangspunkt i; kort eller lang rente (Kalstad & Møller, 2016, s. 157).

Det forekommer fire forskjellige alternativer for å løse denne problemstillingen. Den første innebærer at vi har en ulik risiko fri rente for hver periode. Det vil si at vi har en 1-årlig risikofri rente for det frøste, 2-årig for det andre osv. Siden KVM er en enperiode-modell, vil dette i teorien være riktig. Praktisk sett er det lav nytteverdi for dette og dermed bli dette heller ikke benyttet i praksis. Det andre alternativet innebærer at vi benytter oss av korte renter. Ulempen ved dette er at dette har mye større svingninger en lange renter og dette medfører til at avkastningskravet blir mer ustabil. Det tredje alternativet innebærer at vi benytter oss av lange renter istedenfor. Man vil da benytte seg av den 10-årige statsobligasjonsrenten. Fordeler ved å benytte denne er først og fremst at den har mindre svingninger enn den korte rente som medfører til at vi får et mere stabilt avkastningskrav. Videre forventet vi en evig kontantstrøm for verdsettelsen vår og dermed vil det passe bedre med en lang rente.

Det siste alternativet er at vi benytter oss av en langsiktig forventning til risikofri rente. Dette innebærer at vi setter den risikofrie renten som den langsiktige forventede realrenten pluss langsiktig forventet inflasjon. Fordelen ved å benytte seg av denne risikofrie renten er at man unngår de tilfeldige endringene i verdi som skyldes av kortsiktige svingninger i markedet. På den andre siden hevder man at rentemarkedet er feilpriset ved dette alternativet og dermed risikerer man å bomme med verdivurderingen siden man mister et trendsifte i rentemarkedet (Kalstad & Møller, 2016, s. 157 - 159).

I praksis er det den langsiktige statsobligasjonsrenten som oftest blir benyttet som den risikofrie renten. Dette er et kompromiss mellom å være teoretisk korrekte og å være praktisk anlagt. I min modell er det dette alternativet som blir benyttet for estimering av den risikofrie renten. Per 04.03.2022 noteres en norsk 10-årig statsobligasjon for 1,88 prosent (Norges Bank, 2020).

#### 5.2.1.2 Markedets risikopremie

I KVM er markedets risikopremie definert som  $(E(R_m) - R_f)$  og det er den meravkastningen som investorer forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten. Ifølge Kalstad og Møller (2016) finnes det tre forskjellige metoder for å beregne markedets risikopremie.

Den første metoden går på å analysere historisk avkastning på aksjer relativt til risikofri rente. En ulempe ved dette er spørsmålet rundt om den historiske avkastningen er representativt for fremtiden. Den andre metoden er å beregne hvilken risikopremie dagens aksjekurser impliserer. Fordelen ved dette er at man får fanget opp eventuelle svingninger over tid, mens ulempen er at slik beregning vil være svært sensitiv til input. Den siste metoden er å undersøke blant akademikere og investorer. Dette vil innebære å se på hva kvalifiserte akademikere eller investorer har estimert premien til og benytte seg av disse estimatene. Fordelen ved denne metoden er at man får en framover fokusert premie, men det kan stilles spørsmål ved hvor representative deltagerne er for markedet.

I modellen for oppgaven har jeg valgt å benytte meg av den siste metoden. I PWC sin rapport (PWC, 2021) fremkommer det hvilken satser analysemiljøet i Norge benytter seg for markedets risikopremie. I rapporten blir det vist at den benyttede premien ligger mellom 4,6 - 5,0 prosent, hvor den gjennomsnittlige premien er på 4,8 prosent. Jeg vil dermed benytte meg av en markeds risikopremie på 4,8 prosent i min analyse.

#### 5.2.1.3 Likviditetspremie

Likviditetspremien er ment for å kompensere en investor ved å investere i et illikvid investeringsobjekt. Et illikvid investeringsobjekt innebærer at det er relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av investeringen og dette omfatter som regel unoterte selskaper. Hos disse selskapene er aksjene mindre likvide enn hos børsnoterte selskaper, dermed blir investorer kompensert med en likviditetspremie ved å investere i et slikt selskap. Relevansen ved å legge til en likviditetspremie avhenger av formålet ved verdsettelsen.

Hvis verdsettelsen omhandler det å finne en minste salgspris for selskapet, eller å etablere en markedspris for minste eierandel, vil det være rimelig å legge til en likviditetspremie. Dog, hvis formålet med verdsettelsen er å estimere verdien for en strategisk kjøper, er det ikke nødvendigvis like relevant med en likviditetspremie. Som nevnt tidligere er formålet med verdsettelsen å estimere den fundamentale verdien av selskapet og dette var for eierne av selskapet. Med dette til grunn ser jeg det dermed på som relevant å inkludere en likviditetspremie til avkastningskravet (Kalstad & Møller, 2016, s. 282 – 285).

Fra litteratur blir det anbefalt for unoterte selskaper en likviditetspremie på mellom 4 – 6 prosent (Dahl et al., 1997, s. 48). Jeg velger å bruke dette som utgangspunkt. Dermed legger jeg til grunn for en likviditetspremie på 5 prosent når jeg beregner avkastningskravet til egenkapitalen for FTI.

#### 5.2.1.4 Småselskapspremie

Småselskapspremie er en ekstra premie som ofte legges til egenkapitals avkastningskravet til små foretak. En forklaring på hvorfor man legger til en småselskapspremie er fordi små foretak må anses å bli hardere rammet av alle mulige utfall/hendelser enn større foretak. Små foretak er generelt mere eksponert for visse typer risikoer og vi er dermed nødt til å reflektere disse under verdsettelsen.

Samtidig er det viktig at vi er bevisst over at deler av småselskapspremien kan skyldes likviditetspremien og at vi dermed ikke driver dobbelttelling for premiene (Kalstad & Møller, 2016, s. 285 – 288).

En viktig ting å påpeke er at denne premien gjelder kun for små foretak. Ifølge regnskapsloven, jf. regnskapsloven (1998, § 1-6), er små foretak regnskapspliktige selskaper som ikke overstrider grensene for to av følgende tre vilkår:

1. Salgsinntekt: 70 millioner kroner
2. Balansesum: 35 millioner kroner
3. Gjennomsnittlige antall ansatte i regnskapsåret: 50 årsverk

For FTI sin del kan vi se i regnskapet for 2020, se vedlegg 1, at de hadde en salgsinntekt på rundt 247 millioner kroner og en balansesum på rundt 83 millioner kroner. Dermed overstrider FTI to av de tre vilkårene og de blir dermed ikke ansett som et lite foretak. Jeg vil derfor ikke inkludere en småselskapspremie i modellen. Jeg vil derimot inkludere en usikkerhetsanalyse i kapittel 10 som vil fremvise hvor sensitiv verdivurderingen er ovenfor endringer ved avkastningskravet hvis vi fjerner eller legger til risiko.

#### 5.2.1.5 Beta

Beta er et mål på den systematiske risikoen til et investeringsobjekt og den forteller hvor eksponert man er ovenfor markedsrisikoen. I snitt er beta lik 1 og dette innebærer at investeringsobjektet svinger i takt med markedsindeksen og har ingen selskaps-spesifikk risiko. Dermed vil det kun være markedsrisikoen som en investor må ta hensyn til hvis det investeres i markedsporteføljen. Betaen bestemmes av selskapets volatilitet i forhold til markedet. Hvis et selskap har en beta høyere enn 1 vil selskapet ha en høyere volatilitet enn markedsporteføljen, men hvis selskapet har en beta mindre enn 1 vil selskapet ha en volatilitet lavere enn markedsporteføljen. Betaen vil dermed gi oss en indikator på hvor følsomt et investeringsobjekt er for markedsbevegelser (Kalstad & Møller, 2016).

Børsnoterte selskaper vil ha en egenkapitalbeta som gjenspeiler aksjen systematiske risiko hvor forholdet mellom gjeld og egenkapital er med på å påvirke betakoeffisienten. For å beregne egenkapitalbeta gjør man som ofte en regresjonsanalyse hvor man sammenligner den historiske avkastningen til aksjen og avkastningen til markedet (Koller et al., 2010).

Formelen for å estimere egenkapitalbetaen vil dermed være å dele kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen med variansen på markedsporteføljen.

$$\text{Egenkapitalbeta: } \beta_E = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

*Formel 12: Egenkapitalens Beta*

(Kalstad & Møller, 2016, s. 160)

FTI er ikke et børsnotert selskap og vi kan dermed heller ikke observere den historiske avkastningen. En potensiell måte å estimere egenkapitalbetaen på er å sammenligne med sammenlignbare selskaper i markedet som er notert på børs. Som nevnt tidligere er det ikke noen selskaper som godtgjør en slik sammenligning. Det er derfor ikke mulig å benytte seg av denne metoden heller for å estimere en nøyaktig egenkapitalbeta. Dermed vil jeg benytte en integrert risikoanalysemodell for å estimere FTI sitt avkastningskrav til egenkapitalen.

#### 5.2.1.6 Integrert risikoanalysemodell

Integrert risikoanalyse er en skjønnsmessig analyse av risikoen for et selskap. Dette gjøres for å kvantifisere risikoen som et selskap står ovenfor og for å beregne et avkastningskrav for selskapet. Dette gjøres ved å klassifisere risikoen til et selskap, deretter multipliserer man klassifiseringen med respektiv vektning, og dermed ender man opp med en gjennomsnittlig total score. Deretter omregner vi denne scoren til et risikopåslag og legger til den risikofrie renten for å få avkastningskravet til egenkapitalen (Dahl et al., 1997, s. 11).

I min modell ser jeg nærmere på den interne- eksterne- og finansielle risikoen til FTI. Risiko estimeringen baserer seg i all grunn på den strategiske analysen og på informasjon gitt fra spesialist hos FTI. Klassifiseringen baserer seg på en skala fra 1 – 5, hvor 1 er lav risiko og 5 er høy risiko. De enkelte risiko elementene blir vektet på en skala fra 1 – 3, hvor 1 er liten vekt og 3 er stor vekt (Dahl et al., 1997, s. 10).



Integrert risikoanalysemodell	Klassifisering (1-5)	Vekt (1-3)	Score
<b>Internrisiko</b>			
Sårbarhet på ansatte	2		
Tap av leverandører	4		
<i>Gjennomsnitt</i>	3	2	6
<b>Ekstern risiko</b>			
Konkurrenter	3		
Nye aktører	3		
Trussel fra substitutter	2		
Kunde lojalitet/tap av kunder	2		
<i>Gjennomsnitt</i>	2,50	3	7,50
<b>Finansiell risiko</b>			
Konkursrisiko	3		
Styringsrente	4		
Valuta	3		
Konjunkturfølsomhet	4		
<i>Gjennomsnitt</i>	3,5	2	7
<b>SUM</b>	<b>2,93</b>	<b>7</b>	<b>20,50</b>

Tabell 1: Risikoklassifisering

Etter at vi har multiplisert den gjennomsnittlige risikoklassifiseringen med den respektive vekten, har vi nå en score for hvert risikoelement. Vi summerer disse og deler på den totale vekten (20,50/7) og får dermed en overordnet risikoklassifisering på 2,93.

Beregning av risikotillegg	Risikoklassifisering	Risikotillegg
Liten risiko	1,0 - 1,5	0 % - 4 %
Moderat risiko	1,5 - 2,0	4 % - 8 %
Middels risiko	2,0 - 3,0	8 % - 12 %
Over gjennomsnittlig risiko	3,0 - 3,5	12 % - 16 %
Høy risiko	3,5 - 4,0	16 % - 20 %
Meget Høy risiko	4,0 <	20 % <

Tabell 2: Beregning av risikotillegg

Ved å benytte interpolering og tabellen ovenfor kan vi nå beregne det forretningsmessige risikotillegget. Vi får et risikotillegg på 11,71 prosent.

#### 5.2.1.7 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Vi har nå beregnet risikotillegget og vi kan dermed beregne avkastningskravet til egenkapitalen for FTI. Dette gjøres ved å pålegge risikotillegget på den risikofrie renten og trekke fra skatt.

Avkastningskrav til EK	
Risikofri rente	1,88 %
Risikotillegg	11,71 %
<b>Nominelt avkastningskrav f/s</b>	<b>13,59 %</b>
Skatt (22%)	2,99 %
<b>Nominelt avkastningskrav e/s</b>	<b>10,60 %</b>

Tabell 3: Beregning av avkastningskravet til egenkapitalen

Vi kan se at som følge av at vi har et risikotillegg på 11,71 prosent og en skattesats på 22 prosent, får vi et nominelt avkastningskrav til egenkapitalen på 10,60 prosent.

### 5.2.2 Beregning av total kapitalens avkastningskrav

Når vi beregner avkastningskravet til total kapitalen, er det viktig å ta hensyn til den rentebærende gjelden til et selskap. Under ser vi gjeldsandelen til FTI.

Gjeldsandel	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital	10 897 136	10 681 551	13 429 359	13 925 349	22 923 768	26 266 641
Langsiktig gjeld	0	0	4 493 752	0	0	0
Kortsiktig gjeld	24 441 097	12 368 193	37 538 351	43 246 118	51 670 211	56 970 522
<b>Gjeldsandel</b>	<b>69,16 %</b>	<b>53,66 %</b>	<b>75,79 %</b>	<b>75,64 %</b>	<b>69,27 %</b>	<b>68,44 %</b>

Tabell 4: Gjeldsandel FTI

Fra tabellen ser vi at FTI har en historisk gjeldsandel som ligger om lag på 53 – 75 prosent. Et viktig moment ved gjelden til FTI er at den ikke er rentebærende. Som nevnt tidligere ser vi kun på den rentebærende gjelden fordi det er denne gjelden som bærer risiko. Siden FTI ikke har rentebærende gjeld, ref. kapittel 6, vil avkastningskravet til total kapitalen være lik avkastningskravet til egenkapitalen. Dermed vil avkastningskravet til total kapitalen for FTI være på 10,60 prosent og det er dette avkastningskravet som blir benyttet for verdsettelsesmetodene i oppgaven.

### 5.3 Konsistensbetingelser

I denne oppgaven kommer jeg hovedsakelig til å benytte meg av inntjeningsbaserte metoder for å estimere den fundamentale verdien. For å kunne sikre at resultatet er korrekt, er jeg nødt til å være konsis under beregningene mine. Dette innebærer at det må være konsistens mellom de beregnede kontantstrømmene og avkastningskravet. For eksempel er jeg nødt til å ha et nominelt avkastningskrav hvis jeg har beregnet nominelle kontantstrømmen. Konsistensen i denne oppgaven er opprettholdt gjennom hele verdsettelsen.

## 6. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet kommer jeg til å gjennomføre en regnskapsanalyse. Formålet med analysen er å få en økt innsikt i FTI sin finansielle situasjon og jeg gjør dette ved å se på de historiske nøkkeltallene til FTI. Jeg analyserer FTI sin lønnsomhet, likviditet og soliditet i ønske om å kunne prediktere mer nøyaktige kontantstrømmer som vil medføre til en mere korrekt verdivurdering.

Analysen starter hovedsakelig med regnskapstall fra 2015. Dette er på grunn av oppkjøpet til FTI som ble nevnt i kapittel 2, hvor dette oppkjøpet gjorde det slik at FTI dekket helematindustrien. Med en slik utvidelse av driften, ser jeg på det som rimelig å vurdere selskapet etter denne perioden. Videre er markedsgjennomsnittet estimert ved å se på alle selskapene som driver med agentur virksomhet og dette er for å gjøre tallene mere sammenlignbare. Samtidig sammenligner jeg med selskapet Dynatec AS. Dette skyldes av at det er både deres nærmeste konkurrent og det mest sammenlignbare selskapet i forhold til kapitalstruktur og drift.

### 6.1 Lønnsomhetsanalyse

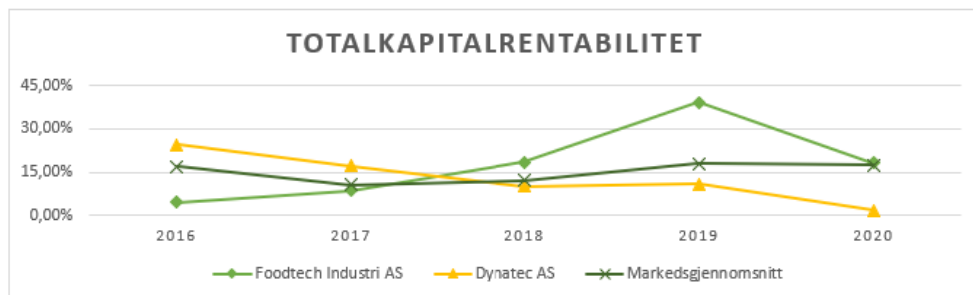
Lønnsomhet sier noen om et selskaps evne til å skape et overskudd. Det er nødvendig med tilstrekkelig lønnsomhet for både eiere og investorer og uten tilstrekkelig lønnsomhet vil ikke selskapet overleve i lengden. Under lønnsomhetsanalysen kommer jeg til å se på FTI sin total kapitalrentabilitet (TKR), kapitalens omløpshastighet, resultatgrad og egenkapitalrentabilitet (EKR). Jeg kommer samtidig til å sammenligne FTI sin lønnsomhet opp mot markedsgjennomsnittet og Dynatec AS.

#### 6.1.1 Total kapitalrentabilitet

TKR uttrykker hvor mye hver krone som er investert i bedriften gir i avkastning, uavhengig av hvor finansieringen kommer fra (Berg, 2018, s. 105). Dette nøkkeltallet indikerer lønnsomheten til et selskap og TKR beregnes på følgende måte:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinærtresultat før skatt} + \text{finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Formel 13: Totalkapitalrentabilitet



Figur 5: Totalkapitalrentabilitetens utvikling (2016 – 2020)

Figur 5 fremviser FTI, Dynatec og markedsgjennomsnittets totalkapitalrentabilitet fra perioden 2016 – 2020. Vi kan se fra grafen at i starten av analyseperioden hadde FTI lavere TKR enn både markedsgjennomsnittet og Dynatec, hvor i 2016 var den på 4,53 prosent. Fra 2016 kan vi se en solid vekst i FTI sin TKR. Vi ser at i 2019 var FTI sin TKR på 39,25 prosent, men det gikk ned til 18,11 prosent i 2020. Selv om vi ser et nedfall i TKR i 2020 er det fortsatt høyere enn markedsgjennomsnittet, med 17,46 prosent og høyere enn Dynatec, med 1,90 prosent. For å kunne se nærmere på årsaken til stigning, og den særdeles høye TKR verdien i 2019, benytter vi oss av DuPont-modellen.

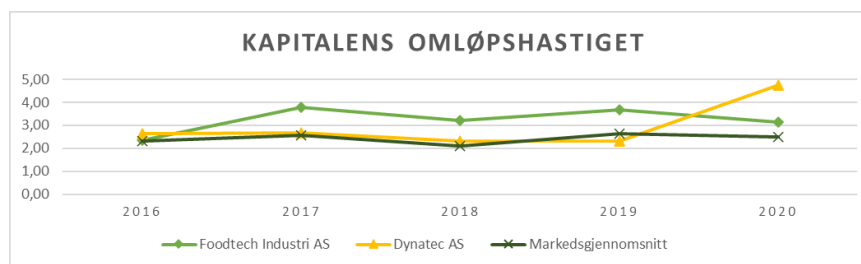
DuPont-modellen bryter ned TKR til produktet av kapitalens omløpshastighet og resultatgraden. Ved å se på disse to nøkkeltallene separat kan vi få et bedre innblikk i hvorfor FTI sin TKR er som den er og for å kommentere svingningene som vi ser fra figur 5. Vi starter dermed med å se nærmere på kapitalens omløpshastighet.

### 6.1.2 Kapitalens omløpshastighet

Kapitalens omløpshastighet forteller oss hvor store driftsinntekter den kapitalen som vi har i selskapet gjennom året, har klart å generere (Berg, 2018, s. 107). Kapitalens omløpshastighet blir beregnet på følgende måte:

$$\text{Kapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Formel 14: Kapitalens omløpshastighet



Figur 6: Kapitalens omløpshastighet utvikling (2016 – 2020)

Fra figur 6 ser vi en stabil trend med liten variasjon i kapitalens omløpshastighet hos FTI. På det laveste var den på 2,3 mens på det høyeste var den på 3,8. Dette indikerer at FTI er i stand til å unytte kapitalen på en tilfredsstillende måte og at de har lite behov for belåning. Når vi sammenligner med konkurrentene ser vi at FTI ligger over markedsgjennomsnittet i alle år, men de ligger under Dynatec i 2020. Dette innebærer at FTI er i stand til å generere høyere driftsinntekt per krone som er bundet opp i kapitalen en markedsgjennomsnittet, mens i 2020 var ikke dette tilfellet i forhold til Dynatec.

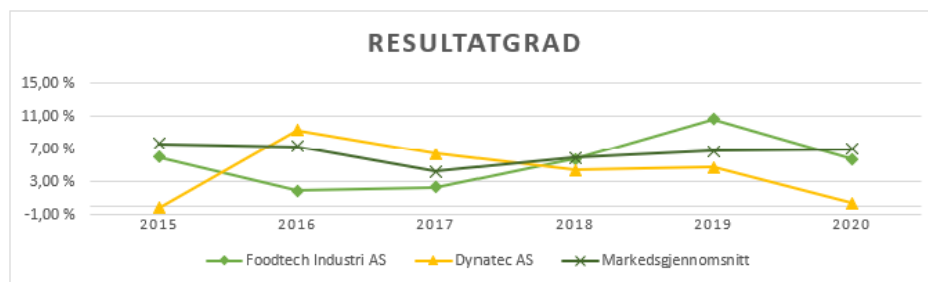
Vi ser at kapitalens omløpshastighet er mye mere stabil enn det FTI sin TKR og vi kan dermed ikke forklare stort variasjonen i TKR ved å se på dette nøkkeltallet. Dermed er vi nødt til å se på resultatgraden til FTI for å potensielt kunne forklare den store variasjonen i FTI sin TKR.

### 6.1.3 Resultatgrad

Resultatgraden uttrykker hvilken verdiskapning som selskapet sitter igjen med av det solgte selskapet klarer å skape (Berg, 2018, s. 107). Med andre ord representerer resultatgraden et selskaps lønnsomhet i forhold til driftsinntektene. Rent matematisk beregner vi resultatgraden med følgende formel:

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt + finanskostnader}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 15: Resultatgrad



Figur 7: Resultatgradens utvikling (2015 – 2016)

Ut ifra figur 7 kan vi se at det forekommer en stabil vekst hos resultatgraden til FTI. I 2016 tilsvare resultatgraden 1,93 prosent og dette skyldes hovedsakelig oppkjøpe av BWL Maskin AS. I dette regnskapsåret var omsetningen særdeles lavere og dette skyldes hovedsakelig omstillingen som foregikk som følge av oppkjøpet. Dermed ser vi en nedgang i resultatgraden i dette året. I årene etter ser vi en stabil vekst i FTI sin resultatgrad hvor i 2019 var den særdeles høy med 10,69 prosent. Grunnen for at resultatgraden var såpass høy under dette regnskapsåret var hovedsakelig på grunn av provisjonsbetaling fra Orkla. Det var et stort prosjekt som ble gjennomført og det forekom provisjon fra dette i 2019. I 2020 ser vi at resultatgraden gikk ned til 5,77 prosent hvor det var en mere normal drift.

Sammenlignet med Dynatec kan vi se at FTI har klart å skape en stabil vekst mens Dynatec har gått i motsatt retning. Samtidig er FTI sin resultatgrad tilnærmet lik markedsgjennomsnittet, men noe lavere. Dette innebærer at kostnadsstrukturen hos majoriteten av konkurrentene er tilnærmet lik.

Vi ser at variasjonen i resultatgraden er forenelig med variasjonen i TKR. Med tanke på at kapitalens omløpshastighet til FTI er meget stabil vil det være resultatgraden som forklarer det meste av variasjonen i TKR. Ut ifra disse nøkkeltallene ser vi en indikasjon på at FTI har en god lønnsomhet og har klart å genere en stabil vekst i lønnsomhetens deres.

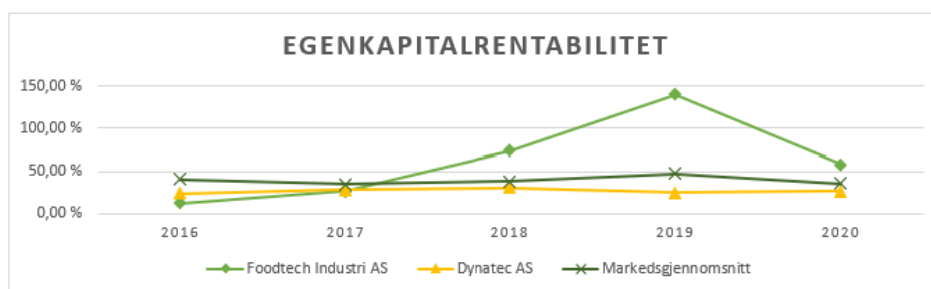
#### 6.1.4 Egenkapitalrentabilitet

Når vi beregner lønnsomheten til et selskap, er vi også opptatt av å beregne hvilken avkastning som eierne oppnår. Dermed beregner vi egenkapitalrentabiliteten (EKR) til FTI og dette nøkkeltallet fremviser lønnsomheten av eierens investering (Berg, 2018, s. 106). For å beregne EKR benytter jeg følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 16: Egenkapitalrentabilitet

Et viktig moment å påpeke når jeg beregner EKR er at jeg beregner før skatt. Alle selskapene vi sammenligner med opererer i Norge, dermed forekommer det samme skatteregler for alle selskapene som utgjør markedsgjennomsnittet. Hadde jeg benyttet meg av selskaper som operer over flere landegrensener, vil ulike skatteregler medføre til at det er naturlig å beregne EKR etter skatt (Berg, 2018, s. 106). Siden dette ikke er tilfellet, benytter jeg meg av EKR før skatt.



Figur 8: Egenkapitalrentabilitets utvikling (2016 – 2020)

Fra figur 8 ser vi samme historie som vi så ved TKR. FTI har en stabil vekst fra 2016, hvor EKR lå på 12,11 prosent, til 2019 hvor EKR var på 139,68 prosent. Videre går EKR ned i 2020 og var på 57,54 prosent. Fra formelen til EKR kan vi tydelig se at momentene ved oppkjøpet og provisjonen fra Orkla prosjektet vil ha lik effekt på EKR som de hadde på TKR. Sammenlignet med markedsgjennomsnittet og Dynatec har FTI klart å oppnå en høyere EKR fra 2018 og utover. Dette indikerer at FTI har en solid lønnsomhet.

Videre ser vi også at EKR er relativt høyere enn TKR. Dette er ikke urimelig siden eierne pådrar seg større risiko enn det kreditorer gjør når man investerer (Berg, 2018, s. 106).

## 6.2 Likviditets og soliditetsanalyse

Likviditet forteller oss om et selskaps evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Samtidig kan de fortelle oss om det foreligger eventuelle kapitalbehov for bedriften. I likviditetsanalysen kommer vi hovedsakelig til å fokusere på likviditetsgrad 1. Videre foretar jeg en soliditetsanalyse. Soliditet handler om et selskaps evne til å tåle tap, eller med andre ord, om selskapet kan gå med underskudd. Under denne analysen kommer jeg til å fokusere på FTI sin egenkapitalprosent og langsiktig gjeldsgrad. For begge analysene kommer jeg til å sammenligne FTI sine nøkkeltall opp mot markedsgjennomsnittet og Dynatec AS.

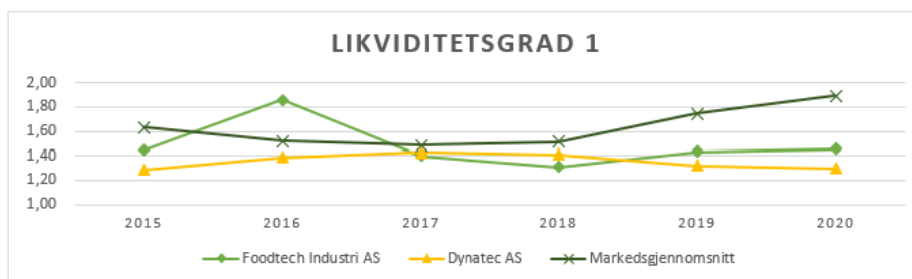
### 6.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld og det måler et selskaps evne til å betale kortsiktige fordringer. For å beregne likviditetsgrad 1 benytter jeg følgende formel:

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

Formel 17: Likviditetsgrad 1

Historisk sett har tommelfingerregelen for likviditetsgrad 1 vært at alt større enn to er tilfredsstillende (Langlie, 2016). I nyere tid er dette nødvendigvis ikke tilfellet lengre. Når vi måler likviditetsgrad 1 er det nesten umulig å si hvilket nivå dette bør være på, bortsett fra at det antageligvis bør være større enn 1 (Berg, 2018, s. 109). Når vi skal se på FTI sin likviditetsgrad 1 sammenligner vi med markedsgjennomsnittet og dette gjøres for å få et representativt bilde av et tilfredsstillende nivå for likviditetsgrad 1 i denne bransjen.



Figur 9: Likviditetsgrad 1 utvikling (2015 – 2020)



Fra figur 9 kan vi se at fra 2017 og utover har FTI ligget under markedsgjennomsnittet. Som nevnt tidligere påvirker oppkjøpet nøkkeltallene for 2016 og her kan vi se at FTI har en likviditetsgrad på 1,86 mens markedsgjennomsnittet var på 1,52. I 2020 derimot, er FTI sin likviditetsgrad på 1,46, markedsgjennomsnittet var på 1,89 og Dynatec hadde en likviditetsgrad tilsvarende 1,30. En viktig ting å påpeke ved verdien til markedsgjennomsnittet er at det er flere selskaper med særdeles høye verdier, tilsvarende omtrentlig 2,6. Følgelig vil markedsgjennomsnittet bli svært høyere og dermed vil det nok heller ikke blir det mest representative bildet for et tilfredsstillende nivå på nøkkeltallet. Hvis vi ser på nøkkeltalls vurderingen til Proff (Proff, u.å.), har FTI i 2020 et tilfredsstillende nivå på sin likviditetsgrad 1 og dette er med på å underbygge poenget med at markedsgjennomsnittet er usedvanlig høyt.

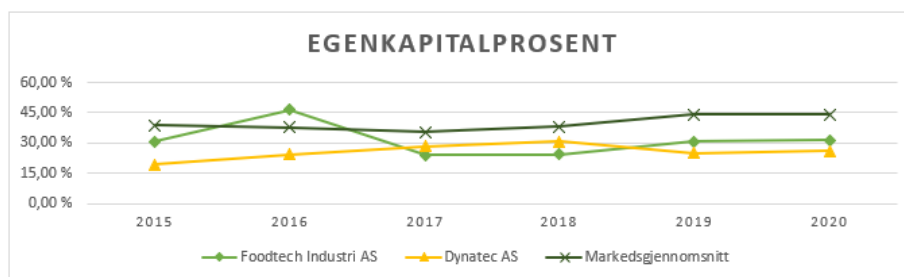
FTI sitt nivå på likviditetsgrad 1 har gjennom analyseperioden vært relativt stabilt og den har gjennomsnittlig vært på rundt 1,4 gjennom perioden. Dette indikerer at omløpsmidlene er større enn den kortsiktige gjelden hos selskapet. Jeg tar utgangspunkt i Proff sin klassifisering og dette er hovedsakelig på grunn av at det er meget sjelden at likviditetskravene er så høye som normaltallene (Kristoffersen 2005, s. 429). Dermed konkluderer jeg med at FTI har en tilfredsstillende likviditet.

### 6.2.2 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor mye egenkapital som selskapet har (Berg, 2018, s. 111). For å beregne egenkapitalprosenten benytter jeg meg av følgende formel:

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

Formel 18: Egenkapitalprosent



Figur 10: Egenkapitalprosentens utvikling (2015 – 2020)

Fra figur 10 kan vi se at FTI har hatt en stabil egenkapitalprosent gjennom analyseperioden. Vi ser at i 2016 var egenkapitalprosenten til FTI på det høyeste med 46,34 prosent. Som nevnt tidligere foregikk oppkjøpet av BWL Maskin i denne perioden, dermed var det heller ikke normaldrift. Summen av den totale gjelden sank i dette regnskapsåret og FTI hadde enn høyere egenkapitalprosent som følge av dette. For de resterende periodene har FTI sin egenkapitalprosent vært meget stabil, og egenkapitalprosenten har vært mellom 25 – 30 prosent. Sammenlignet med markedsgjennomsnittet kan vi se at FTI har en lavere egenkapitalprosent hvor markedsgjennomsnittet ligger på omtrentlig 40 prosent. Gjennomsnittet for norske bedrifter er på mellom 30 – 35 prosent (Berg, 2018, s. 111). Selv om FTI er noe lavere enn markedsgjennomsnittet, betyr ikke dette at de har en dårligere soliditet av den grunn.

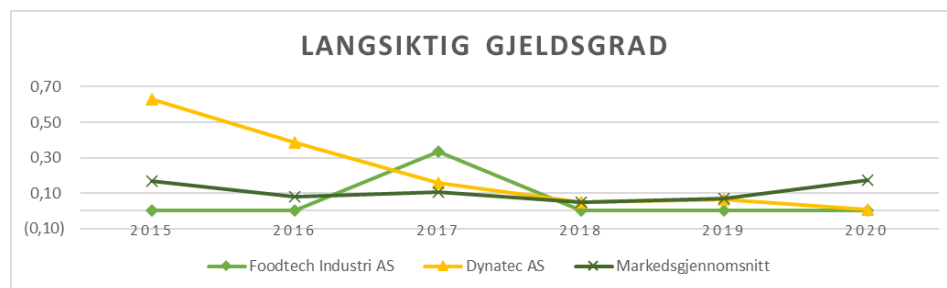
Når vi sammenligner med Dynatec, ser vi at FTI har en omtrentlig lik egenkapitalprosent. Dette gir oss en indikasjon på at FTI har en tilfredsstillende soliditet. Et annet moment er at Proff klassifiserer FTI som å ha en god soliditet (Proff, u.å.). Dette er i samsvar med det vi ser i figur 10 og dermed får vi en sterk indikasjon på at FTI har en god soliditet.

### 6.2.3 Langsiktig gjeldsgrad

Langsiktig gjeldsgrad fremviser forholdet mellom den langsiktige gjelden og egenkapitalen. For å beregne dette nøkkeltallet benyttes følgende formel:

$$\text{Langsiktig gjeldsgrad} = \frac{\text{Langsiktig gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Formel 19: Langsiktig gjeldsgrad



Figur 11: Langsiktig gjeldsgrads utvikling (2015 – 2020)

Jeg har valgt å benytte dette nøkkeltallet for å fremvise hvordan både FTI og andre aktører i markedet hovedsakelig er finansiert. Vi ser at FTI sin langsiktige gjeldsgrad er tilnærmet lik 0, med unntak av 2017. Dette innebærer at de ikke har noe form for langsiktig gjeld og at all gjelden er primært kortsiktig. Videre ser vi at markedsgjennomsnittet har vært tilnærmet lik 0, i 2020 var den på 0,17 og at Dynatec har arbeidet seg mot en langsiktig gjeldsgrad lik 0,01. Dette skyldes av at bransjen ikke er kapitalkrevende og at det sjeldent forekommer store investeringer i anleggsmidler.

Som nevnt i kapittel 5, har FTI en gjeldsandel på om lag 53 – 75 prosent, men vi ser at denne gjelden er nesten kun kortsiktig. Dette bilde blir tydeliggjort ved å se på den langsiktige gjeldsgraden. Samtidig er det viktig å nevne at majoriteten av FTI sin kortsiktige gjeld består av annen kortsiktig gjeld. Etter å ha forhørt meg med en spesialist hos FTI, er denne posten hovedsakelig prosjekt periodiseringer. Dermed er det heller ikke en rentebærende post som skaper risiko for selskapet.

Med dette til grunn blir soliditeten vurdert med egenkapitalprosenten som grunnlag og her ser vi at den er god. Vi kan dermed konkludere med at FTI har en god soliditet.

## **7. Strategiske analyser**

I dette kapittelet blir det foretatt en strategisk analyse av viktige makroøkonomiske faktorer, en ekstern analyse og en internanalyse av ulike faktorer som påvirker FTI. Under den eksterne analysen vil jeg benytte meg av en PESTEL-analyse og se på Porters fem krefter, hvor PESTEL-analysen vil ta for seg noen av de makroøkonomiske faktorene. Under den interne analysen vil jeg benytte meg av VRIO-rammeverket. Denne benyttes for å kartlegge ulike resurser eller kapabiliteter som FTI har som gir dem et konkurransefortrinn. Avslutningsvis vil jeg benytte meg av en SWOT-analyse og dette er for å oppsummere funn fra den strategiske analysen.

## 7.1 Makroanalyser

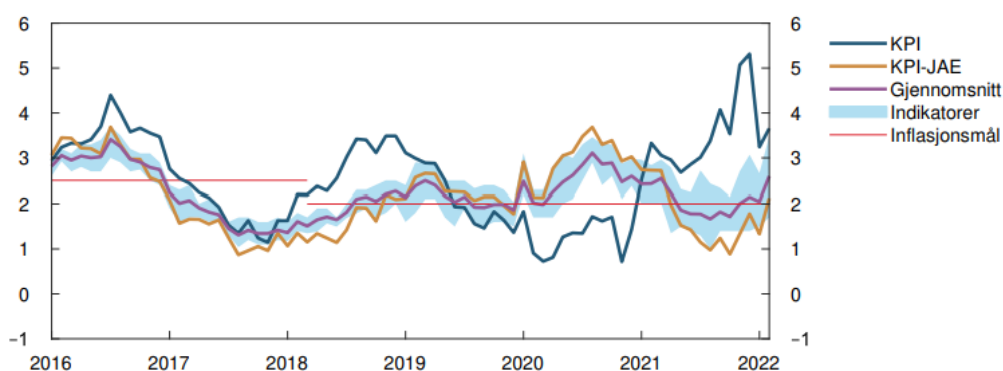
Ved å gjennomføre makroøkonomiske analyser belyser jeg utviklingen for markedet generelt, men også den internasjonale og den nasjonale økonomien. Her blir konjunktursvingninger, finans- og pengepolitikk og utviklingstrekk for den generelle økonomien belyst. Dette er viktige faktorer for den fremtidige økonomiske veksten og dermed også relevant for FTI og matindustrien i sin helhet.

### 7.1.1 Inflasjon, rentenivå og valutakurser

#### Inflasjon og rentenivå

Konsumprisindeksen (KPI) beskriver utviklingen i konsumpriser på varer og tjenester som er etterspurt av norske private husholdninger. (Statistisk sentralbyrå, 2022). Når vi måler utviklingen for inflasjonen, er endringen i KPI et vanlig mål. Enkelte priser som inngår i KPI, har en tendens til å variere mye fra en periode til en annen. Dette er med på å skape mye støy i bildet av utviklingen til KPI. En av disse prisene er energipriser som kan stige en del og dermed falle en del i neste periode. Et viktig mål for den underliggende inflasjonen er KPI-JAE, og denne er justert for avgiftsendringer og energivarer (Norges Bank, 2020).

Norges Bank har som mål at vi skal ha en lav og stabil inflasjon for å sikre forutsigbarhet. Bestemmelsene om pengepolitikken, 2019 (§ 3), definerer en lav og stabil inflasjon som en årsvekst i KPI på omtrentlig 2 prosent over tid. Under blir det fremvist et diagram som illustrerer den historiske veksten for KPI, KPI-JAE og gjennomsnittet samtidig som at diagrammet fremviser inflasjonsmålet.

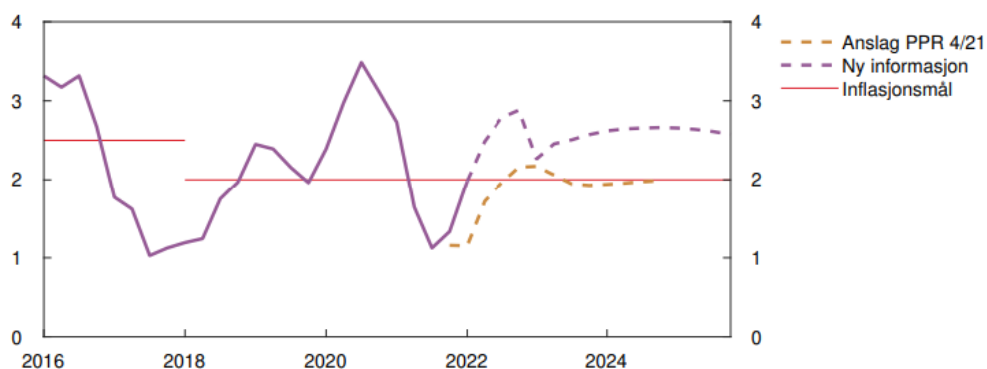


Figur 12: Tolv månedersvekst for KPI  
(Bache, 2022, s. 34)

Fra diagrammet ser vi at det forekommer store svingninger i KPI i det siste året og dette skyldes hovedsakelig de store svingningene i energiprisene. Veksten i KPI var i 2021 på 3,5 prosent. To år med pandemi og nå en invasjon av Ukraina har vært en stor bidragsyter til de store svingningene vi ser i KPI. Det har vært store forsinkelser i forsyningstjenester som følge av pandemien samtidig som at invasjonen av Ukraina har medført til økte priser i energi, metaller og matvarer.

Det viktigste målet for pengepolitikken i Norge er som nevnt tidligere, en lav og stabil inflasjon. Videre er styringsrenten det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken. Styringsrenten i Norge er den renten som bankene får på sine innskudd i Norges Bank opp til et fast beløp. Styringsrenten kan påvirke forventningene til fremtidig inflasjon og økonomisk utvikling og renten virker derfor styrende (Norges Bank, u.å.). Under møtet til Norges Banks komité for pengepolitikk og finansiell stabilitet (23. Mars 2022) ble det vedtatt at styringsrenten skulle settes opp fra 0,5 prosent til 0,75 prosent. Ut ifra komiteens vurderinger av risikobildet og utsiktene vil styringsrenten trolig bli satt opp videre i juni (Bache, 2022, s. 5). Denne bestemmelsen ble vedtatt som følge av økningen som vi ser i KPI og skal være en faktor for å opprettholde inflasjonsmålet.

Med dagens mønster for KPI utviklingen og den planlagte pengepolitikken, kan vi dermed si noe om forventningen i fremtidig inflasjon. Den fremtidige KPI-JAE blir illustrert i grafen under.

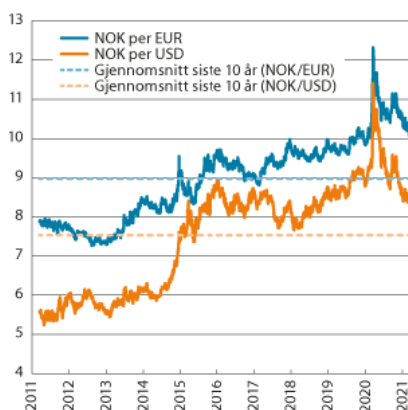


Figur 13: KPI-JAE anslag  
(Bache, 2022, s. 41)

Fra diagrammet fremkommer det at det ble anslått i desember 2021 en KPI-JAE på omtrentlige 2 prosent. Dette anslaget blir endret som følge av ny informasjon i verdensbildet samtidig med endringer i styringsrenten. Dermed er det nye anslaget for den fremtidige inflasjonsraten på omtrentlige 2,5 prosent.

## Valutakurser

FTI driver noe av sin handel i eurosonen og dermed er de eksponert for valutasingninger. Deler av prosessutstyret som blir kjøpt inn kommer fra utalandske leverandører som handler hovedsakelig med euro. Dermed vil konvertering fra krone til euro være en risikofaktor for FTI. Om kronekursen er sterk kan dette medføre til mindre kroner ved veksling, og motsatt. Under forekommer det et diagram som fremviser utviklingen i norske kroner per euro og dollar.



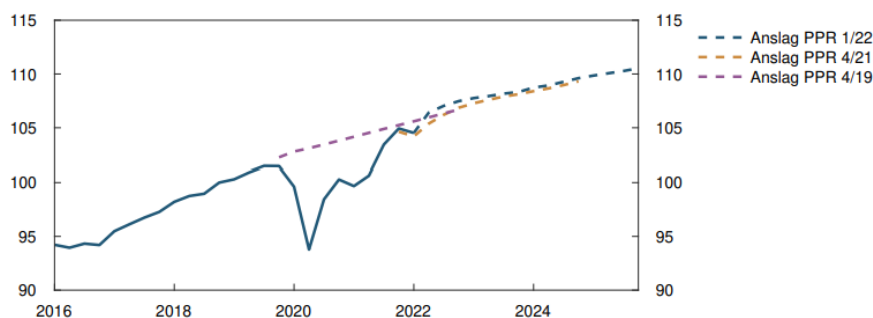
Figur 14: Utvikling i norske kroner per euro og dollar (NOU 2021:5, s. 164)

Fra diagrammet kan vi se at det har vært store svingninger mellom kronekursen og euro og at i 2021 var den på forholdet på omtrent 10. I de siste månedene derimot, har kronekursen styrket seg. Det forekommer fra Pengepolitisk rapport 1/21 at kronekursen har styrket seg som følge av økte oljepriser på grunn av Russlands invasjon av Ukraina. Samtidig har dette også medført til at vi har lavere risikovilje i finansmarkedet og dette trekker krusen i motsatt retning. Dermed anslår Norges Bank at kronen vil endre seg lite gjennom deres prognoseperiode i rapporten (Bache, 2022, s. 18). Denne antagelsen blir også grunnlaget for denne oppgaven og jeg anslår derfor en stabil kronekurs, men med noen endringer.

### 7.1.2 Utvikling i nasjonal økonomi

#### Bruttonasjonalprodukt (BNP)

«BNP er et mål på samlet økonomisk aktivitet i Norge, og uttrykker den økonomiske merverdien som tjenes opp gjennom produksjon av varer og tjenester i en periode» (Statistisk sentralbyrå, 2021). BNP for Fastlands-Norge har siden 2016 hatt en stabil vekst og i 2021 var den årlige volumendringen på 3,9 prosent noe som er 4,6 prosent høyere enn året før. Et viktig moment å påpeke ved dette er at BNP for 2020 ble sterkt påvirket av pandemien. Denne påvirkningen blir visualisert i diagrammet under.



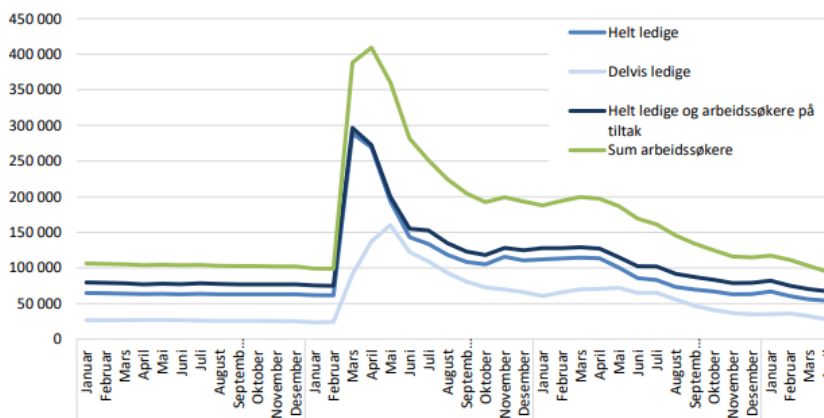
Figur 15: BNP for Fastlands-Norge  
(Bache, 2022, s. 22)

I diagrammet ser vi den historiske utviklingen i BNP samt anslått fremtidig BNP. Her ser vi at BNP ble sterkt rammet av pandemien og hadde en stor nedgang. Videre ser vi at det er anslått en stabil fremtidig vekst. Når vi sammenligner med andre europeiske land, er Norge et meget rikt land. Norge har et prisjustert BNP godt over gjennomsnittet med hele 40 prosent større enn gjennomsnittet i EU (Statistikks sentralbyrå, 2021).

#### Arbeidsledighet

I 2020 hadde arbeidsledigheten en kraftig økning og dette medførte til en markant økning i antall arbeidssøkere. Dette er hovedsakelig på grunn av smittevernstiltak som følge av pandemien hvor det forekom et stort antall permitteringer. I de seinere årene har vi sett en nedgang i arbeidsledigheten hvor antallet helt ledige gikk ned med 2 000 fra mars 2022 til april 2022. Ved utgangen av april var det totalt 96 900 registret som arbeidssøker hos NAV og dette utgjorde 3,3 prosent av arbeidsstyrken (NAV, 2022).

I diagrammet under kan vi se den historiske utviklingen av arbeidsledigheten i Norge hvor vi også kan se den store økningen som forekom i 2020.



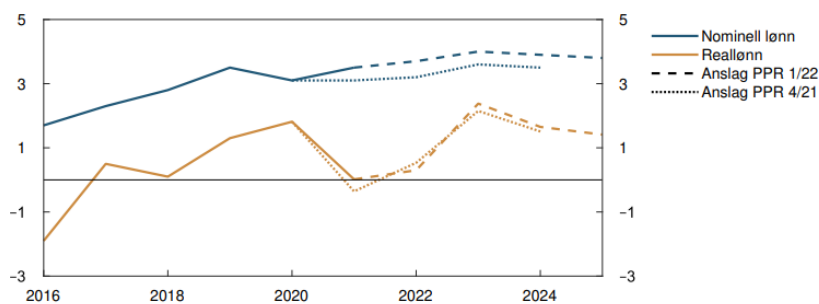
Figur 16: Antall registrerte arbeidsledige (NAV, 2022)

Vi ser fra diagrammet at arbeidsledigheten er historisk lav, men det antas å komme en økning. Nav-direktør Christian Holte tror at arbeidsledigheten vil øke til høsten og i 2023, men vil fortsatt holde seg svært lav (abcnyheter, 2022). Denne forventningen baserer seg på faktorer som den økte styringsrenten, høy inflasjon og invasjonen av Ukraina. Det forventes at etterspørselen etter arbeidskraft vil dempes og medføre til at arbeidsledigheten vil øke i det kommende året.

## Lønnsvekst

Som et resultat av de forsinkende lønnsoppgjørene i 2020, økte den gjennomsnittlige månedslønnen med 4,2 prosent fra 2020 til 2021. Dette er en dobling fra lønnsveksten fra året før (Statistisk sentralbyrå, 2022). Samtidig blir det påpekt at lønnsveksten i tillegg skyldtes at det var rekord mange ledige stillinger høsten 2021, noe som medførte til at arbeidsgivere fikk et intensivt tilbud om høyere lønn. I forhold til den fremtidige lønnsveksten, er det mange faktorer som spiller inn for dette estimatet. Under forekommer det et diagram som fremviser Norges Banks anslag for den fremtidige lønnsveksten.





Figur 17: Lønnsvekst anslag  
(Bache, 2022, s. 33)

Fra en forventningsundersøkelse som ble gjennomført av Norges Bank, ble det beregnet at partene i arbeidslivet samlet forventet er en lønnsvekst på 4 prosent i 2022. Etersom at det er høy etterspørsel etter arbeidskraft og lav arbeidsledighet, blir det sagt at dette trolig vil inntreffe. Videre forekommer det faktorer som tilsier at denne veksten vil bli dempet. Norges Bank antar at kompensasjonsordningen for høye strømpriser vil fortsette og at dette vil være en dempende faktor for lønnsveksten. Det forventes også en lavere kapasitetsutnyttelse og dermed anslås det at den fremtidige lønnsveksten vil ligge på 3,7 prosent (Bache. 2022, s. 33).

### Finanspolitikk

Under pandemien forekom det en ekspansiv finanspolitikk for å motkjempe de økonomiske konsekvensene ved pandemien. Denne politikken medførte til at aktiviteten ble holdt oppe og at vi ikke gikk med alt for stor økonomisk nedgang. I 2022 forekommer det strømstøtte til husholdningene og tiltak knyttet til invasjonen av Ukraina, men det forventes fortsatt en innstramning av finanspolitikken (Bache, 2022, s. 23).

Pandemien medførte til at store summer fra fondet for å sikre økonomisk utvikling. Dette medførte i midlertidig at handlingsrommet blir avgrenset. Det forekommer av analyser til regjeringen at handlingsrommet i finanspolitikken vil avta og snu over til et inndekkingsbehov. Per 2022 finansierer fondet 1/5 av utgiftene i statsbudsjettet. Dette innebærer at vi er sårbare overfor svingninger i fondsverdien og dette medfører til at det kan forekomme ustabilitet i finanspolitikken. Dermed vil fondsuttakene bli mindre under «normale» perioden og dette er i håp om å ikke måtte stramme kraftig inn i finanspolitikken (Meldt. St. 1. (2021 – 2022), s. 55). Dermed forventes det en liten innstramning i finanspolitikken i fremtidig, med dette er ved en forutsetning på at det vil være mere «normale» perioden fremover.

### 7.1.3 Utvikling i internasjonal økonomi

I de siste to årene har verdens økonomien vært stort preget av pandemien. Smitteversrestriksjoner og mutasjoner har vært en sentral nedsiderisiko for økonomien. Det var særlig i Europa hvor vi så at vekstraten i økonomien avtok som følge av pandemien. Likevel endte den globale BNP-veksten på om lag 6 prosent i 2021 (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2022, s. 5). Dette skjedde som følge av økt vaksineringsgrad på verdensbasis, særlig i Europa, og medførte til mindre inngripende smittevernstiltak. Det ble en økt aktivitetsvekst, som var en stor bidragsyter for veksten i verdensøkonomien. Det anslås en BNP-vekst hos Norges handelspartnere på 4 prosent i 2022 og 2,5 prosent i 2023. Dette er på grunnlag av færre tiltak og oppdemmet etterspørsel, som bidrar til aktivitetsveksten (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2022, s. 6).

Et viktig moment for verdensøkonomien er at vi ser en sterk prisstigning. I USA var konsumprisen på 7,5 prosent, mens i Europa og Storbritannia var den på 5,1 prosent og 5,5 prosent. Som følge av den økte prisveksten forekommer det en økning i korte renter på verdensbasis. Det forventes at pengemarkedsrenten i eurosonen til å være positiv i første kvartal 2023. Dette vil være den første gangen siden 2015 at denne renten vil være over null (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2022, s. 6).

Vekstøkonomien forventes å vokse med 5 prosent i år, etter å ha vært på drøye 6 prosent i fjor. Dette skyldes hovedsakelig at vi har en høyere vaksineringsgrad, som er med på å lette på smitteverdstiltak på verdensbasis. Dette medfører til en mere forutsigbar produksjon, som støtter opp under aktivitetsutviklingen. Samtidig er det ulike faktorer som kan dempe denne utviklingen.

For det første, utgjør den russiske invasjonen av Ukraina den største nedsiderisikoen for vekstsanslaget. Det kan forekomme store økonomiske kostnader som følge av krigen, samtidig som at sanksjoner er med på å svekke handelen. Både Russland og Ukraina er viktige aktører i verdensmarkedet for råvarer, hvor Russland står for omtrent 40 prosent av naturgassleveransen til EU. Dette har vært den største faktoren for prisstigningen som vi har sett i verden, hvor energiprisen har steget betraktelig når vi sammenligner med tidligere år (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2022, s. 7).

For det andre, er usikkerhetene for de økte korte rentene en utfordring for mange vekstøkonomier. Økninger i amerikanske renter kan medføre til problemer for verdensøkonomien og dette er på grunn av at denne renten er en referanserente for internasjonale kapitalmarkeder. Isolert sett kan dette medføre til at USD blir mere attraktiv mot andre valutaer, som kan føre til kapitalflukt fra vekstøkonomien. Samtidig kan det komme økte importpriser, som igjen vil være med på å øke konsumprisene for mat og energi. Mange land sliter allerede med høy inflasjon og det er fare for at den kan bli høyere på verdensbasis (Næringslivets Hovedorganisasjon, 2022, s. 12).

## **7.2 PESTEL**

Ved å gjennomføre en PESTEL-analyse kan vi skaffe oversikt over store institusjonelle forhold som påvirker bedriftens evne til å gjennomføre en strategi. Analysen kan gjøre bedriften mere forberedt på hva som kan skje og dermed være bedre rustet for å møte hva som kommer i fremtiden (strategiboka s. 84). Under denne PESTEL-analysen bli det analysert de følgende makroøkonomiske drivere: Politiske og juridiske drivere, økonomiske drivere, sosiokulturelle drivere, teknologiske og miljømessige drivere.

### **Politiske og juridiske drivere**

Den generelle politiske situasjonen i Norge anses å være stabil og et av momentene ved norsk politikk er at den bygger på stabilitet (Regjeringen, 2020). Dette innebærer ved regjeringsskifter vil ikke den politiske situasjonen få en drastisk endring og det vil holde seg stabilt. I 2021 publiserte regjeringen sin strategi for matnasjonen Norge. Strategien var bred og tre departementer stilte seg bak denne; Landbruks- og matdepartementet, Nærings- og fiskeridepartementet og Helse- og omsorgsdepartementet. Et av innsatsområdene for strategien var å skape grunnlag for vekst og verdiskapning for industrien og dette var ved å føre en aktiv næringspolitikk (Matnasjonen Norge). Denne næringspolitikken skulle forholdsvis omfatte landbruks- og sjømatområdet. En aktiv næringspolitikk innebar alle leddene i verdikjeden for næringen, inkludert leverandører. Dermed er dette en positiv driver for bransjen til FTI.

I 2022 forekom det fra landbruks- og matministeren at det vil iverksettes tiltak for å sikre norsk matkornproduksjon. Dette er i sammenheng med invasjonen av Ukraina, både Ukrainas og Russlands involvering i kornproduksjonen (Regjeringen, 2022). Dette innebærer økonomisk støtte til norske bønder for å sikre kornproduksjonen gjennom å øke både målpris og tilskudd for vårens jordbruksoppgjør. Dette vil være en positiv driver for hele verdikjeden i matindustrien. Det er med på å stimulere og opprettholde veksten og dermed vil alle leddene i verdikjeden tjene på dette.

FTI samarbeider med flere internasjonale bedrifter og dermed vil de bli påvirket av internasjonale drivere. I sin helhet driver majoriteten av norske aktører i samme marked, med handel innad i EU. Innkjøp av prosesseringsutstyr kommer fra EU sonen og selges videre til Norske bedrifter. På grunn av handelsavtaler i EU og EØS, forekommer det fri handel mellom hvert eneste marked i EU sonen (EUR-Lex, u.å.). Denne avtalen har vært en stabil og vedvarende avtale og det forekommer ingen indikatorer på at den vil endres. Dermed vil den internasjonale handelen vedvare og holde seg stabil.

For det juridiske, forekommer det et tiltak som ble iverksatt av regjeringen i 2021. Dette er en femårig kampanje som ble iverksatt og forbeholder seg til å bedre rekrutteringen i matindustrien. Majoriteten av tiltakene var innrettet mot utdanning- og kompetansetilbudene, hvorav ett av tiltakene var lovpålagt fagutdanning hos mat- og helselærere. Dette vil være med på å bedre kompetansen i matindustrien og potensielt være med på å øke rekrutteringen i bransjen (Kongsnes, 2021). Dette er ikke nødvendigvis den mest relevante driveren for FTI eller lignende selskaper, men det kan påvirke matindustrien i sin helhet. Dermed kan FTI bli indirekte påvirket av dette tiltaket i fremtiden.

### **Økonomiske drivere**

De økonomiske driverne som påvirker FTI og matindustrien inngår i del kapittel 7.1, makroanalyser. Derfor vil ikke dette bli drøftet ytterligere i PESTEL-analysen.

## **Sosiokulturelle drivere**

Fra NIBIO's rapport «Mat, matindustri og verdikjeder for 2020» blir det nevnt at forbrukerne har fått endrede preferanser (Pettersen & Kårstad, 2021, s. 76). Forbrukerne har fått større fokus på et sunt kosthold og det stilles høyere krav til matindustrien. Denne preferanseendringen har opphav ved nasjonal handlingsplan for bedre kosthold. Dette er en strategisk handlingsplan som ble iverksatt i 2017 og skal vedvare frem til 2023 (Regjeringen, 2021, s. 21). Det inngår i handlingsplanen at det skal gjennomføres tiltak for å bidra til et sunnere kosthold for å forebygge kostholdsrelaterte sykdommer. Handlingsplanen ble videre ført til 2023 for å bedre datagrunnlaget til regjeringen, men fra NIBIO sin rapport fremkommer det at det har blitt en endring i preferanseholdningen til forbrukerne.

Videre er det også en annen preferanseendring hos forbrukerne. Det har blitt stadig mere populært med plantebasert mat og dette er noe matindustrien må forholde seg til. I en artikkel fra E24 fremkommer det at 23 prosent av nordmenn vil begrense eller kutte ut kjøttspising (Grundekjøn, 2021). Dermed ser vi endring i forbrukeratferden og holdningen ovenfor både plantebasert mat og et sunnere kosthold. Dette er noe som matindustrien må tilpasse seg etter og vil være med på å påvirke hele verdikjeden i matindustrien.

## **Teknologiske og miljømessige drivere**

De teknologiske og miljømessige driverne blir analysert sammen under denne analysen. Dette er hovedsakelig på grunn av de teknologiske framskrittene som skjer i industrien er for å bedre miljø og bærekraft. Dermed ble det tatt en selvstendig avgjørelse på å analysere disse driverne sammen.

FNs bærekraftsmål er noe som påvirker matindustrien direkte. Det er mål som å utrydde sult, bevare livet i havet og livet på land (FN, 2022). Dette er et stort fokus i matindustrien og det jobbes stadig med å oppnå og bedre hele verdikjeden i forhold til disse målene. Samtidig forekommer det av «Matnasjonen Norge» at det blir større fokus på matsvinn og bærekraft (Regjeringen, 2021, s. 23). Den helhetlige næringspolitikken skal ha fokus på bærekraft. Herunder i strategien handler det om å synliggjøre sammenhengen mellom næringspolitikken på matområdet. Det er større fokus på miljøområdet og å realisere bærekraftsmålene (Regjeringen, 2021, s. 23).

Videre i strategien til regjeringen forkommer det å ha større fokus på å redusere matsvinnet. Dette omfatter satsning på økt ressursutnyttelse og redusert matsvinn som skal bidra til en grønn omstilling i matindustrien. Det ble satt som mål å halvere matsvinnet i Norge innen 2030, noe som er i tråd med FNs bærekraftsmål. Denne reduksjonen gjelder for hele verdikjeden, fra produksjon og prosessering til enkelt forbrukeren. Dermed ser vi en direkte tilknytning til bransjen FTI opererer i.

I strategiplanen blir det nevnt at det blir økt fokus på utvikling og implementering av ny teknologi og løsninger og at dette er en forutsetning for mer bærekraftig matproduksjon (Regjeringen, 2021, s. 25). En viktig aktør for den teknologiske utviklingen i matindustrien er Nofima. Dette er et statlig eid selskap som forsker på ny teknologi for matindustrien. Nofimas visjon er «bærekraftig mat for alle» og dette innebærer at den teknologiske utviklingen er sterkt knyttet miljømessige drivere (Nofima, u.å.)

Noen av hovedfokusområdene for teknologien er reduksjon i matsvinn, økt holdbarhet, effektivitet og bedre utnyttelse av råvarer. Noen av områdene for teknologien er superkritisk CO<sub>2</sub>-ekstraksjon, kald plasma og CO<sub>2</sub>-metting (Nofima, 2022). I 2021 ble det publisert ny forskning hvor man benytter CO<sub>2</sub>-metting for å øke holdbarheten på kylling. Denne metoden har tidligere hatt god effekt på fisk og det vises i tillegg å ha godt effekt på kylling (Nofima, 2021). Det blir gjennomført flere slike prosjekter, hvor ny teknologi blir benyttet for å bedre bærekraften.

Det forekommer stadig mer forskning for å gjøre matindustrien mere bærekraftig og dette gjelder for hele verdikjeden. Hvis ny teknologi blir implementert, er det høyst viktig å få prosesseringsteknologien ut til markedet. Dermed er både teknologi og miljø høyst relevant for hele verdikjeden, spesielt bransjen til FTI.

### **7.3 Porters Fem krefter**

Porters fem krefter er en strategisk analyse av konkurransesituasjonen på et bransjenivå og ble laget av Michael Porter. Analysen kan også omtales som en konkurrentanalyse og analysen benyttes for å vurdere eksterne krefter som påvirker trusselnivået i bransjen (Porter, 1980). Under min analyse vil fokuset ligge ved de som leverer tekniske løsninger for matproduksjonen i Norge.

## **Fare for nyetableringer**

I denne delen er fokuset på selskaper som enten har nettopp startet opp sin virksomhet eller ønsker å starte opp en virksomhet i bransjen. Hvis bransjen er liten, kan store deler av kundegrunnet være forsvunnet med nyetableringer. Mens hvis det er en stor bransje, vil ikke en ekstra konkurrent ha stor betydning for bransjen. Nå vi ser på faren for nyetableringer, omhandler dette som oftest at vi ser på inngangsbarrierer som forekommer i bransjen.

Bransjen som FTI opererer i er relativt liten. Dette innebærer at majoriteten av behovet i bransjen er stort sett dekket av eksisterende selskaper og dette medfører til at det blir vanskelig for nyetableringer å anskaffe seg kunder. Videre vil det være vanskelig for nyetableringer å anskaffe seg tilgang til produsenter for utstyret. I bransjen forekommer det leverandørkontrakter mellom de utenlandske produsentene og de norske leverandørene. Dette medfører til at det blir vanskelig for nyetableringer å få tilgang til gode produsenter. De finnes likevel en del produsenter i Europa. En ulempe ved disse produsentene er at de ikke har et godt omdømme. Et godt omdømme er viktig for bransjen og kompetanse blir høyst verdsatt av de norske kundene. Dette innebærer at nyetableringer ikke får anskaffet seg gode produsenter og de har heller ikke den nødvendige kompetansen som man anskaffer seg over tid.

Et siste moment er at de utenlandske produsentene kan velge å etablere seg i Norge. Dette medfører til at selskaper som FTI blir kuttet ut fra verdikjeden og de utenlandske produsentene forhandler direkte til sluttkunden. Dermed kan trusselen for nyetableringer komme direkte fra produsenten og ikke nødvendigvis fra helt nye aktører.

## **Kundens forhandlingsstyrke**

Dette punktet omhandler hvilken forhandlingsstyrke som kundene har i bransjen. Denne trusselen er målt som relativt høy. Dette er hovedsakelig fordi det ikke forekommer langvarige kontrakter mellom distributør og kjøper og alt foregår på prosjektordrer. Dermed har kunden mulighet til å bytte distributør hvis de føler at dette er nødvendig. Dette er noe FTI selv har opplevd hvor de ble byttet ut til fordel for en konkurrent. Majoriteten av selskapene i bransjen tilbyr relativt like agenturer og dermed vil kundene ha høy forhandlingsstyrke.

### **Trussel fra substitutter og rivalisering mellom konkurrenter**

Det forekommer ingen indirekte eller direkte substitutter for teknisk løsning for matproduksjon. Som nevnt under PESTEL-analysen, kommer det ny teknologi, men det er ingen substitutter. Dermed ser jeg på denne trusselen som svært lav.

Videre er det en høy grad av rivalisering i bransjen. Etter samtaler med spesialist hos FTI blir det nevnt at det er sterk konkurranse mellom selskapene i bransjen. Kundene har en høy forhandlingsstyrke i bransjen, ref. kundenes forhandlingsstyrke, og det forekommer stor konkurranse for prosjektordrer.

### **Leverandørens forhandlingsstyrke**

Som det ble nevnt tidligere, ref. trusler for nyetableringer, er leverandørene bundet av leverandørkontrakter. Disse kontraktene skjer mellom de norske selskapene og de utenlandske produsentene (leverandørene). Disse kontraktene medfører til at de norske selskapene operer i Norge på vegne av produsentene. Selv om leverandørene har høy forhandlingsstyrke, ved at de fritt kan sette opp prisen, vil ikke dette være i deres interesse. På grunn av kundenes forhandlingsstyrke, vil en drastisk prisøkning medføre til at kunden vil gå for andre agenturer. Som følge av dette vurderer jeg denne trusselen som lav.

### **7.4 VRIO – Rammeverk**

Jeg skal gjennomføre en VRIO-analyse for å kartlegge eventuelle interne ressurser som skaper konkurransefortrinn for FTI. VRIO rammeverket består av fire spørsmål som man stiller for å vurdere om en ressurs skaper et konkurransefortrinn. Man undersøker hvor verdifull ressursen er (V), hvor sjeldent den er (R), hvor imiterbar den er (I), og om det forekommer organisasjonell støtte for ressursen (O) (Barney, 2015, s. 89). Når man snakker om ressurser i denne analysen behøver det nødvendigvis ikke å være fysiske ressurser. For denne analysen vil jeg hovedsakelig fokusere på to ulike ressurser og de er; «Kunnskapsrike og kompetente arbeidere» og «et godt markedsomdømme».



## **Kunnskapsrike og kompetente arbeidere**

Kunnskapsrike og kompetente arbeidere omfattes som en immateriell ressurs. Veksten i omsetningen tyder på at FTI har opparbeidet seg dette og at dette er en ressurs de absolutt har. Det første jeg undersøker ved denne ressursen er om den er verdifull. Denne ressursen vil absolutt være verdifull. Fra Porters fem krefter fremkom det at god kompetanse er viktig, ref. trusler for nyetableringer. Samtidig vil det være nødvendig med høy kompetanse og kunnskap for å håndtere den teknologiske utviklingen som bransjen står overfor, ref. PESTEL.

Det neste jeg undersøker er om denne ressursen er sjelden og hvorvidt ressursen lar seg imitere. Jeg vurderer ressursen som sjelden og dette er fordi kompetente ansatte tar tid å anskaffe. Kunnskap og kompetanse kommer med tid, og med tanke på at FTI er et veletablert selskap, foreligger denne kompetansen hos FTI. Samtidig har FTI fokus på å bevare disse ansatte. Etter samtaler med daglig leder, er det at de ansatte som jobber hos FTI i gjennomsnitt for selskapet i 10 – 12 år. Med dette til grunn vurderer jeg dermed med at ressursen er sjelden. Disse argumentene faller også innenfor imiterbarheten og vurderingen min blir at ressursen ikke lar seg imitere.

Til slutt vurderer jeg om ressursen har organisasjonell støtte. FTI påstår selv at de fokuserer på å beholde ansatte innad i organisasjonen. Denne påstanden bli bygget opp ved å se på den gjennomsnittlige ansettelsestiden og vi kan se at de ansatte velger å forbli hos FTI. Dette innebærer at det er organisasjonell støtte. Samtidig kan det forekomme flere støtte funksjoner i organisasjonen som for eksempel IT funksjoner. FTI sier selv at dette er noe de jobber med å forbedre.

For å konkludere, vil jeg si at denne ressursen er med på å gi FTI kortsiktig konkurransefortrinn. Dette er hovedsakelig på grunn av at imiterbarheten og hvorvidt ressursen er sjelden spiller mest på tid. Med tid kan denne ressursen bli imitert av konkurrentene og de vil opparbeide egne kompetente arbeidere. Dermed utgjør dette et kortsiktig konkurransefortrinn og ikke en langsiktig en.

## Godt markedsomdømme

Fra kapittel 2 ble det nevnt at FTI markedsledende og dette innebærer at de har et godt markedsomdømme. Fra Ports fem krefter, forekommer det at omdømme er viktig for kundene. Dermed er dette en verdifull ressurs for FTI. Videre vil ikke denne ressursen la seg lett anskaffe for konkurrentene. Det er FTI som besitter denne ressursen og dette kommer fra langvarig pålitelighet med gode agenturer. Ressursen vil heller ikke la seg imitere, og dette er på grunn av leverandørkontraktene som er i bransjen. Mye av omdømmet baserer seg på gode agenturer og dette er forbehold til FTI. Til slutt er det også organisasjonell støtte for denne ressursen.

Dermed vil jeg vurdere denne ressursen som verdifull for FTI. Den vil være med på å skape et langsiktig konkurransefortrinn for FTI.

## 7.5 SWOT

Under den strategiske analysen har jeg presenter både eksterne og interne faktorer som påvirker FTI. De eksterne faktorene ble belyst ved både en PESTEL analyse og ved Porters fem krefter mens de interne faktorene ble belyst ved en VRIO analyse. SWOT-analysen skal gi en kort og konsis oversikt over de ulike elementene som kan påvirke FTI både nå og i fremtiden. Analysen fremviser styrker og svakheter samt muligheter og trusler.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kunnskapsrike og kompetente arbeidere</li> <li>- Godt markedsomdømme</li> <li>- Gode agenturer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Støtte funksjoner</li> <li>- IT systemer</li> </ul>
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Matsvinn</li> <li>- Plantebasert mat</li> <li>- Teknologisk utvikling</li> <li>- Aktiv næringspolitikk</li> <li>- Bærekraft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Matsvinn</li> <li>- Plantebasert mat</li> <li>- Teknologisk utvikling</li> <li>- Leverandører etablerer og selger i Norge</li> <li>- Konjunktursivninger</li> </ul>

Tabell 5: SWOT analyse

## 8. Spesifisering av data

Hovedfokuset i denne oppgaven så langt, har ligget i å se på FTI sin historiske informasjon og regnskapsdata. I dette kapittelet vil jeg fokusere på dataen som muliggjør beregningen av den fundamentale verdien. Jeg vil fremvise mine estimater for de fremtidige regnskapstallene for FTI, for de neste 10 årene. Grunnlag for prognosen kommer fra kapittel 6, regnskapsanalysen, og kapittel 7, den strategiske analysen.

### 8.1 Driftsinntekter

Driftsinntekter	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Gj. Snitt	
Driftsinntekt	104 638 668	68 350 072	148 561 820	181 364 496	241 985 617	247 823 581	165 454 042
Endring	-	36 288 596	80 211 748	32 802 676	60 621 121	5 837 964	28 636 983
Endring i %		-34,68 %	117,35 %	22,08 %	33,43 %	2,41 %	28,12 %

Tabell 6: Utvikling i driftsinntekter

Fra den historiske utviklingen som vi ser ovenfor, ser vi at det har vært en relativ stor vekst i driftsinntektene i løpet av perioden. Samtidig ser vi at det forekommer en nedgangsperiode som var i 2016. Videre ser vi en kraftig oppgang det følgende året, og en stabil vekst utover. Disse momentene ble forklart under regnskapsanalysen. Den gjennomsnittlige veksten til FTI i driftsinntekter ser vi er på omtrentlig 28 prosent. Å ta dette som en standard for fremtidig vekst ser jeg på som altfor høyt. Det vil være urimelig å anta en så høy vekst og basere dette kun på den historiske utviklingen.

Vi kan se at FTI har en historisk god vekst og jeg antar at veksten kommer til å videreføres de neste årene som kommer. Etter samtaler med en spesialist hos FTI, forekommer det en forventet nominell vekst på 10 prosent for det neste 5 årene. Videre forventes det en nominell vekst på 5 prosent 5 år etter det igjen. Denne antagelsen ser jeg på som rimelig. Den forventede veksten er høyere enn den kortsiktige inflasjons økningen som vi ser i dag, ref. kapittel 7. Samtidig som at det forventes mere stabilitet i inflasjonen i fremtiden og dermed virker 5 prosent vekst for perioden 2026 – 2029 som rimelig. For terminalleddet estimerer jeg at veksten vil omtrentlig følge inflasjonsmålet, altså den langsiktige forventede inflasjonen. Fra den strategiske analysen ble den antatt til å være på om lag 2,5 prosent. Dermed forventer jeg en nominell vekst på driftsinntektene for all gjennomskuelig fremtidig på 2,5 prosent.

## 8.2 Varekostnader og andre driftskostnader

Varekostnad og andre drift	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gj. Snitt
Varekostnad	84 274 992	54 020 391	107 785 115	130 067 986	169 894 772	186 393 844	122 072 850
Endring i %				20,67 %	30,62 %	9,71 %	24,93 %
Andel av driftsinntekt i %	80,54 %	79,03 %	72,55 %	71,72 %	70,21 %	75,21 %	74,88 %
Andre driftskostnader	4 604 192	4 673 745	12 849 156	11 925 877	12 732 149	13 595 238	10 063 393
Endring i %		1,51 %	174,92 %	-7,19 %	6,76 %	6,78 %	36,56 %
Andel av driftsinntekt i %	4,40 %	6,84 %	8,65 %	6,58 %	5,26 %	5,49 %	6,20 %

Tabell 7: Utvikling i varekostnader og andre driftskostnader

Som nevnt tidligere driver FTI med salg av tekniske løsninger for matproduksjon i Norge. Dette innebærer å kjøpe inn ulikt prosesseringsutstyr og selge dette videre til kundene. Innkjøpet til FTI skjer på ordre og de driver dermed ikke med forhåndsinnkjøp og oppbevarer utstyret på lager over lengre tid. Varekostnaden er i sin helhet dette innkjøpet av utstyret. Vi ser at varekostnad gjennomsnittlig gjennom regnskapsperioden har vært på 74,88 prosent. Dette utgjøre nesten all inntekten som FTI drar inn og fremviser også bilde med at de opererer med ordrebestillinger. Med dette til grunn forventer jeg dermed at varekostnaden vil forbli den gjennomsnittlige andel av driftsinntektene, altså på 74,88 prosent. Dette innebærer at varekostnaden vil følge prisveksten til FTI. Dette er en antagelse som jeg ser på som rimelig, med tanke på at den følge både den høyer kortsiktige inflasjonen og den stabile langsiktige inflasjonen.

Videre ser vi at andre driftskostnader ikke utgjør en stor andel av kostnadsmengden. Samtidig følger disse kostnadene svingningene i driftsinntektene hvor vi ser at når det forekommer nedgang i driftsinntekter er det nedgang i andre driftskostnader. Jeg vil derfor benytte meg av det historiske gjennomsnittet og andre driftskostnader utgjør dermed 6,2 prosent av driftsinntektene.

## 8.3 Lønnskostnader

Et viktig moment ved lønnskostnadene til FTI er at det forekommer bonusordninger for de ansatte. Denne ordninger er satt til 20% av forrige driftsresultat. Dette medfører til at jeg deler opp beregningen av lønnskostnadene inn i tre deler; Lønn, bonus og resterende lønnskostnader. Når vi beregner hoved lønnen, ser jeg på den historiske andelen av gjennomsnittet. Gjennomsnittlig har denne andel ligger på 8,61 prosent. For de 5 første årene vil jeg ta utgangspunkt i denne andelen for å beregne hoved lønnen. For de resterende årene etter 5 år, vil jeg legge til 0,2 prosent.

Dette er som følge av økte driftsinntekter og det vil være rimelig at det vil forekomme et økt behov for ansatte. Dermed vil andelen øke mere enn det foregående året.

Videre er det bonusordningen og de resterende lønnskostnadene. Bonus utbetalingene er på 20 prosent av foregående driftsresultat. Etter diskusjon med en spesialist hos FTI, er dette en ordning som ikke kommer til å endre seg. Dermed vil denne summen legges til lønnskostnadene for hvert år. De resterende lønnskostnadene er sammensatt av offentlige utgifter, andre ytelser og innleid hjelp. Disse har historisk sett fulgt driftsinntektene, og dermed tar jeg utgangspunkt i den historiske andelen disse utgjør av driftsinntekten. Den gjennomsnittlige andelen er på 3,96 prosent og dette blir prosentsatsens som jeg vil benytte meg av for beregningen av disse kostnadene.

Med disse beregningene til grunn, får vi følgelig den totale lønnskostnaden for FTI. Disse verdiene finner man i vedleggsdelen av oppgaven og går under det fremtidige regnskapet, se vedlegg 3.

#### 8.4 Resterende kostnader og investeringer

Resterende kostnader	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Gj. Snitt
Avskrivninger	0	0	50 033	57 012	59 700	8 829
Andel av driftsinntekt i %	0,00 %	0,00 %	0,03 %	0,03 %	0,02 %	0,00 % 0,02 %
Netto finansposter	- 160 437	307 301	- 211 103	- 497 059	198 973	1 324
Andel av driftsinntekt i %	-0,15 %	0,45 %	-0,14 %	-0,27 %	0,08 %	0,00 % -0,01 %

Tabell 8: Utvikling i resterende kostnader

Fra tabellen ser vi at både netto finansposter og avskrivninger har nesten betydning for regnskapet. Avskrivningene utgjør 0,02 prosent mens netto finansposter utgjør 0,01 prosent, som en kostnad. Avskrivningene er såpass lave på grunn av at det nesten ikke forekommer noe behov for anleggsmidler, noe som medfører til at FTI nesten ikke har avskrivninger. FTI har heller ikke noe rentebærende gjeld, eller lignende, noe som medfører til at netto finansposter heller ikke har stor betydning for resultatet. Dermed vil jeg benytte meg av den gjennomsnittlige andelen for begge kostnadene for å estimere de fremtidige kostnadene, 0,02 prosent for avskrivninger og -0,01 prosent for netto finansposter.

Som nevnt tidligere, er det nesten ikke noe behov for anleggsmidler. Dette medfører også til at FTI vil ha svært få investeringer. Investeringene ligger i IT utstyr og dette utgjør ikke en stor andel.

Historisk sett har investeringene vært på 45 440 kr i gjennomsnitt. Etter samtaler med spesialist er det sagt at dette er et godt estimat for de fremtidige investeringene til FTI.

Den siste kostnaden jeg ser på er skattekostnaden til FTI. I 2020 var skattesatsen på 22 prosent. Per 2022 er fortsatt selskapskatten på 22 prosent og det forekommer heller ingen tegn på at denne vil endre seg (Næringslivets Hovedorganisasjon, u.å.). Dermed vil dette være satsen jeg kommer til å bruke for hele perioden.

## 8.5 Arbeidskapital

Arbeidskapital	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Gj. Snitt
Omløpsmidler	35 273 329	23 003 039	52 624 191	56 710 179	74 142 865	83 057 062
- Kortsiktig gjeld	24 441 097	12 368 193	37 538 351	43 246 118	51 670 211	56 970 522
<b>= Arbeidskapital</b>	<b>10 832 232</b>	<b>10 634 846</b>	<b>15 085 840</b>	<b>13 464 061</b>	<b>22 472 654</b>	<b>26 086 540</b>
Driftsinntekter	104 638 668	68 350 072	148 561 820	181 364 496	241 985 617	247 823 581
Andel av driftsinntekter	10,35 %	15,56 %	10,15 %	7,42 %	9,29 %	10,53 %
Endring i %		-1,82 %	41,85 %	-10,75 %	66,91 %	16,08 %

Tabell 9: Utvikling i arbeidskapital

Arbeidskapitalen beregnes ved å ta omløpsmidler minus den kortsiktede gjelden. Vi kan se fra den historiske utviklingen at det forekommer store endringer i arbeidskapital for FIT. I 2016 er andel arbeidskapital av driftsinntekter på om lag 16 prosent, mens i 2020 var denne andelen på om lag 11 prosent. Dette er store variasjoner og dermed føler jeg ikke at det er tilstrekkelig å benytte det historiske gjennomsnittet for å beregne fremtidig arbeidskapitalbehov. Jeg vil derfor dekomponere hvert ledd i arbeidskapitalen og se på utviklingen for de elementene som påvirker arbeidskapitalen hver for seg.

Arbeidskapital	2015	2016	2017	2018	2019	2020 Gj. Snitt
<b>Omløpsmidler i % av DI</b>						
Kundefordringer	15,05 %	8,53 %	20,78 %	16,56 %	14,69 %	11,98 %
Varelager	3,16 %	5,03 %	6,52 %	6,75 %	4,34 %	3,69 %
Andre fordringer	1,46 %	0,50 %	0,38 %	0,97 %	0,50 %	3,72 %
Bankinnskudd	14,03 %	19,59 %	7,74 %	6,99 %	11,10 %	14,13 %
<b>Kortsiktig gjeld</b>						
Kortsiktig gjeld	24 441 097	12 368 193	37 538 351	43 246 118	51 670 211	56 970 522
Endring i %		-49,40 %	203,51 %	15,21 %	19,48 %	10,26 %

Tabell 10: Dekomponert arbeidskapital

Omløpsmidlene vil jeg beregne som historiske andeler av driftsinntektene. Dette er hovedsakelig på grunn av at omløpsmidlene er sterkt korrelert med driften til FTI og dermed bli dette et godt estimat. Vi ser at kundefordringene er relativt stabile gjennom perioden og at den gjennomsnittlige andelen er på 14,6 prosent. Dette blir dermed estimatet jeg vil benytte meg for beregningen av disse. Videre ser vi at de resterende elementene har samme historie som kundefordringene.

De er stabile gjennom perioden og andelene har ingen store endringer. Dermed blir prosentsatsene for adelen av driftsinntekt for de ulike elementene; 4,92 prosent for varelager, 1,26 prosent for andre fordringer og 12,26 prosent for bankinnskudd.

For den kortsiktige gjelden vil jeg ikke se på hvilken andel denne utgjør av driftsinntekten. Majoriteten av den kortsiktige gjelden består av avsetninger til fremtidige prosjekter og dette vill ikke nødvendigvis korrelere med driftsinntektene. Videre ser vi at det forekommer store endringer i endringen på kortsiktig gjeld dermed blir heller ikke den gjennomsnittlige endringen et godt estimat. Derfor vil jeg benytte meg av den prosentvise satsen for endringen i 2020, men med noen endringer. Den prosentvise endringen er på rundt 10 prosent, men jeg vil også legge til justeringer for konjunktursvingninger. Som nevnt tidligere er dette hovedsakelig avsetninger til fremtidige prosjekter og dermed vurderer jeg det som rimelig å ta forbehold for konjunktursvingninger. Jeg legger derfor til 2,5 prosent til veksten og den totale prosentvise veksten jeg vil benytte er 12,5 prosent vekst på kortsiktig gjeld.

Med disse estimatene kan jeg nå beregne fremtidig arbeidskapital og endring på arbeidskapitalen for FTI.

Fremtidig arbeidskapital	2021	2022	2023	2024	2025
Kundefordringer	34 018 815	38 985 574	44 677 482	51 200 410	58 675 689
Varelager	9 592 310	10 063 961	10 558 803	11 077 976	11 622 677
Andre fordringer	9 339 444	9 456 768	9 575 566	9 695 857	9 817 658
Bankinnskudd	39 298 212	44 116 828	49 526 286	55 599 035	62 416 404
<i>Sum omløpsmidler</i>	<i>92 248 780</i>	<i>102 623 131</i>	<i>114 338 138</i>	<i>127 573 279</i>	<i>142 532 429</i>
Kortsiktig gjeld	64 091 837	72 103 317	81 116 232	91 255 760	102 662 731
<b>Arbeidskapital</b>	<b>28 156 943</b>	<b>30 519 814</b>	<b>33 221 906</b>	<b>36 317 518</b>	<b>39 869 698</b>
<i>Endring</i>	<i>2 070 403</i>	<i>2 362 871</i>	<i>2 702 092</i>	<i>3 095 612</i>	<i>3 552 180</i>
Fremtidig arbeidskapital	2026	2027	2028	2029	2030
Kundefordringer	67 242 361	77 059 770	88 310 524	101 203 893	115 979 698
Varelager	12 194 161	12 793 744	13 422 809	14 082 805	14 775 252
Andre fordringer	9 940 990	10 065 871	10 192 321	10 320 360	10 450 006
Bankinnskudd	70 069 696	78 661 409	88 306 610	99 134 473	111 290 012
<i>Sum omløpsmidler</i>	<i>159 447 208</i>	<i>178 580 795</i>	<i>200 232 264</i>	<i>224 741 530</i>	<i>252 494 969</i>
Kortsiktig gjeld	115 495 572	129 932 518	146 174 083	164 445 843	185 001 574
<b>Arbeidskapital</b>	<b>43 951 636</b>	<b>48 648 276</b>	<b>54 058 181</b>	<b>60 295 686</b>	<b>67 493 395</b>
<i>Endring</i>	<i>4 081 938</i>	<i>4 696 640</i>	<i>5 409 905</i>	<i>6 237 505</i>	<i>7 197 709</i>

Tabell 11: Fremtidig arbeidskapital

## 8.6 Egenkapital

Egenkapital	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gj. Snitt
Egenkapital	10 897 136	10 681 551	13 429 359	13 925 349	22 923 768	26 266 641	
Endring i EK		(215 585)	2 747 808	495 990	8 998 419	3 342 873	
Endring i %		-1,98 %	25,72 %	3,69 %	64,62 %	14,58 %	21,33 %
Andel av DI	10,41 %	15,63 %	9,04 %	7,68 %	9,47 %	10,60 %	10,47 %

Tabell 12: Utvikling egenkapital

Vi kan se fra endringen i egenkapital gjennom analyse perioden at det forekommer store variasjoner i endringen. Dette er alt fra at egenkapital sank med 1,98 prosent i 2016 til at den steg med 64,62 prosent i 2019. Som følge av dette, vil ikke den gjennomsnittlige endringen gi et tilfredsstillende resultat for fremtidig egenkapital. Videre kan vi se at andelen egenkapital i forhold til driftsinntekter er noe mere stabil. Det er ikke like store variasjoner i denne beregningen, men det er fortsatt variasjon. Dermed vil antar jeg at dette estimatet ikke vil gi noe tilfredsstillende resultater og jeg benytter meg derfor ikke av denne beregningen heller.

Når FTI beregner utgående balanse for egenkapitalen, gjør de dette på følgende måte:  $IB\ Egenkapital + \text{Årsresultat} - \text{Konsernbidrag} = UB\ Egenkapital$ . Ved denne beregningen omhandler konsernbidraget, avsetninger som går til FTG. FTI har ingen standard regel for avsetningen til konsernbidrag. De har derimot et krav på å opprettholde en egenkapitalprosent som er tilnærmet lik 30 prosent. Dermed vil konsernbidrag variere for å opprettholde dette kravet. Som følge av dette, vil jeg få følgende fremtidig egenkapital:

Fremtidig egenkapital	2021	2022	2023	2024	2025
Aksjekapital	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
Innskutt egenkapital	2 302 662	2 302 662	2 302 662	2 302 662	2 302 662
Annen egenkapital	23 463 979	28 190 965	33 415 536	39 157 586	45 474 837
<b>Egenkapital per 1.1</b>	<b>26 266 641</b>	<b>30 993 627</b>	<b>36 218 198</b>	<b>41 960 248</b>	<b>48 277 499</b>
Årsresultat	11 817 465	13 061 426	14 355 126	15 793 127	17 371 942
Konsernbidrag	(7 090 479)	(7 836 856)	(8 613 076)	(9 475 876)	(10 423 165)
<b>Egenkapital 31.12</b>	<b>30 993 627</b>	<b>36 218 198</b>	<b>41 960 248</b>	<b>48 277 499</b>	<b>55 226 276</b>
<b>Egenkapitalprosent</b>	<b>32,60 %</b>	<b>33,44 %</b>	<b>34,09 %</b>	<b>34,60 %</b>	<b>34,98 %</b>
Fremtidig egenkapital	2026	2027	2028	2029	2030
Aksjekapital	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
Innskutt egenkapital	2 302 662	2 302 662	2 302 662	2 302 662	2 302 662
Annen egenkapital	52 423 614	59 395 122	66 780 147	74 521 435	82 652 385
<b>Egenkapital per 1.1</b>	<b>55 226 276</b>	<b>62 197 784</b>	<b>69 582 809</b>	<b>77 324 097</b>	<b>85 455 047</b>
Årsresultat	17 428 770	18 462 562	19 353 220	20 327 375	20 737 383
Konsernbidrag	(10 457 262)	(11 077 537)	(11 611 932)	(12 196 425)	(12 442 430)
<b>Egenkapital 31.12</b>	<b>62 197 784</b>	<b>69 582 809</b>	<b>77 324 097</b>	<b>85 455 047</b>	<b>93 750 000</b>
<b>Egenkapitalprosent</b>	<b>35,00 %</b>	<b>34,88 %</b>	<b>34,60 %</b>	<b>34,20 %</b>	<b>33,63 %</b>

Tabell 13: Fremtidig egenkapital

Her ser vi at kravet om en egenkapitalprosent på omtrent 30 prosent blir opprettholdt gjennom hele perioden.



## 9. Verdivurdering

Dette kapittelet vil ta utgangspunkt i spesifiseringen av den nødvendige dataen som ble gjort i forrige kapittel. Jeg vil benytte meg av denne informasjonen for å estimere den fundamentale verdien til FTI per 31.12.2020. De ulike metodene som jeg kommer til å benytte meg av er henholdsvis; totalkapitalmetoden, egenkapitalmetoden og residualinntektsmetoden.

### 9.1 Totalkapitalmetoden

For å benytte denne metoden må jeg først beregne de fremtidige kontantstrømmene til totalkapitalen. Tabellen under følger oppsettet som ble beskrevet i metode kapittelet, ref. 5.1.1, og fremviser de fremtidige kontantstrømmene til totalkapitalen for FTI.

Totalkapitalmetoden	Prognose									Terminal
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsresultat	15 167 466	16 763 976	18 424 421	20 270 053	22 296 420	22 370 512	23 697 183	24 840 413	26 090 760	26 617 161
(-) Skatt (22 %)	(3 336 843)	(3 688 075)	(4 053 373)	(4 459 412)	(4 905 212)	(4 921 513)	(5 213 380)	(5 464 891)	(5 739 967)	(5 855 775)
<b>Driftsresultat etter skatt (NOPLAT)</b>	<b>11 830 624</b>	<b>13 075 901</b>	<b>14 371 048</b>	<b>15 810 642</b>	<b>17 391 208</b>	<b>17 448 999</b>	<b>18 483 803</b>	<b>19 375 522</b>	<b>20 350 792</b>	<b>20 761 386</b>
(+) Avskrivninger	63 617	69 979	76 977	84 675	93 142	97 799	102 689	107 823	113 215	116 045
(-) Investeringer	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)
(+/-) Endring Arbeidskapital	(2 070 403)	(2 362 871)	(2 702 092)	(3 095 612)	(3 552 180)	(4 081 938)	(4 696 640)	(5 409 905)	(6 237 505)	(7 197 709)
<b>Kontantstrøm til Totalkapitalen</b>	<b>9 778 399</b>	<b>10 737 569</b>	<b>11 700 493</b>	<b>12 754 264</b>	<b>13 886 730</b>	<b>13 419 420</b>	<b>13 844 412</b>	<b>14 028 001</b>	<b>14 181 062</b>	<b>13 634 283</b>
Avkastningskrav	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %
Diskonteringsfaktor	0,90	0,82	0,74	0,67	0,60	0,55	0,49	0,45	0,40	
Nåverdi av kontantstrømmene	69 335 321									
Terminalverdi	67 925 995									
<b>Verdi</b>	<b>137 261 316</b>									

Tabell 14: Totalkapitalmetoden

Når jeg har beregnet de fremtidige kontantstrømmen neddiskonterer jeg disse med avkastningskravet til totalkapitalen. Deretter neddiskonterer jeg terminalleddet og legger dette til for å finne selskapsverdien, ref. kapittel 5.1.1. For å estimere verdien på egenkapitalen er vi i prinsippet nødt til å trekke fra den rentebærende gjelden. For FTI sitt tilfelle forekommer det ikke noe rentebærende gjeld. Dermed vil verdien til FTI ved totalkapitalmetoden være på **kr 137 261 316**.

## 9.2 Egenkapitalmetoden

For å benytte denne metoden er jeg først nødt til å beregne de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen. Tabellen under følger oppsettet fra metodekapittelet og fremviser de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen.

Egenkapitalmetoden	Prognose										Terminal
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Årsresultat	11 817 465	13 061 426	14 355 126	15 793 127	17 371 942	17 428 770	18 462 562	19 353 220	20 327 375	20 737 383	
(+) Avskrivninger	63 617	69 979	76 977	84 675	93 142	97 799	102 689	107 823	113 215	116 045	
(-) Investeringer	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	(45 440)	
(+/-) Endring Arbeidskapital	(2 070 403)	(2 362 871)	(2 702 092)	(3 095 612)	(3 552 180)	(4 081 938)	(4 696 640)	(5 409 905)	(6 237 505)	(7 197 709)	
(+/-) Endring Rentebærende Gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Kontantstrøm til Egenkapitalen</b>	<b>9 765 240</b>	<b>10 723 094</b>	<b>11 684 571</b>	<b>12 736 750</b>	<b>13 867 465</b>	<b>13 399 191</b>	<b>13 823 171</b>	<b>14 005 699</b>	<b>14 157 645</b>	<b>13 610 280</b>	
Avkastningskrav	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	
Diskonteringsfaktor	0,90	0,82	0,74	0,67	0,60	0,55	0,49	0,45	0,40	0,40	
Nåverdi av kontantstrømmene	69 235 528										
Terminalverdi	67 806 412										
<b>Verdi</b>	<b>137 041 940</b>										

Tabell 15: Egenkapitalmetoden

Vi ser at egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i årsresultatet mens totalkapitalen metoden tar utgangspunkt i driftsresultatet. Dermed ser vi også at det forekommer en liten endring i verdi. Et viktig moment ved denne metoden er at den estimerer verdien på egenkapitalen, det er dermed ikke behov for å trekke fra rentebærende gjeld. Som det fremkommer fra tabellen, estimerer denne metoden en verdi av FTI på **kr 137 041 940**.

## 9.3 Residualinntekt metoden

Residualinntektsmetoden tar utgangspunkt i tre ulike verdier. Den bokførte verdien av egenkapitalen ved verdsettelsestidspunktet, kontantstrømmene til residualinntekten og terminalpremien. Tabellen under følger de beregningen som ble nevnt i metodekapittelet, ref. 5.1.2, og vi før følgende:

RI - Modellen	Prognose										Terminal
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Årsresultat	11 817 465	13 061 426	14 355 126	15 793 127	17 371 942	17 428 770	18 462 562	19 353 220	20 327 375	20 737 383	
Egenkapital	30 993 627	36 218 198	41 960 248	48 277 499	55 226 276	62 197 784	69 582 809	77 324 097	85 455 047	93 750 000	
Kapitalkostnad	(3 286 423)	(3 840 412)	(4 449 273)	(5 119 125)	(5 855 942)	(6 595 169)	(7 378 243)	(8 199 094)	(9 061 263)	(9 940 821)	
<b>Residual Income</b>	<b>8 531 043</b>	<b>9 221 014</b>	<b>9 905 853</b>	<b>10 674 002</b>	<b>11 516 000</b>	<b>10 833 601</b>	<b>11 084 320</b>	<b>11 154 126</b>	<b>11 266 112</b>	<b>10 796 561</b>	
Avkastningskrav	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	10,60 %	
Diskonteringsfaktor	0,90	0,82	0,74	0,67	0,60	0,55	0,49	0,45	0,40	0,40	
Egenkapital (IB)	26 266 641										
Nåverdi av RI	57 583 349										
Terminalverdi	53 788 469										
<b>Verdi</b>	<b>137 638 459</b>										

Tabell 16: Residualinntektsmetoden

For å beregne residualinntekten til FTI, trekker vi ifra en kapitalkostnad fra årsresultatet. Vi finner kapitalkostnaden ved å multiplisere verdien på egenkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen. Videre ser vi at den bokførte verdien på egenkapitalen til FTI ved verdsettelsestidspunktet var på kr 26 266 641 og vi kan nå finne verdien på egenkapitalen til FTI. Fra tabellen ser vi at verdien til FTI blir estimert til **kr 137 638 459**.

Vi ser at alle tre metodene gir oss relative like resultater og det forekommer ikke store endringer på verdien til FTI ved de ulike metodene. Som nevnt tidligere i metode kapittelet, ref. kapittel 5, er det residualinntektsmetoden som potensielt gir det mest korrekte resultatet. Dette er tilfellet hvis metoden er gjort riktig. På grunn av at vi får tilnærmet like resultater, gir dette meg en indikator på at metoden er gjort riktig. Som følge av dette vil jeg basere den fundamentale verdien per 31.12.2020 på denne metoden. Samtidig vil jeg gjøre flere usikkerhetsanalyser for resultatet og disse vil ta utgangspunkt i verdien som ble funnet ved residualinntektsmetoden.

## 10. Usikkerhetsbetraktninger

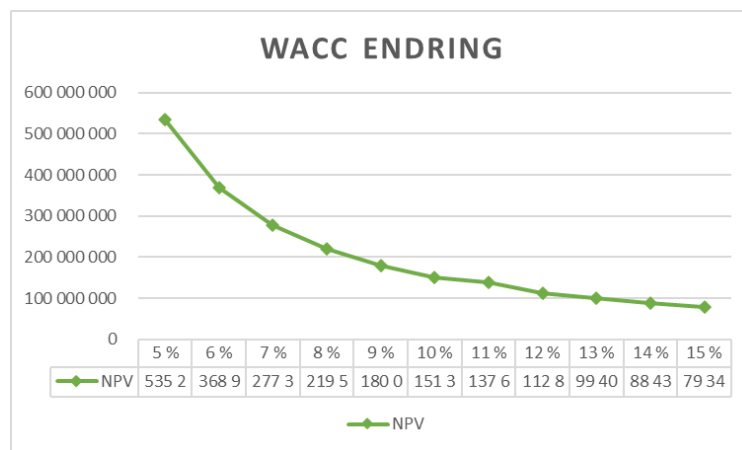
### 10.1 Sensitivitetsanalyse

Når man gjennomfører en verdsettelse burde denne alltid suppleres med en sensitivitetsanalyse. Dette gjøres for å undersøke konsekvensene ved å endre på nøkkeldrivere for verdsettelsen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 371). Min sensitivitetsanalyse baserer seg på den fundamentale analysen, hvor jeg vil endre på nøkkeltallene; avkastningskravet og terminalveksten. Jeg vil se hvordan endringer i disse nøkkeltallene vil påvirke den fundamentale verdien for FTI.

		WACC							
		7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%
Terminal- vekst	0,5 %	171 890 952	155 105 676	142 269 876	126 991 012	117 156 356	111 463 958	106 614 878	102 434 637
	1,0 %	179 227 699	160 195 368	145 921 119	129 237 112	118 670 282	112 614 540	107 490 451	103 098 374
	1,5 %	187 898 399	166 068 089	150 059 194	131 729 939	120 328 391	113 865 172	108 436 069	103 811 277
	2,0 %	198 303 240	172 919 597	154 788 423	134 512 511	122 152 311	115 229 499	109 460 489	104 579 019
	2,5 %	211 020 268	181 016 834	160 245 226	137 638 459	124 168 222	116 723 761	110 573 989	105 408 180
	3,0 %	226 916 553	190 733 518	166 611 495	141 175 526	126 408 124	118 367 450	111 788 716	106 306 438
	3,5 %	247 354 633	202 609 466	174 135 269	145 210 522	128 911 544	120 184 158	113 119 132	107 282 806
	4,0 %	274 605 407	217 454 400	183 163 797	149 856 553	131 727 891	122 202 723	114 582 589	108 347 933
	4,5 %	312 756 490	236 540 745	194 198 664	155 263 786	134 919 751	124 458 766	116 200 094	109 514 502
	5,0 %	369 983 115	261 989 204	207 992 248	161 635 987	138 567 591	126 996 814	117 997 322	110 797 728

Tabell 17: Sensitivitetsanalyse – Endringer i WACC og terminalvekst

Fra analysen kan vi se at det forekommer store variasjoner mellom ekstremverdiene. Hvis jeg benytter et avkastningskrav på 14 prosent og en terminalvekst på 0,5 prosent, gir residualinntektsmetoden oss en verdi på kr 102 434 637. På motsatt side kan vi se fra tabellen at vi får et verdiestimat på kr 369 983 115. Både avkastningskravet og terminalveksten er estimert på bakgrunn av historisk informasjon og fra den strategiske analysen. Likevel ser vi at verddivurdering er sensitiv for endringer. Ved en nærmere titt kan vi se at verddivurderingen er mest sensitiv for endringer i avkastningskravet. Dermed vil jeg se nærmere på hvordan endringer i avkastningskravet alene vil påvirke verddivurderingen.



Figur 18: Sensitivitetsanalyse – Endring i WACC

Avkastningskravet ble beregnet ved å benytte den integrerte risikoanalysemodellen, ref. kapittel 5.2.1.6. Som nevnt tidligere er dette en skjønsmessig analyse og hvordan man vektlegger de ulike risikoelementene har stor betydning for avkastningskravet. Vi ser fra figuren at endringer i avkastningskravet vil ha stor betydning for verdivurderingen. Hvis jeg hadde benyttet meg av et avkastningskrav på 15 prosent ville jeg ha fått en verdi på omtrentlige 79 millioner kroner. Mens hvis jeg benytter meg av et avkastningskrav på 9 prosent får jeg en verdi på omtrentlige 180 millioner kroner. Vi ser dermed at ved å legge til risiko vil ha stor betydning for verdivurderingen av FTI.

## 10.2 Scenarioanalyse

Verdivurderingen baserer seg hovedsakelig på forutsetninger om fremtiden, men det er stor usikkerhet knyttet rundt å forutse fremtiden. Under sensitivitetsanalysen ble det fremvist stor usikkerhet knyttet til avkastningskravet og veksten i terminalleddet. I forlenges av denne usikkerheten vil jeg gjennomføre en scenarioanalyse. En scenarioanalyse har som formål å få frem den reelle usikkerheten rundt en verdivurdering. Ofte er prognosene basert på historisk budsjetter, men disse er sjeldent utarbeidet for verdsettelsesformål (Kaldestad & Møller, 2016, s. 132). For å kompensere dette har jeg lagt til ulike risikoelementer ved avkastningskravet og benyttet meg av en strategisk analyse for prognosen. Likevel vil jeg benytte meg av en scenarioanalyse for å kompensere for usikkerheten knyttet til fremtiden.

Scenarioanalysen vil i all hovedsak bestå av å endre på de ulike vekstparameterne og avkastningskravet. Fra den strategiske analysen, ref. kapittel 7, fremkom det at det er usikkerhet i både den nasjonale og internasjonale økonomien. På bakgrunn av dette har jeg lagt til og trukket fra 2 prosent på vekstfaktorene for driftsinntekten. Videre har jeg som følge av usikkerheten rundt inflasjonen, lagt til og trukket fra 1,5 prosent fra terminalveksten i analysen. Ved avkastningskravet har jeg lag til 3 prosent ved det verste tilfellet. Dette er på grunn av at jeg har lagt til en eventuell småselskapspremie ved avkastningskravet. Mange praktikere i Norge benytter en småselskapspremie på 1 – 5 prosent (Kaldestad & Møller, 2016, s. 288). Som følge av dette er det en mulighet for en 3 presents økning i avkastningskravet. Ved det beste tilfellet har jeg trukket fra 2 prosent. Dette er som følge av risikovurderingen som ble foretatt i kapittel 5. Under forekommer scenarioanalysen og den respektive vektningen for de ulike scenarioene.

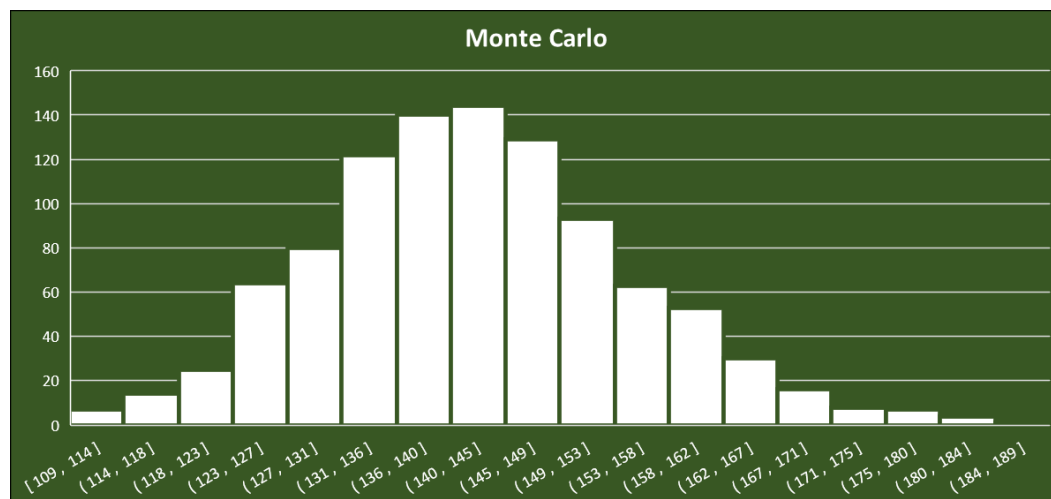
Parametere	Worst Case	Base Case	Best Case
Vekstfaktor (2021 - 2025)	8,0 %	10,0 %	12,0 %
Vekstfaktor (2025 - 2029)	3,0 %	5,0 %	7,0 %
Terminalvekst	1,0 %	2,5 %	4,0 %
Avkastningskrav	13,6 %	10,6 %	10,6 %
Vektlagt scenario	30,0 %	50,0 %	20,0 %
Verdi RI - metoden	78 033 769	137 638 459	270 366 594
<b>Nåverdi scenario</b>	<b>23 410 131</b>	<b>68 819 230</b>	<b>54 073 319</b>
<b>Vektet verdi</b>	<b>146 302 679</b>		

Tabell 18: Scenarioanalyse

Jeg har valgt å vektlegge det dårligste tilfellet som mer sannsynlig enn det beste tilfellet på grunn av den store usikkerhet vi stor ovenfor. Vi ser fra analysen at verdivurderingen blir på kr 146 302 679. Videre er differansen mellom beste tilfellet og dårligste tilfellet på 50,6 millioner kroner. Dette skyldes av at residualinntektsmetoden er sensitiv ovenfor endring i nøkkeltallene, ref. kapittel 10.1. Scenarioanalysen forsterker det vi så ved sensitivitetsanalysen og det forkommer stor usikkerhet ved analysen. Små avvik ved nøkkeltallene kan ha stor påvirkning for verdivurderingen til FTI.

### 10.3 Monte Carlo simulering

Monte Carlo simulering er en metode som benytter tilfeldige verdier for å bestemme utfall og egenskapene av kompliserte systemer som for eksempel økonomiske beregningsmodeller. Ved en slik simulering beregner man mange scenarier av den økonomiske modellen ved å benytte seg verdier som er fra en forhåndsdefinert sannsynlighetsfordeling som er knyttet til de usikre variablene til modellen. Poenget ved simulering er at valget fra sannsynlighetsfordelingen skjer tilfeldig og at tallene kommer uavhengige fra hverandre (Osmund, 2005). I min analyse har jeg benyttet meg av Excel for å gjennomføre en Monte Carlo simulering av residualinntektsmetoden, ref. kapittel 9. Det har blitt simulert 1 000 tilfeldige utfall av FTI sin verdi, hvor jeg har testet hvordan variabler i residualinntektsmetoden påvirker verdivurderingen av FTI. Resultatet av simulering er fremstilt under.



Figur 19: Monte Carlo simulering

Variablene jeg har valgt å teste i simuleringen er; 1) Avkastningskravet, 2) Vekstfaktor for 2021 – 2025, 3) Vekstfaktor for 2025 – 2029 og 4) Vekstfaktor for terminalleddet. Parameterne for simuleringen er 2 prosent standardavvik for vekstfaktorene fra 2021 – 2029, 0,5 prosent standardavvik for terminalvekst, og 0,5 prosent standardavvik for avkastningskravet.

Ved å benytte residualinntektsmetoden får vi en estimert verdi på kr 139 738 754. Dette er relativt forenelig med verdivurderingen som vi fikk i kapittel 9. Videre var den gjennomsnittlige verdien på 142 millioner kroner med et standardavvik på 8,9 prosent. Maksimums verdien for simuleringen var på 188 millioner kroner og minimumsverdien var på 109 millioner kroner.

Simulasjonen gir meg en indikasjon på at verdivurderingen som ble gjennomført i kapittel 9 er relativt riktig. Gjennomsnittet er tilnærmet lik, men det forekommer usikkerhet ved dette estimatet.

## 11. Drøfting av analyseresultatene

På bakgrunn av residualinntektsmetoden og ulike analyser har jeg estimert at den fundamentale verdien til Foodtech Industri per 31.12.2020 er på kr 137 638 459. Samtidig har jeg benyttet meg av to andre metoder for å estimere verdien; total kapitalmetoden og egenkapitalmetoden. Begge disse metodene estimerer at den fundamentale verdien er på om lag 137 millioner kroner. Under det finansielle metode kapitlet, ref. kapittel 5, blir det nevnt at hvis resultatbaserte metoder blir gjennomført riktig, vil disse gi et mere presist estimat. På bakgrunn av at de kontantstrømbaserte metodene er tilnærmet lik den resultatbaserte metoden, gjør jeg en vurdering på at dette er tilfellet for denne verdsettelsen. Videre blir verdivurderingen forsterket ved å gjennomføre en Monte Carlo simulering. Simuleringen ga oss en fundamental verdi på kr 139 738 754 og dette er relativt likt det estimatet jeg fikk ved å benytte residualinntektsmetoden.

Residualinntektsmetoden, som er hovedmodellen i denne oppgaven, blir i stor grad påvirket av den fremtidige veksten, markedssituasjonen og det estimerte avkastningskravet. Disse nøkkeltallene er sterkt påvirket av forutsetninger, informasjon fra spesialister hos FTI og analyser. Det forekommer fra regnskapsanalysen, ref. kapittel 6, at FTI har solide nøkkeltall. Dermed vurderer jeg det som realistisk at vi får den satte fremtidige veksten. Samtidig blir denne antagelsen underbygget ved den solide omsetningsveksten som vi har sett hos selskapet.

Under oppgaven gjennomfører jeg en strategisk analyse som belyser både de interne og eksterne påvirkningsfaktorene for bransjen og FTI. En viktig ekstern påvirkningsfaktor er den teknologiske utviklingen. Det forekommer fra PESTEL-analysen at denne utviklingen er sterkt korrelert med de miljømessige faktorene. Dette er fordi den teknologiske utviklingen skjer for å få en mere bærekraftig matprosessering. Videre ser vi fra analysen at hele matindustrien blir positivt påvirket av den aktive næringspolitikken som regjeringen gjennomfører og denne er med på å gjøre industrien mere resistent mot fremtidig usikkerhet.

Ut ifra Porters fem krefter ser vi at det er stor rivalisering mellom konkurrentene i bransjen, men at inngangsbarrierene gjør det vanskelig for nyetableringer. Den største risikoen for nyetableringer kommer fra de utenlandske leverandørene og det er mulighet for at de velger å etablere seg i det norske markedet selv. Dette vil være en stor risikofaktor for bransjens fremtidige utvikling.

Under sensitivitetsanalysen undersøker jeg effektene ved endringer på nøkkeltallene; terminalvekst og avkastningskrav. Analysen baserer seg på residualinntektsmetoden. Ut ifra analysen kan vi se at verdivurderingen er sensitiv for endringer og små endringer i nøkkeltallene vil medføre store utslag. Selv om min subjektive formening er at verdivurderingen er vel resonnert og basert på troverdig informasjon, er faktumet at det er umulig å forutsi fremtiden. Det forekommer naturlig usikkerhet ved verdivurderingen og jeg har dermed valgt å fremvise ulike scenarioer for fremtiden.

I «Worst case» under scenarioanalysen ser vi at FTI har en 2 prosent lavere omsetningsvekst og 3 prosent høyere avkastningskrav. Dette kan være mye mulig for fremtiden. Dette er basert på usikkerheten for den internasjonale og nasjonale økonomien og det faktumet at avkastningskravet er basert på skjønn og egne vurderinger. Ved dette tilfellet ser vi at den fundamentale verdien faller til om lag 78 millioner kroner og at differansen mellom det «normale» og det «dårligste» tilfellet er på rundt 60 millioner kroner. Dette er med på å forsterke inntrykket rundt usikkerheten ved analysen.

Til tross for usikkerheten mener jeg fortsatt at beregningen av den fundamentale verdien er velbegrunnet og korrekt. Analysene som jeg har gjennomført er basert på veletablert teori og troverdig informasjon. På grunn av usikkerheten er ikke resultatet nødvendigvis et fasitsvar, men mine subjektive antagelser er forankret med teori og grundige analyser. Mitt estimat blir forsterket ved at min beregning faller godt innenfor det simulerte intervallet ved Monte Carlo simuleringen, samtidig som at forventningsverdien fra denne simuleringen er tilnærmet lik min estimerte verdi.



## **12. Konklusjon**

Formålet med oppgaven er å estimere den fundamentale verdien til Foodtech Industri per 31.12.2020. Under oppgaven har jeg benyttet meg av tre ulike verdsettelsesmetoder for å besvare problemstillingen og de følgende metodene er; total kapitalmetoden, egenkapitalmetoden og residualinntektsmetoden. Som følge av tilnærmet like resultater fra de tre metodene benytter jeg meg av residualinntektsmetoden for å estimere verdien. Ved denne metoden får jeg en estimert verdi på kr 137 638 459. Verdivurderingen er velbegrunnet med både regnskapsanalyser og strategiske analyser. Under regnskapsanalysen vurderte jeg lønnsomheten, likviditeten og soliditeten til Foodtech Industri. Under den strategiske analysen vurderte jeg utsiktene for både den nasjonal og internasjonale økonomien, samt å vurdere både eksterne og interne faktorer som vil påvirke både selskapet og bransjen. Videre blir verdivurderingen testet for usikkerhet ved å benytte tre ulike analyser for usikkerhetsmåling; sensitivitetsanalyse, scenarioanalyse og Monte Carlo simulering. Resultatet av dette er at det forekommer usikkerhet rundt verdivurderingen, men at resultatet er velbegrunnet og korrekt.

### 13. Kritikk av analysen

Gjennom arbeidet mitt har jeg foretatt meg av flere forutsetninger. Disse forutsetningene bygger både på historiske regnskapstall, egne analyser og informasjon fra Foodtech Industri. Det å få direkte informasjon fra Foodtech Industri anser jeg som positivt for verdsettelsen. Andre akademikere som skulle ha verdsatt selskapet ville ikke nødvendigvis fått denne informasjonen. Dermed ville de ha tatt andre vurderinger og potensielt fått et ulikt resultat.

Det med at forutsetningene mine også baserer seg på historiske regnskapstall kan ha medført til usikkerhet rundt resultatet. Det å benytte seg av historisk informasjon for å forutse fremtiden forutsetter at det er et ikke effisient marked, men det er ikke kun historisk informasjon som påvirker verdivurderingen og dermed er det et effisient marked. Videre er det parametere som er satt som konstante for hele prognose perioden. Det med at varekostnaden er 74,88 prosent av driftsinntektene hvert år i ti år, og i terminalleddet, er høyst usannsynlig. Dette er en forenkling som er gjort på grunn av oppgavens begrensninger og omfang, men det resulterer i at man får mere usikre resultater. Denne usikkerheten blir også vist ved sensitivitetsanalysen og scenarioanalysen, hvor vi kan se at små endringer på nøkkeltall har store effekter.

Tidlig i oppgaven ble det nevnt at det ikke forekommer noen sammenlignbare selskaper som er børsnoterte. Dette har medført til at jeg har vært nødt til å benytte meg av en alternativ metode for å beregne avkastningskravet. Jeg benyttet meg av en integrert risikoanalyse for å estimere avkastningskravet til Foodtech Industri. Denne analysen baserer seg hovedsakelig på den strategiske analysen. Jeg har etter beste evne prøvd å få et så realistisk avkastningskrav som mulig, men det kan selvfølgelig forekomme endringer. Videre er denne analysen en skjønnsmessig analyse som krever egne analyser og forutsetninger. Dette vil være med på å redusere reliabiliteten til oppgaven. Samtidig som at dette også vil være med på å skape usikkerhet rundt resultatet. Denne usikkerheten ble også representert ved sensitivitetsanalysen.

## 14. Referanseliste

### 14.1 Litteratur og artikler

1. Bache, I. W. (2022). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Norges Bank

[https://www.norges-bank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/ppr\\_1-22.pdf?v=04/01/2022141201&ft=.pdf](https://www.norges-bank.no/contentassets/b3ee6e75f0a8406ea80e1ca624b6140b/ppr_1-22.pdf?v=04/01/2022141201&ft=.pdf)

2. Berg, T. (2018). *Grunnleggende økonomistyring*. (2. utg.) Cappelen Damm Akademisk

3. Dahl, G. A. (2010). Verdivurdering gjennom 25 år. Pettersen, I. J. (2010) *Praktisk økonomi & finans*, (s. 37 – 44). Universitetsforlaget.

4. Dahl, G. A. Hansen, T. Hoff, R. & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen akademisk forlag

5. Dyrnes, S. (2011a). Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper. I Bråthen, T. (Red.), *Moderne Forretningsjus II*, (s. 78 – 107). Bergen: Fagbokforlaget

6. Feurer, R. & Chaharbaghi, K. (1994). *Defining Competitiveness: A Holistic Approach*. *Management Decision*, 32(2), (s. 49-58).

<https://www-proquest-com.ezproxy.library.bi.no/docview/212093120/fulltextPDF/74B47DA49C214309PQ/1?accountid=142923>

7. Fjeldstad, Ø. D. & Lunnan, R. (Red.). (2018). *Strategi*. (2. utg.). Fagbokforlaget

8. Jay B. Barney (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*.

<https://www-proquest-com.ezproxy.library.bi.no/docview/215258436?pq-origsite=primo>

9. Jay B. Barney. (2015). *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts, Global Edition*.

<https://www.proquest.com/docview/2134308088/bookReader?accountid=142923&ppg=86>

10. Johannessen, A. Christoffersen, L. & Tufte, P. A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk- administrative fag* (4. utg.). Abstrakt forlag
11. Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. (2. utg.). Fagbokforlaget
12. Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi. *MAGMA*. 54 – 67.

<https://old.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi1>

13. Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet «En grunnleggende innføring»* (2. utg.). Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS
14. Koller, T. McKinsey, C. I. & Goedhart, M. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, Inc.

<https://www.proquest.com/docview/2134798102/bookReader?accountid=142923&parentSessionId=AJ4NfL561ELykuTalGTu9g5XMGR%2B0uG81pO9AgZLW2w%3D>

15. Langli, J. C. (2016). *Årsregnskapet* (10. utg.). Oslo: Gyldendal Akademiske.
16. Norli, Ø (2011a). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. Pettersen, I. J. (2011) *Praktisk økonomi & finans*, (s. 15 – 21). Universitetsforlaget.
17. Næringslivets Hovedorganisasjon. (2022). *Økonomisk overblikk 1/2022*. NHO

<https://www.nho.no/contentassets/c5ffaf55cc0a418fa25aa01d04758154/okonomisk-overblikk-1-22.pdf>

18. Osmundsen, D. (2005). Identifikasjon og kvantifisering av sammensatt risiko ved hjelp av Monte Carlo simulering. Pettersen, I. J. (2005). *Praktisk økonomi og finans*. (s. 43 – 52). Universitetsforlaget

<https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/doi/10.18261/ISSN1504-2871-2005-03-06>

19. Pettersen, I. & Kårstad, S. (2021). *Mat, matindustri og verdikjeder 2020: Status og utvikling i norsk matindustri og verdikjeder for matvarer*. (NIBIO rapport 62). Norsk institutt for bioøkonomi

<https://nibio.brage.unit.no/nibio-xmlui/handle/11250/2735783>

20. Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2021). *Financial Statement Analysis*. (2. utg.). Fagbokforlaget

21. Porter, M, E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New York: Free Press

<https://books.google.no/books>

22. PWC. (2021). *Risikopremien i det norske markedet*. Det norske finansanalytikers forening

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

23. Regjeringen. (2021). *Matnasjonen Norge*. (M-0757 B). Landbruks- og matdepartementet, Nærings- og fiskeridepartementet og Helse- og omsorgsdepartementet

[https://www.regjeringen.no/contentassets/4934157014d94e3986b2219111bdf806/matnasjonen-norge\\_strategi\\_uu.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/4934157014d94e3986b2219111bdf806/matnasjonen-norge_strategi_uu.pdf)

24. Sucarrat, G. (2017). *Metode og økonometri*. (2. utg.). Fagbokforlaget

25. Tangenes, T. (2010). Måling av virksomheters effektivitet: - Om hvordan verdier av ytelser fra kompetanse bør måles. Pettersen, I. J. (2010). *Praktisk økonomi og finans* (s. 93 – 106). Universitetsforlaget

<https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/doi/10.18261/ISSN1504-2871-2010-02-11#tab-citations>

26. Tangenes, T. & Gjønnnes, S. H. (2019). *Økonomisk styring 2.0*. Fagbokforlaget

## **14.2 Internett**

1. abcnyheter. (2022). *Nav spår økt arbeidsledighet til høsten*

<https://www.abcnyheter.no/nyheter/norge/2022/03/23/195834630/nav-spar-okt-arbeidsledighet-til-hosten>

2. Bestemmelse om pengepolitikken. (2019). *Bestemmelse om pengepolitikken*. (FOR – 2019 – 12 – 13 – 1775). Lovdata

<https://lovdata.no/dokument/INS/forskrift/2019-12-13-1775>

3. Dybal, S. E. (2020). *Matsikkerhet på dagsordenen*. Norsk institutt for bioøkonomi

<https://www.nibio.no/nyheter/matsikkerhet-pa-dagsordenen>

4. EUR-Lex. (u.å.). *Internal market*

[https://eur-lex.europa.eu/summary/chapter/24.html?expand=2409#arrow\\_2409](https://eur-lex.europa.eu/summary/chapter/24.html?expand=2409#arrow_2409)

5. FN. (2022). *FNs bærekraftsmål*

<https://www.fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal>

6. Foodtech Industri. (u.å.). *Foodtech Industri*

<https://foodtech.no/foodtech-industri/>

7. Foodtech Industri. (u.å.). *Matindustri*

<https://foodtech.no/matindustri-2/>

8. Foodtech Gruppen. (u.å.). *Foodtech Gruppen*

<https://foodtech.no/foodtech-gruppen/>

9. Grundekjøn, C. (2021). *Vegetarboom i Norge: Kjedene kjemper om «morgendagens kunder»*. E24

<https://e24.no/det-groenne-skiftet/i/M35Vw0/vegetarboom-i-norge-kjedene-kjemper-om-morgendagens-kunder>

10. Kongsnes, A. (2021). *24 tiltak for bedre rekruttering Matindustrien*

<https://matindustrien.no/nyheter/2021/24-tiltak-for-bedre-rekruttering>

11. Meldt. St. 1. (2021 – 2022). *Nasjonalbudsjettet 2022*. Det kongelige finansdepartementet

<https://www.regjeringen.no/contentassets/57a14a2bcf0e4970a23d4199714d0001/no/pdfs/stm202120220001000dddpdfs.pdf>

12. NAV. (2022). *Færre arbeidssøkere enn før pandemien*

<https://www.nav.no/no/nav-og-samfunn/statistikk/arbeidssokere-og-stillinger-statistikk/nyheter/faerre-arbeidssokere-enn-for-pandemien>

13. Nofima. (2021). *CO2-metting kan gi lengre holdbarhet for kylling*

<https://nofima.no/resultater/co2-metting-kan-gi-lengre-holdbarhet-for-kylling/>

14. Nofima. (u.å.). *Om oss*

<https://nofima.no/om-oss/>

15. Nofima. (2022). *Teknologier for matprosessering*

<https://nofima.no/forskning/foredling-og-mattrygghet/teknologier-for-matprosessering/>

16. Norges Bank. (2020). *Inflasjon*

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>

17. Norges Bank. (2020). *Kurser og renter – Statsgjeld*

<https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/?tab=security&id=NO0012440397>

18. Norges Bank. (u.å.). *Styringsrenten*

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

19. Norsk institutt for bioøkonomi. (u.å.). *Norsk matindustri*

[http://matogindustri.no/matogindustri/datavisning/index.php?tema\\_id=1](http://matogindustri.no/matogindustri/datavisning/index.php?tema_id=1)

20. NOU 2021: 5. (2021). *Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2022*. Arbeids- og sosialdepartementet

<https://www.regjeringen.no/contentassets/34ab14e508fa4c3898f37d3118cae363/no/pdfs/nou202120210005000dddpdfs.pdf>

21. Næringslivets Hovedorganisasjon. (u.å.). *Selskapsskatt*

<https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>

22. Oaklins. (u.å.). *BWL Maskin AS has been acquired by FOODTECH Gruppen AS*

<https://www.oaklins.com/no/no/deals/100642/?cn-reloaded=1>

23. Proff. (u.å.). *Bokken AS*

<https://www.proff.no/nokkeltall/bokken-as/oslo/grossister/IFPSCMI10NS/>

24. Proff. (u.å.). *Dynatec AS*

<https://www.proff.no/nokkeltall/dynatec-as/askim/automasjon-og-utstyr/IGH5W5Y0ZDA/>

25. Proff. (u.å.). *Foodtech Industri AS*

<https://www.proff.no/nokkeltall/foodtech-industri-as/oslo/grossister/IG7OPSD10NS/>

26. Proff. (u.å.). *Horni Baketeknikk AS*

<https://www.proff.no/regnskap/horni-baketeknikk-as/b%C3%A6rumsverk/grossister/IF2FTJR10NS/>

27. Proff. (u.å.). *MPack AS*

<https://www.proff.no/nokkeltall/mpack-as/furnes/grossister/IGHTEE610NS/>

28. Proff. (u.å.). *Neraal Maskin AS*

<https://www.proff.no/nokkeltall/neraal-maskin-as/dr%C3%B8bak/grossister/IG4ZG0110NS/>

29. Proff. (u.å.). *Nordic Supply System AS*

<https://www.proff.no/regnskap/nordic-supply-system-as/skodje/n%C3%A6ringsmiddelindustriutstyr/IG52D2U03IU/>

30. Proff. (u.å.). *Skala AS*

<https://www.proff.no/nokkeltall/skala-as/oslo/tekniske-konsulenter/IGC8L9S01OU/>

31. Proff. (u.å.). *Unibak AS*

<https://www.proff.no/nokkeltall/unibak-as/hagan/grossister/IFTN90Q10NS/>



32. Regjeringen. (2020). *Demokrati og rettsstat*

[https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/menneskerettigheter/demokrati\\_retsstat/id2709389/](https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/menneskerettigheter/demokrati_retsstat/id2709389/)

33. Regjeringen. (2022). *Landbruks- og matministeren iverksetter tiltak for å sikre norsk matkornproduksjon*

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/landbruks-og-matministeren-iverksetter-tiltak-for-a-sikre-norsk-matkornproduksjon/id2903425/>

34. Regnskapsloven. (1998). *Lov om årsregnskap m.v.* (LOV – 1998 – 07 – 17 – 56). Lovdata

[https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL\\_1#%C2%A71-5](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL_1#%C2%A71-5)

35. Sander, K. (2022). *Casestudie*. Estudie

<https://estudie.no/casestudie/>

36. Statistisk sentralbyrå. (2021). *Fakta om Norsk økonomi*

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-okonomi>

37. Statistisk sentralbyrå. (2022). *Konsumprisindeksen*

<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>

38. Statistisk sentralbyrå. (2022). *Lønnsveksten har tatt seg opp*

<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/lonn-og-arbeidskraftkostnader/statistikk/lonn/artikler/lonnsveksten-har-tatt-seg-opp>

## 15. Vedlegg

### Vedlegg 1 – Regnskap Foodtech Industri

#### Resultatregnskap

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	104 638 668	68 350 072	148 561 820	181 314 496	241 985 617	247 823 581
Annen driftsinntekt	0	0	0	50 000	0	0
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>104 638 668</b>	<b>68 350 072</b>	<b>148 561 820</b>	<b>181 364 496</b>	<b>241 985 617</b>	<b>247 823 581</b>
Varekostnad	(84 274 992)	(54 020 391)	(107 785 115)	(130 067 986)	(169 894 772)	(186 393 844)
Lønnskostnader	(9 638 262)	(8 656 524)	(24 488 652)	(28 685 691)	(33 763 465)	(33 674 507)
Avskrivninger	0	0	(50 033)	(57 012)	(59 700)	(8 829)
Annen driftskostnad	(4 604 192)	(4 673 745)	(12 849 156)	(11 925 877)	(12 732 149)	(13 595 238)
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>(98 517 446)</b>	<b>(67 350 660)</b>	<b>(145 172 956)</b>	<b>(170 736 566)</b>	<b>(216 450 086)</b>	<b>(233 672 418)</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>6 121 222</b>	<b>999 412</b>	<b>3 388 864</b>	<b>10 627 930</b>	<b>25 535 531</b>	<b>14 151 163</b>
Annen renteinntekt	133 049	68 747	18 303	51 199	288 555	103 676
Annen finansinntekt	0	253 794	5 256	17 006	36 816	35 044
Nedskrivninger	0	0	0	(359 572)	0	0
Annen rentekostnad	(40 264)	(15 240)	(141 139)	(154 307)	(126 398)	(137 396)
Annen finanskostnad	(253 222)	0	(93 523)	(51 385)	0	0
<b>Resultat av finansposter</b>	<b>(160 437)</b>	<b>307 301</b>	<b>(211 103)</b>	<b>(497 059)</b>	<b>198 973</b>	<b>1 324</b>
<b>Ordinært resultat før skatt</b>	<b>5 960 785</b>	<b>1 306 713</b>	<b>3 177 761</b>	<b>10 130 871</b>	<b>25 734 504</b>	<b>14 152 487</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	(1 676 181)	(371 723)	(859 625)	(2 504 819)	(5 713 939)	(3 152 099)
<b>Årsresultat</b>	<b>4 284 604</b>	<b>934 990</b>	<b>2 318 136</b>	<b>7 626 052</b>	<b>20 020 565</b>	<b>11 000 388</b>

#### Balanseregnskap

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Eiendeler</b>						
Utsattskattefordel	34 904	46 705	428 925	371 982	421 508	128 476
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	0	0	146 318	89 306	29 606	51 625
Investeringer i datterselskap	0	0	358 458	0	0	0
Lån til foretak i samme konsern	0	0	1 903 570	0	0	0
<b>Sum Anleggsmidler</b>	<b>34 904</b>	<b>46 705</b>	<b>2 837 271</b>	<b>461 288</b>	<b>451 114</b>	<b>180 101</b>
Lager av varer og annen beholdning	3 310 950	3 440 628	9 693 066	12 242 230	10 501 996	9 142 763
Kundefordringer	15 749 760	5 830 762	30 872 002	30 042 358	35 558 589	29 684 820
Andre kortsiktige fordringer	1 531 606	341 381	567 718	1 755 556	1 215 322	9 223 575
Bankinnskudd, kontanter o.l.	14 681 013	13 390 268	11 491 405	12 670 035	26 866 958	35 005 904
<b>Sum Omløpsmidler</b>	<b>35 273 329</b>	<b>23 003 039</b>	<b>52 624 191</b>	<b>56 710 179</b>	<b>74 142 865</b>	<b>83 057 062</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>35 308 233</b>	<b>23 049 744</b>	<b>55 461 462</b>	<b>57 171 467</b>	<b>74 593 979</b>	<b>83 237 163</b>

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Egenkapital og Gjeld</b>						
Aksjekapital	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
Annen innskutt egenkapital	2 302 662	2 302 662	2 302 662	2 302 662	2 302 662	2 302 662
Annen egenkapital	8 094 474	7 878 889	10 626 697	11 122 687	20 121 106	23 463 979
<b>Sum Egenkapital</b>	<b>10 897 136</b>	<b>10 681 551</b>	<b>13 429 359</b>	<b>13 925 349</b>	<b>22 923 768</b>	<b>26 266 641</b>
Gjeld til kredittinstitusjoner	0	0	4 493 752	0	0	0
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4 493 752</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Leverandørgjeld	9 818 737	3 032 472	8 127 142	11 580 769	11 072 213	7 229 972
Betalbar skatt	0	0	0	0	2 654 655	690 280
Skyldig offentlig avgifter	1 319 108	2 301 479	8 314 158	8 529 278	11 052 928	15 055 978
Kortsiktig konserngjeld	9 475 729	1 534 099	5 540 002	10 688 679	14 130 956	9 826 301
Annen kortsiktig gjeld	3 827 523	5 500 143	15 557 049	12 447 392	12 759 459	24 167 991
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>24 441 097</b>	<b>12 368 193</b>	<b>37 538 351</b>	<b>43 246 118</b>	<b>51 670 211</b>	<b>56 970 522</b>
<b>Sum Gjeld</b>	<b>24 441 097</b>	<b>12 368 193</b>	<b>42 032 103</b>	<b>43 246 118</b>	<b>51 670 211</b>	<b>56 970 522</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>35 338 233</b>	<b>23 049 744</b>	<b>55 461 462</b>	<b>57 171 467</b>	<b>74 593 979</b>	<b>83 237 163</b>

## Vedlegg 2 – Regnskapsanalyse

## Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalyse	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Totalkapitalens rentabilitet</b>						
Foodtech Industri AS	4,53 %	8,69 %	18,35 %	18,35 %	39,25 %	18,11 %
Horni Baketeknikk AS	35,80 %	15,90 %	15,90 %	14,80 %	24,90 %	20,20 %
Unibak AS	19,80 %	10,10 %	10,10 %	13,70 %	4,50 %	11,80 %
Mpack AS	23,30 %	19,30 %	19,30 %	19,60 %	17,10 %	19,50 %
Neraal maskin AS	14,10 %	23,50 %	23,50 %	15,00 %	30,10 %	29,30 %
Nordic Supply AS	-0,20 %	-14,70 %	-14,70 %	-0,70 %	20,00 %	7,70 %
Bokken AS	18,70 %	17,90 %	17,90 %	17,00 %	10,80 %	22,10 %
Skala AS	12,10 %	-1,50 %	-1,50 %	2,60 %	4,10 %	26,50 %
Dynatec AS	24,60 %	17,20 %	17,20 %	10,20 %	10,90 %	1,90 %
<i>Markedsgjennomsnitt</i>	<i>16,97 %</i>	<i>10,71 %</i>	<i>10,71 %</i>	<i>12,28 %</i>	<i>17,96 %</i>	<i>17,46 %</i>

<b>Kapitalens omløpshastighet</b>						
Foodtech Industri AS		2,3	3,8	3,2	3,7	3,1
Horni Baketeknikk AS		2,6	2,5	2,2	2,3	2,4
Unibak AS		3,0	1,7	2,0	2,3	2,5
Mpack AS		1,7	1,7	1,3	1,6	1,6
Neraal maskin AS		1,7	2,0	1,4	2,5	2,0
Nordic Supply AS		0,7	1,7	1,2	2,5	1,9
Bokken AS		1,7	1,7	1,6	1,5	1,9
Skala AS		10,1	0,2	(0,5)	(0,9)	17,7
Dynatec AS		2,6	2,7	2,3	2,3	4,8
<i>Markedsgjennomsnitt</i>		<i>2,3</i>	<i>2,6</i>	<i>2,1</i>	<i>2,7</i>	<i>2,5</i>

<b>Resultatgrad</b>						
Foodtech Industri AS	5,98 %	1,93 %	2,30 %	5,70 %	10,69 %	5,77 %
Horni Baketeknikk AS	8,00 %	14,00 %	6,40 %	6,60 %	10,90 %	8,30 %
Unibak AS	9,10 %	6,50 %	5,80 %	6,70 %	2,00 %	4,80 %
Mpack AS	19,90 %	14,00 %	11,10 %	14,90 %	10,50 %	12,10 %
Neraal maskin AS	14,20 %	8,20 %	11,50 %	10,40 %	11,90 %	14,70 %
Nordic Supply AS	2,40 %	-0,30 %	-8,90 %	-0,60 %	8,00 %	4,10 %
Bokken AS	9,60 %	11,00 %	10,70 %	10,40 %	7,00 %	11,40 %
Skala AS	0,10 %	1,20 %	-7,50 %	-5,60 %	-4,80 %	1,50 %
Dynatec AS	-0,20 %	9,30 %	6,40 %	4,40 %	4,70 %	0,40 %
<i>Markedsgjennomsnitt</i>	<i>7,68 %</i>	<i>7,31 %</i>	<i>4,20 %</i>	<i>5,88 %</i>	<i>6,77 %</i>	<i>7,01 %</i>

<b>Egenkapitalrentabilitet</b>						
Foodtech Industri AS		12,11 %	26,36 %	74,07 %	139,68 %	57,54 %
Horni Baketeknikk AS		76,80 %	35,20 %	35,60 %	50,20 %	32,60 %
Unibak AS		53,90 %	32,80 %	42,90 %	11,60 %	39,60 %
Mpack AS		45,30 %	34,80 %	30,30 %	25,40 %	29,30 %
Neraal maskin AS		68,80 %	116,60 %	53,80 %	72,90 %	54,80 %
Nordic Supply AS		-3,50 %	-39,40 %	-5,80 %	43,40 %	8,60 %
Bokken AS		40,40 %	42,60 %	41,30 %	22,80 %	37,30 %
Skala AS		44,50 %	36,50 %	35,60 %	35,90 %	36,00 %
Dynatec AS		24,30 %	28,30 %	30,80 %	24,90 %	26,20 %
<i>Markedsgjennomsnitt</i>		<i>40,29 %</i>	<i>34,86 %</i>	<i>37,62 %</i>	<i>47,42 %</i>	<i>35,77 %</i>

## Likviditet og soliditet

Likviditets og soliditetsanalyse	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Likviditetsgrad 1</b>						
Foodtech Industri AS	1,44	1,86	1,40	1,31	1,43	1,46
Horni Baketeknikk AS	1,69	1,75	1,44	1,50	1,94	2,24
Unibak AS	1,79	1,26	1,31	0,97	1,14	1,35
Mpack AS	2,44	1,87	2,57	3,11	2,65	2,48
Neraal maskin AS	1,15	1,16	1,25	1,32	2,04	1,98
Nordic Supply AS	1,68	1,40	1,24	1,27	2,09	2,49
Bokken AS	1,82	1,68	1,62	1,64	2,01	2,66
Skala AS	1,38	1,29	1,08	1,07	1,07	1,09
Dynatec AS	1,29	1,39	1,43	1,41	1,32	1,30
Markedsgjennomsnitt	1,63	1,52	1,48	1,51	1,74	1,89

<b>Egenkapitalprosent</b>						
Foodtech Industri AS	30,84 %	46,34 %	24,21 %	24,36 %	30,73 %	31,56 %
Horni Baketeknikk AS	44,20 %	45,90 %	37,20 %	40,90 %	53,00 %	56,60 %
Unibak AS	39,70 %	32,50 %	26,60 %	37,80 %	37,30 %	13,70 %
Mpack AS	58,10 %	46,20 %	59,50 %	66,30 %	62,20 %	58,70 %
Neraal maskin AS	15,80 %	15,80 %	23,20 %	27,90 %	55,70 %	51,50 %
Nordic Supply AS	43,00 %	42,60 %	42,60 %	38,80 %	47,10 %	58,30 %
Bokken AS	49,30 %	42,20 %	40,00 %	41,10 %	51,70 %	63,70 %
Skala AS	47,60 %	44,50 %	36,50 %	35,60 %	35,60 %	36,00 %
Dynatec AS	19,40 %	24,30 %	28,30 %	30,80 %	24,90 %	26,20 %
Markedsgjennomsnitt	38,66 %	37,82 %	35,35 %	38,17 %	44,25 %	44,03 %

<b>Gjeldsgrad</b>						
Foodtech Industri AS	0,00	0,00	0,33	0,00	0,00	0,00
Horni Baketeknikk AS	0,19	0,11	0,12	0,07	0,02	0,08
Unibak AS	0,37	0,12	0,08	0,09	0,07	1,24
Mpack AS	0,08	0,09	0,07	0,06	0,06	0,09
Neraal maskin AS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nordic Supply AS	0,21	0,01	0,00	0,00	0,23	0,09
Bokken AS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Skala AS	0,02	0,02	0,19	0,18	0,17	0,06
Dynatec AS	0,63	0,39	0,16	0,05	0,06	0,01
Markedsgjennomsnitt	0,17	0,08	0,11	0,05	0,07	0,17

## Vedlegg 3 – Fremtidig regnskap

Fremtidig regnskap	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Driftsinntekter</b>	<b>272 605 939</b>	<b>299 866 533</b>	<b>329 853 186</b>	<b>362 838 505</b>	<b>399 122 355</b>
Varekostnad	(204 119 862)	(224 531 848)	(246 985 033)	(271 683 536)	(298 851 890)
Lønnskostnader	(36 348 840)	(39 903 961)	(43 910 310)	(48 298 150)	(53 128 603)
Avskrivninger	(63 617)	(69 979)	(76 977)	(84 675)	(93 142)
Annen driftskostnad	(16 906 154)	(18 596 769)	(20 456 446)	(22 502 091)	(24 752 300)
Sum driftskostnader	(257 438 473)	(283 102 557)	(311 428 766)	(342 568 452)	(376 825 935)
<b>Driftsresultat</b>	<b>15 167 466</b>	<b>16 763 976</b>	<b>18 424 421</b>	<b>20 270 053</b>	<b>22 296 420</b>
Resultat av finansposter	(16 870)	(18 557)	(20 413)	(22 454)	(24 700)
<b>Resultat før skatt</b>	<b>15 150 596</b>	<b>16 745 418</b>	<b>18 404 008</b>	<b>20 247 599</b>	<b>22 271 721</b>
Skattekostnad	(3 333 131)	(3 683 992)	(4 048 882)	(4 454 472)	(4 899 779)
<b>Årsresultat</b>	<b>11 817 465</b>	<b>13 061 426</b>	<b>14 355 126</b>	<b>15 793 127</b>	<b>17 371 942</b>
Fremtidig regnskap	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Driftsinntekter</b>	<b>419 078 473</b>	<b>440 032 397</b>	<b>462 034 017</b>	<b>485 135 718</b>	<b>497 264 110</b>
Varekostnad	(313 794 484)	(329 484 208)	(345 958 419)	(363 256 340)	(372 337 748)
Lønnskostnader	(56 825 763)	(59 458 906)	(62 473 480)	(65 588 828)	(67 354 416)
Avskrivninger	(97 799)	(102 689)	(107 823)	(113 215)	(116 045)
Annen driftskostnad	(25 989 915)	(27 289 411)	(28 653 881)	(30 086 575)	(30 838 740)
Sum driftskostnader	(396 707 962)	(416 335 214)	(437 193 604)	(459 044 958)	(470 646 949)
<b>Driftsresultat</b>	<b>22 370 512</b>	<b>23 697 183</b>	<b>24 840 413</b>	<b>26 090 760</b>	<b>26 617 161</b>
Resultat av finansposter	(25 935)	(27 231)	(28 593)	(30 022)	(30 773)
<b>Resultat før skatt</b>	<b>22 344 577</b>	<b>23 669 952</b>	<b>24 811 820</b>	<b>26 060 737</b>	<b>26 586 388</b>
Skattekostnad	(4 915 807)	(5 207 389)	(5 458 600)	(5 733 362)	(5 849 005)
<b>Årsresultat</b>	<b>17 428 770</b>	<b>18 462 562</b>	<b>19 353 220</b>	<b>20 327 375</b>	<b>20 737 383</b>

## Vedlegg 4 – Usikkerhetsbetraktninger

### Monte Carlo simulering

RI - Modellen	Prognose										Terminal
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Vekst	9,05 %	11,98 %	11,28 %	9,40 %	10,19 %	2,24 %	4,01 %	2,96 %	8,70 %	2,50 %	
Driftsinntekt	270 255 477	302 621 683	336 763 627	368 406 450	405 951 594	415 044 785	431 680 193	444 442 436	483 125 188	495 182 620	
Varekostnad	(202 359 900)	(226 594 829)	(252 159 381)	(275 852 661)	(303 965 437)	(310 774 169)	(323 230 307)	(332 786 325)	(361 750 910)	(370 779 185)	
Lønnskostnader	(36 059 836)	(40 211 688)	(44 802 578)	(49 065 493)	(54 025 275)	(55 570 419)	(57 650 499)	(59 432 423)	(64 314 679)	(66 282 797)	
Avskrivninger	(63 069)	(70 622)	(78 589)	(85 974)	(94 736)	(96 858)	(100 740)	(103 718)	(112 745)	(115 559)	
Annenn driftskostnad	(16 760 386)	(18 767 635)	(20 885 010)	(22 847 397)	(25 175 828)	(25 739 759)	(26 771 434)	(27 562 907)	(29 961 889)	(30 709 652)	
Sum driftskostnader	(255 243 191)	(285 644 774)	(317 925 559)	(347 851 525)	(383 261 276)	(392 181 204)	(407 752 980)	(419 885 374)	(456 140 224)	(467 887 194)	
<b>Driftsresultat</b>	<b>15 012 287</b>	<b>16 976 909</b>	<b>18 838 068</b>	<b>20 554 925</b>	<b>22 690 319</b>	<b>22 863 581</b>	<b>23 927 214</b>	<b>24 557 062</b>	<b>26 984 964</b>	<b>27 295 427</b>	
Finansposter	(16 725)	(18 728)	(20 841)	(22 799)	(25 122)	(25 685)	(26 714)	(27 504)	(29 898)	(30 644)	
Resultat før skatt	14 995 562	16 958 181	18 817 227	20 532 126	22 665 197	22 837 896	23 900 499	24 529 558	26 955 066	27 264 783	
Skatt	(3 299 024)	(3 730 800)	(4 139 790)	(4 517 068)	(4 986 343)	(5 024 337)	(5 258 110)	(5 396 503)	(5 930 115)	(5 998 252)	
<b>Årsresultat</b>	<b>11 696 538</b>	<b>13 227 382</b>	<b>14 677 437</b>	<b>16 015 058</b>	<b>17 678 853</b>	<b>17 813 559</b>	<b>18 642 390</b>	<b>19 133 055</b>	<b>21 024 952</b>	<b>21 266 530</b>	
Egenkapital	30 945 256	36 236 209	42 107 184	48 513 207	55 584 749	62 710 172	70 167 128	77 820 350	86 230 331	94 736 943	
Kapitalkostnad	(3 294 322)	(3 857 578)	(4 482 581)	(5 164 543)	(5 917 354)	(6 675 902)	(7 469 743)	(8 284 477)	(9 179 774)	(10 085 358)	
<b>Residual Income</b>	<b>8 402 217</b>	<b>9 369 804</b>	<b>10 194 856</b>	<b>10 850 515</b>	<b>11 761 499</b>	<b>11 137 657</b>	<b>11 172 647</b>	<b>10 848 578</b>	<b>11 845 178</b>	<b>11 181 173</b>	
Avkastningskrav	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	10,6 %	
Diskonteringsfaktor	0,90	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,45	0,40	0,40	
Egenkapital (IB)	26 266 641										
Nåverdi av RI	58 273 938										
Terminalverdi	55 198 174										
<b>Verdi</b>	<b>139 738 754</b>										

Monte carlo resultat	
Antall utvalg	1 000
Verdi - Gjennomsnitt	142
Verdi - Standardavvik	8,9 %
Maksimum	188
Minimum	109