

Preben A. Skalmeraas
Torkil Løvhaugen
Ane Afrodite Mikalsen

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI



Verdsettelse av Fakkeltgården AS

BTH 9503 – Bacheloroppgave i Økonomistyring og investeringsanalyse

Innleveringsdato:

07.06.2012

Stuedsted:

BI Trondheim

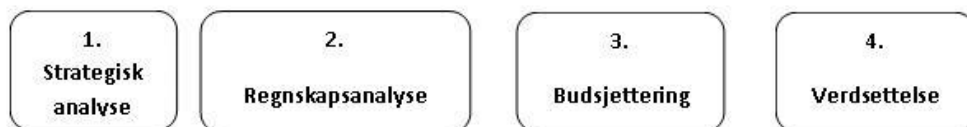
Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket.

Sammendrag

Vi har i vår oppgave tatt for oss en verdsettelse av selskapet Fakkeldgården AS. Fakkeldgården er en næringspark beliggende i Lillehammer, som er eid av SIVA Eiendom Holding AS. Oppgaven starter med en presentasjon av problemet som skal løses, hvor vi kom frem til problemstillingen:

”Hva er verdien av datterselskapet Fakkeldgården AS for eierne som et going concern?”

For å løse denne problemstillingen så vi først på teori vi fant relevant. Denne teorien ble presentert og vi avsluttet med å velge den teorien vi mente ville løse problemstillingen på best mulig måte. Vi valgte å bruke fundamentalanalyse med bruk av totalkapitalmetoden for å finne verdien av selskapet. Fra dette fulgte vi en fire stegs prosess, som teorien tilsier vi skulle bruke. Denne fulgte vi kronologisk og stegene er som følger:



I den strategiske analysen foretok vi både intern og ekstern analyse. Den interne analysen besto av analyse av Fakkeldgårdens ressurser. Denne hjalp oss å finne styrker og svakheter ved Fakkeldgården. I den eksterne analysen, så vi på faktorer vi mener vil ha en innvirkning på Fakkeldgårdens drift. Denne analysen ga oss indikatorer for hvordan faktorene påvirker Fakkeldgården, samt hvordan de vil se ut i fremtiden. I regnskapsanalysedelen sjekket vi Fakkeldgårdens likviditet og soliditet samt sammenlignet med konkurrenter for å finne eventuelle konkurransefortrinn/ulempes. Her fant vi indikasjoner på at Fakkeldgården gjør det bedre enn sine konkurrenter, samt at det var rimelig å anta at inntektene ville holde seg stabile gjennom hele analyseperioden.

Etter analysene gikk vi over til budsjetteringsdelen. Her estimerte vi et 10-årig budsjett med bakgrunn i ulike analyser. Deretter gikk vi over på å finne et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen i Fakkeldgården, her benyttet vi oss av kapitalverdimodellen, hvor vi først fant betaverdier for to børsnoterte selskaper vi mente kunne ha en sammenlignbar risiko. Deretter foretok vi en egen risikoanalyse av Fakkeldgården for å kunne komme frem til en risiko som vi mente samsvarte med Fakkeldgården. Etter å ha bestemt oss for Fakkeldgårdens samvariasjon med markedet, beregnet vi et endelig avkastningskrav på 5,193 %. Dette benyttet vi som neddiskonteringsfaktor av den budsjetterte

kontantstrømmen og kom frem til en selskapsverdi. For å triangulere denne verdien, sjekket vi den i multiplikatormodeller, hvor verdien i den fundamentale analysen ble understøttet. Deretter valgte vi å trekke frem usikkerheter ved verdsettelsen. Usikkerhetene ble så tatt videre med inn i en sensitivitetsanalyse hvor vi benyttet oss av en scenarioanalyse og Monte Carlo Simulering. Selv om det var høy volatilitet i verdien, valgte vi å forholde oss til den verdien vi hadde utregnet. Vår selskapsverdi på Fakkeldgården fant vi til å være kr. **85 453 115**, og ut ifra denne verdien beregnet vi egenkapitalen til kr. **45 081 374**.

Innholdsliste

Sammendrag.....	i
1. Innledning	1
1.1 Valg av oppgave	1
1.2 Begrensninger	1
1.3 Formål og problemstilling	1
1.4 Bransje og bedriftsbeskrivelse	1
2. Metode	2
2.1 Bearbeiding av data/forskningsstrategi.....	3
2.2 Kvalitativ metode.....	3
2.3 Kvantitativ metode	3
2.4 Validitet og reliabilitet	4
2.5 Primærdata	4
2.6 Sekundærdata.....	4
3. Verdsettelsesteori.....	5
3.1 Verdsettelse innen næringseiendom.....	5
3.1.1 Sammenligningstilnærmingen	6
3.1.2 Kapitaliseringstilnærmingen	6
3.1.3 Kostnadstilnærming	6
3.2 Fundamentalanalyse.....	6
3.2.1 Tidshorisont	8
3.2.2 Diskontert kontantstrømsmetode (DCF-metoden)	8
3.3 Terminalverdi og selskapsverdi	9
3.3.1 Verdien av egenkapitalen	10
3.4 Referanseverdsettelse/Multiplikatorer	10
3.5 Valg av metode	11
4. Strategisk analyse	11
4.1 Intern-analyse	13
4.1.1 Livssyklusen til Fakkellgården	13
4.1.2 Fakkellgårdens ressurser	14
4.1.3 VRIO	15
4.1.4. Ressurs analyse	16
4.1.5 Kundeanalyse.....	17
4.1.6 Leverandøranalyse.....	19

4.2 Ekstern analyse	20
4.2.1 Makroøkonomisk analyse	20
4.3 SWOT-analyse	28
5. Regnskapsanalyse	28
5.1 Balansetall	30
5.2 Likviditet og soliditetsanalyse	34
6. Budsjettering	37
6.1 Omformulert resultatoppstilling	38
6.2 Kontantstrømoppstilling	40
7. Verdsettelse	44
7.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)	44
7.2 Risikoanalyse	49
7.3 Verdi av selskapet	52
7.3 Multiplikatorer	53
7.4 Fra selskapsverdi til egenkapital	54
8. Verdsettelseskritikk	55
9. Sensitivitetsanalyse	58
9.1 Scenarioanalyse	58
9.2 Monte Carlo Simulering	59
9.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen	61
10. Konklusjon	62
11. Kilder	63
12. Figur-, tabell- og vedleggsoversikt	68
13. Vedlegg	70

1. Innledning

1.1 Valg av oppgave

Vi har valgt å gjennomføre en verdivurdering av næringsparken Fakkeldgården AS. Hovedgrunnen for vårt valg var at en verdsettelsesoppgave dekker ulike områder innen økonomi, primært i fordypningsfaget *økonomistyring og investeringsanalyse*. Dette gir oss et godt utgangspunkt og bakgrunn for å løse oppgaven på en god måte. Å verdsette et selskap som ikke er børsnotert har mange aspekter knyttet til seg i forhold til metodikk og evalueringstilnærmelser. Dette har brakt frem en rekke utfordringer og problemstillinger i løpet av oppgaveskrivingen som har vært svært interessante og gitt oss verdifull erfaring.

1.2 Begrensninger

Oppgaven tar utgangspunkt i eiers perspektiv og vi bruker teori som er relevant for dette perspektivet. Etter seminar med Espen R. Skaldehaug, velger vi å fokusere på dybden i en verdivurdering istedenfor bredden. Vi forutsetter ingen fysisk ekspansjon av Fakkeldgårdens eiendeler. Videre vil avgrensningene blir redegjort for løpende i form av ulike forutsetninger som vi mener er nødvendig for å komme frem til et godt resultat.

1.3 Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å finne verdien av Fakkeldgården AS fra eiers perspektiv. Vår hypotese er at bokført verdi på egenkapitalen ikke representerer markedsverdien, da aksjen ikke har endret verdi (1000 kroner) i forhold til opprinnelig pålydende. Eierne av Fakkeldgården driver med eiendomsforvaltning i form av at de kjøper i utrygge markeder og selger når etterspørselen er til stede. Vi vil i oppgaven utrede et estimat på hva en teoretisk markedsverdi er og dette vil da bli vårt anslag på verdien av egenkapitalen. Vi mener dette er en relevant måte å foreta en verdivurdering på, og har valgt følgende tekst for problemstillingen og oppgaven:

"Hva er verdien av Fakkeldgården AS for eierne som et going concern?"

Et viktig poeng å peke på innledningsvis er at det finnes mange teorier, men det eksisterer ingen teori eller metode som gir en eksakt verdsettelse. Derfor vil anvendelse av andre relevante teorier og metoder for å verdsette et selskap gi noe forskjellig resultat i forhold til den verdi vi kommer frem til.

1.4 Bransje og bedriftsbeskrivelse

Fakkeldgården AS er et heleid datterselskap av SIVA Eiendom Holding AS, heretter SEH. Fakkeldgården AS er en næringspark i Lillehammer. Selskapet driver med utleie av næringslokaler og har en aksjekapital på 3 millioner kroner. Selskapet

ble stiftet 10. mai 1992 og har en ansatt, driftssjef og alle andre driftstjenester er outsourcet. Fakkeldgården hadde funksjon som pressehus under OL i Lillehammer 1994 og har gjennomgått flere eierskifter frem til Sparebank1 og SEH gikk inn for å ta over parken i 1998. Fakkeldgården ligger i en region med både høyskoler og en rekke næringer innen teknologi, hvor flere kan sies å være høykompetanseintensive næringer som gjør området til et tyngdepunkt i regionen. Bygget har en samlet flate på 15.000 kvm og et uteareal på 18 mål. Blant leietakerne finner vi alt fra Fylkes Arkivet til It-selskapet Ikomm. Lokalene har høy standard med blant annet adgangskontroll, klimaanlegg og automatisk solavskjerming. Videre er bygget plassert nært E6 og med gode parkeringsforhold. Ønsker leietakerne skreddersydde lokaler er det muligheter for spesielle tilpassningsbehov. Morselskapet SEH er selv et datterselskap av SIVA SF som er et statlig foretak (Vedlegg 1.). SEH er selvstendig drevet og krever et konkurransedyktig avkastningskrav i sin virksomhet. SEH har flere datterselskaper og har som overordnet målsetning å ta risiko hvor andre markedsaktører ikke er villige til å gå inn, for så å selge eiendommene på et senere tidspunkt når risikoen er redusert og objektene er attraktive for andre investorer. Fakkeldgårdens drift er utleie av næringslokaler, og tilhører bransjen "Utleie av egen eller leid fast eiendom ellers". I bransjen er det totalt 34 703 bedrifter, 15 824 sysselsatte, og en omsetning på 83 913,2 mill kroner. Lønnskostnadene i bransjen utgjør 4 217,9 mill kroner og bransjens bruttoinvesteringer ligger på 27 938,2 mill kroner (Statistisk Sentralbyrå 2009). Bransjen strekker seg fra utleie av en eller flere små hytter til store kjøpesentre og næringsparker. I dette spennet befinner Fakkeldgården seg i en egen nisje. Det er derfor viktig i sammenligningen med andre bedrifter innen samme bransje at det foretas en nøye utvelgelse av bedrifter som reelt sett er i samme nisje/bransje.

2. Metode

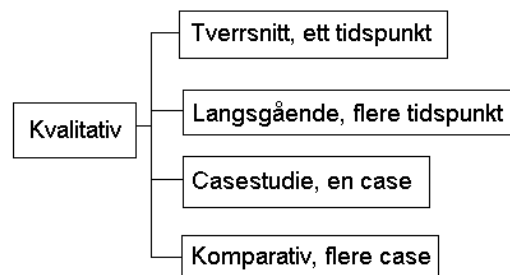
"En design eller et forskningsopplegg er en grov skisse til hvordan en konkret undersøkelse skal utformes" (Ringdal 2007, 22). Ringdal (2007) skiller mellom fem typer design: Tverrsnitt- og langsgående design, casestudier, komparativ og eksperimentell design. Tverrsnittdesign er basert på spørreundersøkelser og registerdata, mens langsgående design forklarer og beskriver endring og stabilitet (Ringdal 2007, 127). Eksperimentell design brukes til å studere årsaksforhold og muligheten til å kontrollere og manipulere interessante variabler, komparativ design og casestudier baserer seg på et eller flere case (Ringdal 2007, 22).

2.1 Bearbeiding av data/forskningsstrategi.

Valget mellom å benytte kvalitativ eller kvantitativ tilnærming beror på hva som er mest hensiktsmessig i hver enkelt situasjon, og hvilken metode man føler seg mest fortrolig med (Ringdal 2007, 23). I en verdivurdering som denne oppgaven har som målsetting å gjøre, bør imidlertid begge metoder benyttes. Kvalitative og kvantitative teknikker bør benyttes parallelt (Johannesen 2004, 368). Kvalitative data kan både belyse de tallmessige resultatene, og si noe om utbredelsen av funnene. Utredningen vil ta utgangspunkt i strategiske analyser av situasjoner og muligheter slik vi vurderer de og slik vi har fått forklart at SEH vurderer de. Videre har vi hatt samtaler med SEH for å kunne bedre forstå regnskapsdata, kontantstrømmer, nøkkeltall og prognoser for fremtiden.

2.2 Kvalitativ metode

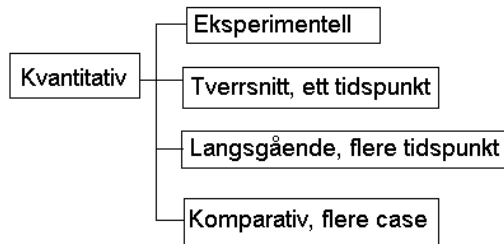
En kvalitativ forskningsstrategi er basert på tekstdata. I kvalitativ metode blir nærhet og observasjon vektlagt høyt, strategien er induktiv og setter seg nøye inn i kildens situasjon, for eksempel dybdeintervju (Ringdal 2007, 92). Figur 1 nedenfor viser skjematisk de ulike steg i en kvalitativ metode.



Figur 1. Forskningsstrategi og design (Ringdal 2007, 23)

2.3 Kvantitativ metode

En kvantitativ forskningsstrategi er basert på talldata. I kvantitativ metode er forskeren distansert fra det som skal studeres, strategien bygger på at de talldata som fremkommer er korrekte (Ringdal 2007, 91). Ved verdsetting av bedrifter er det en rekke kvantitative data som er svært avgjørende for resultatet. I følge Ringdal (2007) er det vanlig å se kvalitativ og kvantitativ metode som komplementære. Å benytte flermetodedesign vil resultere i en triangulering. I en verdsettelse som denne oppgaven har som mål kan vi bruke flermetodedesign. Figur 2 nedenfor viser skjematisk de ulike steg i en kvantitativ metode.



Figur 2. Forskningsstrategi og design (Ringdal 2007, 23)

For å få et bredere inntrykk av hvordan ulike faktorer henger sammen, vil vi benytte oss av korrelasjonsanalyser gjennom oppgaven. Korrelasjon måler det lineære forholdet mellom to variabler innen et gitt tidsrom (Gujarati 2011, 365). Analysen er en matematisk studie av sammenhengen i et, eller flere spredningsdiagrammer. Å få et bilde på slike sammenhenger vil underbygge våre analyser om hvordan de forskjellige faktorer påvirker Fakkeldgårdens drift og derav vår verdsettelse. Vi bruker databehandlingsprogrammet EViews for å utføre korrelasjonsanalysene mellom faktorene vi tror har en påvirkning på Fakkeldgårdens drift.

2.4 Validitet og reliabilitet

Validitet dreier seg om i hvilken grad måleparametrene faktisk måler det konseptet som den aktuelle suksessfaktoren refererer seg til. Ved for eksempel måling av hvor stor andel energikostnadene utgjør av totalkostnaden, er det viktig at energikostnadene beregnes isolert fra andre kostnadsdrivere. Reliabilitet dreier seg om konsistens, det vil si i hvilken grad målingene av parametrene verdier er sammenlignbare på tvers av ulike måleperioder, målesituasjoner og respondenter. Et eksempel er at resultatregnskapet følger regnskapsloven hvor vi kan stole på at postene er resultatført under like rammer i alle år. Dette gjør det mulig å sammenligne på tvers av de ulike regnskapsperiodene (Gjønnes og Tangenes 2012, 92).

2.5 Primærdata

”Primærdata innslamles av forskeren selv eller planlegges av forskeren for prosjektets formål” (Ringdal 2007, 102). Primærdata innhentes som regel via intervju og spørreundersøkelser.

2.6 Sekundærdata

Ringdal (2007, 98) definerer sekundærdata som: ”... omfatter det alt fra graffiti og tagging, via ulike typer dokumenter til statistikk fra SSB og forskningsdata”. Sekundærdata kan med andre ord oppfattes som all tilgjengelig informasjon som

er offentliggjort. Sekundærdata brukes ofte til å belyse primærdata eller egne funn, som samsvarer med andre funn.

Vi bruker både primær- og sekundærdata for å ha et bredest og best mulig grunnlag for vår verdsettelse. Primærdata innhentes ved ulike datainnsamlingsteknikker, som dybdeintervju med den ansvarlige i Fakkелgården. Vi har god kontakt med kontroller, som kan besvare en rekke spørsmål skulle dette være nødvendig. I tillegg vil vi intervju et utvalg av kunder og bruke empirisk vitenskap. Sekundærdata hentes fra Statistisk Sentralbyrå, ulike regnskapsrapporter, fagbøker og artikler. Vi vil også benytte historiske bransjedata for å kunne kartlegge utviklingen i bransjen og for å finne ulike nøkkeltall. Statsbudsjettet for 2012, Norges Bank og regjeringens egne nettsider blir benyttet som hjelpemiddel til å kunne stille prognoser for fremtiden og dermed foreta en best vurdering av selskapets verdi. Ved å innhente primær- og sekundærdata samtidig som vi gjennomfører ulike interne og eksterne analyser, vil vi kunne opparbeide et grunnlag til å estimere selskapets underliggende verdi. Etter å ha gjennomgått metoden vi ønsker å benytte oss av, vil vi nå se på relevant verdsettelsesteori.

3. Verdsettelsesteori

Vi ønsker i dette kapitlet å se på hvilke teorier vi kan anvende i selve verdsettelsen for å være i stand til å løse problemstillingen. Det finnes mange forskjellige teorier innenfor verdsettelse. For vår oppgave velger vi å fokusere på de teorier som vil hjelpe oss med å utarbeide et estimat for verdien av Fakkелgården. Nedenfor presenterer vi et utdrag av teorien som vi mener er egnet til å fastsette verdien til Fakkелgården.

3.1 Verdsettelse innen næringsseiendom

I følge Claus et. al (2009, 14) er det utarbeidet internasjonale standarder/retningslinjer, for hvordan en kan estimere verdien på en eiendom eller selskap. *The International Valuation Standards Committee (IVSC)* og *The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)* gikk sammen på 1970-tallet for å utvikle en internasjonal standard for verdivurdering av eiendom kalt *The International Valuation Standards*. De gir retningslinjer for hvordan eiendom bør verdivurderes på best mulig måte, uavhengig av skiftende rammebetingelser og markedsforhold. Dette gjøres for å finne den virkelige verdien definert som "det beløp en eiendel kan omsettes for i en transaksjon på et gitt tidspunkt, på armlengdes avstand mellom velinformerte, frivillige parter" (Clausen et al 2009, 14). For å finne markedsverdi bygger man på det økonomiske substituttprinsippet. Dette innebærer at "Ingen er villig til å betale mer for et gode enn kostnadene for et tilsvarende substitutt" (Claus et al 2009, 14). Markedsverdi dannes derfor i krysningpunktet mellom pris på et gode og pris på

substituttet. Krysningpunktet finnes ved å bruke én av tre tilnærminger som beskrevet nedenfor (Claus et al 2009, 14).

3.1.1 Sammenligningstilnæringen

I denne tilnæringen sammenligner man sin eiendom med andre eiendommer som allerede har vært omsatt i markedet. Sammenligningen gjøres som regel på kvadratmeterbasis, men kan også gjøres ved å sammenligne avkastningskravene som en input i kapitaliseringsmetodene (Claus et al 2009, 15).

3.1.2 Kapitaliseringstilnæringen

Her likestilles eiendomsverdien med en fremtidig inntektsstrøm, som justeres for tid og risiko, i tråd med substituttprinsippet. Metodene som benyttes for denne tilnæringen er nettokapitaliseringsmetoden og kontantstrømsmetoden (Claus et al 2009, 15).

3.1.3 Kostnadstilnærming

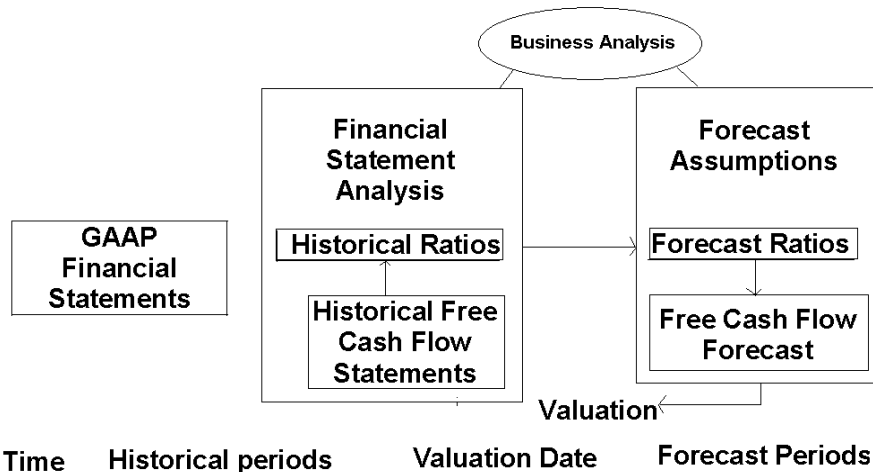
Tilnæringen bygger på vurderingen om at alternativet til å kjøpe for eksempel Fakkलगården er å kjøpe en tomt og bygge opp en ny og tilsvarende næringspark. Metoden vil gi det man benevner som "teknisk verdi". Siden alternativet vil være en nyere næringspark i forhold til den faktiske næringsparken, vil eiendommen man verdsetter oftest ha en lavere verdi enn nybygget. Dette tas hensyn til gjennom en "slit og elde"-kostnad som gjenspeiler kostnadene ved å oppgradere eiendommen til ny standard (Claus et al 2009, 15).

Valg av tilnærming

Isaac (2002, 58) anbefaler at for eksisterende eiendom bør man bruke sammenlignings- og/eller kapitaliseringstilnæringen. Vi velger å anvende kapitaliseringstilnæringen som grunnlag for vår analyse. Deretter velger vi å se på forskjellige metoder for verdsettelse, for så å selektere den metoden som vil hjelpe oss å besvare problemstillingen på best mulig måte.

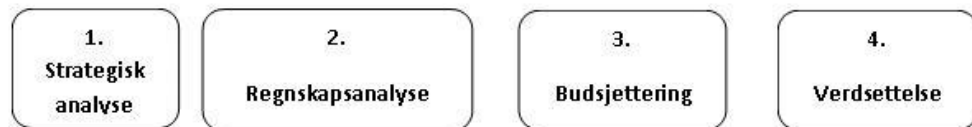
3.2 Fundamentalanalyse

Fundamentalanalyse er en metode hvor man analyserer ulik informasjon fra bedriften. En slik analyse vil gi et godt grunnlag for bedriftens verdi (Penman 2010, 84). Et viktig element i vår problemstilling med å verdsette Fakkलगården som et *going concern* er å kartlegge strategien til bedriften. "*Once a strategy has been selected, that strategy becomes the one under which the business is valued as a going concern*" (Penman 2010, 85). I Soffer & Soffer (2002, 212) finner vi en modell (Figur 3.) for hvordan vi skal tilnærme oss for å anslå verdien på et selskap ved å se på historiske data for å kunne prognosere fremtiden under gitte forutsetninger:



Figur 3. (Soffer og Soffer 2002, 212)

Videre må vi se på selve rammeverket for fundamental analysen som presentert av Palepu, Healy og Peek. Rammeverket og stegene for en fundamentalanalyse er vist i figur 4:



Figur 4. Rammeverk for fundamental verdsettelse

Første delen av rammeverket er en strategisk analyse. Denne delen består av å analysere bedriftens strategi for å kunne evaluere konkurransefortrinn og svakheter for dermed å se hvilke faktorer som vil kunne påvirke selskapet i fremtiden. En slik analyse gjøres ved å gjennomføre makroanalyser, industrianalyser og konkurrentanalyser. Neste steg går ut på å analysere regnskapstall innen likviditet og soliditet, og hvordan bedriften er finansiert. En slik analyse vil gi god innsikt i hvordan utviklingen har vært de siste årene og dermed et grunnlag for å prognosere fremtidig drift. Regnskapsanalysen vil gi betydelig substans til funnene i den strategiske analysen eller gi en indikasjon på at det ikke er samsvar mellom strategisk posisjon og finansiell leveranse. Budsjetteringsdelen fokuserer på bedriftens fremtid. Målet er å estimere et fremtidig regnskap til bruk i nåverdiberegningene. Budsjetteringsanalysen bygger på den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Det vil si å kombinere selskapets relative posisjon med selskapets finansielle evne til å videreutvikle virksomheten. Siste steg er selve verdsettelsen. Denne bygger på de tre ovennevnte steg, strategi, regnskap og budsjettering, ved at den budsjetterte kontantstrømmen blir neddiskontert for tidsverdi og risiko (Palepu, Healy og Peek 2010, 11 – 12).

3.2.1 Tidshorisont

Før man i det hele tatt kan starte verdsettelsesprosessen, er det viktig å bestemme en passende og relevant tidsperiode som skal legges til grunn for prognosene. Her er det flere faktorer som vil være med på å bestemme perioden, blant annet antakelse om hvor lenge objektet har igjen av sin levetid, hva som er vanlig i bransjen og hvordan usikkerhetsfaktorene er for fremtiden generelt og spesifikt for bransjen. Etter man har valgt tidshorisont, analysert bedriften og kommet frem til en forsvarlig prognose av resultat, justerer man dette til den frie kontantstrømmen (Free Cash Flow, FCF).

"This is called free cash flow because it is the part of the cash from operations that is "free" after the firm reinvests in new assets" (Penman 2010, 119).

Det finnes to metoder for å finne FCF, en direkte og en indirekte modell. I den direkte modellen skal kontantstrømmen under driften vises i brutto innbetalinger fra kunder og utbetalinger til leverandører. Den indirekte modellen tar utgangspunkt i årsresultat, og korrigerer det for poster i resultatregnskapet som ikke medfører inn- og utbetalinger. Man bruker kontantstrøm fremfor resultat fordi den gir et rett bilde på bedriftens evne til å sammenkoble de operasjonelle aktivitetene opp mot verdiskapningen i perioden (resultatet). Dette gir en representasjon av de midler bedriften, ved slutten av året, kunne ha anvendt til alternative prosjekter.

Diskontert dividende modell (DDM)

Innen investering fokuserer mange lærebøker på diskontert dividende som basis for analyser. Dividender er kontantstrømmer som aksjeeiere får fra selskapet. Når vi skal verdivurdere obligasjoner lager vi en prognose for den fremtidige kontantstrømmen fra obligasjonen. Så for å finne verdien til aksjene, ser vi på kontantstrømmene aksjer skaper. Modellen for diskontert dividende verdsetter verdien av egenkapitalen ved å prognosere fremtidige dividender:

Verdien av egenkapitalen = Nåverdien av forventede dividender

Fakkelgården har ingen utbyttepolitikk og vi kan dermed ikke bruke denne metoden.

3.2.2 Diskontert kontantstrømsmetode (DCF-metoden)

Etter man har kommet frem til de fremtidige FCF, må man neddiskontere disse for å finne nåverdien. Dette kalles *discounted cash flow*-metoden (DCF-metoden) og brukes for å justere for tidsverdien av penger og den ekstra risikoen forbundet med å gå inn i et marked (Penman 2010, 86).

Det er to typer DCF-metoder innen fundamentalanalyse, totalkapital- og egenkapitalmetoden.

Totalkapitalmetoden (TK-metoden)

TK-metoden beregner totalkapitalkostnaden ved først å finne kostnadene for egenkapital og gjeld hver for seg. TK-metoden veier så disse to sammen til en totalkapitalkostnad etter skatt, også kalt gjennomsnittlig kapitalkostnad eller vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (Palepu, Healy, Peek 2010, 378). Kontantstrømmen som benyttes her kalles *free cash flow to firm* (FCFF) (Damodaran 2002, 13) som er den frie kontantstrømmen til både eier og investor. Formelen for totalkapitalmetoden er:

$$Value\ of\ firm = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + k_{tk})^t}$$

(Damodaran 2002, 13)

Egenkapitalmetoden (EK-metoden)

EK-metoden beregner verdien av sammenkoblede investerings- og finansieringsprosjekter i et trinn. EK-metoden tar utgangspunkt i fri kontantstrøm til eierne etter selskapskatt også kalt *free cash flow to equity* (FCFE) (Damodaran 2002, 13). Dermed justeres nåverdiuttrykkets teller for gjeldsoptak, renter og avdrag, inklusive selskapets renteskattefordel. Kontantstrømmen diskonteres for egenkapital kostnad etter selskapskatt som også skal reflektere den finansielle risikoen eierne må bære (Bøhren og Michalsen 2010, 301). Formelen for egenkapitalmetoden er:

$$Value\ of\ equity = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_{ek})^t}$$

(Damodaran 2002, 13)

3.3 Terminalverdi og selskapsverdi

Det er enkelte situasjoner en må ta hensyn til som ikke blir fanget opp av en normal kontantstrømsmodell, for eksempel at selskapet er et *going concern*, altså at selskapet eller prosjektet ikke har noen sluttdato. Det er ifølge Penman (2010, 89) to investeringstyper man må ta stilling til, *terminal* investering og *going concern* investering. Forskjellen på de to er utbetalingskonsistens og tidshorisont. Ved *terminal* investering forventer man en relativt konstant utbetaling gjennom hele livsperioden. Ved en *going concern* investering forventer man ujevn utbetaling og det befinner seg ingen konkret tidshorisont. Eksisterer det ikke konkret sluttdato for bedriften, må man estimere en *terminal value* fordi den representerer verdien av fremtidige kontantstrømmer etter tidshorisonten man har valgt å prognosere. Formel for *terminal value* er:

$$\text{Terminal value}_t = \frac{CF_{t+1}}{(k - \text{stable growth})}$$

(Damodaran 2010, 305)

Denne settes så inn i formelen for selskapsverdi

$$\text{Value of a firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + k_c)^t} + \frac{\text{Terminal value}_n}{(1 + k_c)^n}$$

(Damodaran 2010, 303)

Ved hjelp av dette verktøyet er vi i stand til å sette tall på verdien av å ha et selskap som har drift ut til ubestemt tid. Benyttes egenkapitalmetoden beregnes egenkapitalverdien direkte. Benyttes totalkapitalmetoden derimot, beregnes *Enterprise Value* (EV), også kalt selskapsverdi. Denne viser verdien av selskapet uavhengig av kapitalstruktur.

3.3.1 Verdien av egenkapitalen

Har man beregnet EV, er det ifølge Soffer og Soffer (2003, 211) en formel for å finne verdien av egenkapital.

$$EQUITY = \sum_{t=1}^t \frac{FCFF}{(1 - k)^t} + NONOP - DEBT - OCAP$$

FCFF: Frie kontantstrømmer til selskapet i år *t*

k: Vektet gjennomsnitt av kapitalkostnad

NONOP: Ikke-operasjonelle aktiviteter

DEBT: Verdien av gjelden

OCAP: Verdien av andre kapitalkrav.

Videre i oppgaven skal vi se på metoder vi mener vil gjøre oss i stand til å sette noen referanser for verdsettelsen vi kommer fram til. Dette gjør vi for å stille vår verdsettelse i et kritisk lys.

3.4 Referanseverdsettelse/Multiplikatorer

Multiplikatorer er forholdstall "...som fremkommer når prisen på aksjene i et selskap eller verdien av selskapet divideres med en resultatstørrelse, en balansestørrelse, en kontantstørrelse og et mål på en kritisk ressurs." (Dyrnes 2004, 43). Soffer og Soffer (2002, 386) presenterer formelen for multiplikatorverdsettelse:

$$V_{\text{Target}} = \left(\frac{V_{\text{comp}}}{X_{\text{comp}}} \right) X_{\text{Target}}$$

V_{target}: Verdien av selskapet.

V_{comp}: verdien av det sammenlignbare selskapet.

X_{comp}: Verdidriveren for det sammenlignbare selskapet.

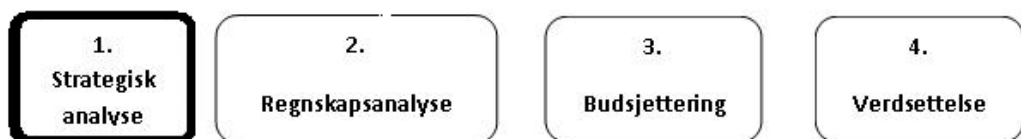
X_{target}: Verdidriveren for selskapet.

Multiplikatormodellen er mindre nøyaktig enn DCF-modellen, men brukes ofte til et raskt overslag over en verdi og som en referansesjekk for andre beregninger. Siden multiplikatormodellen ofte er brukt i ikke-børsnoterte selskaper, kan modellen være relevant for Fakkeldgården AS. Multiplikatorene kan deles inn i to grupper. Den første gruppen bruker *market capitalization*, altså aksjeverdien av egenkapitalen, mens den andre gruppen bruker EV og derav fjerner problemer i henhold til kapitalstruktur. En kritisk faktor ved bruk av multiplikatorer er at man må velge sammenlignbare selskaper. Et utgangspunkt er at de sammenlignbare selskapene må være "korrekt" priset. Her må man skille ut de over eller under prisete selskapene som vil føre til en forskjøvet multiplikator. Andre kritiske faktorer er sammenlignbare konkurransefortrinn og kapitalstruktur.

3.5 Valg av metode

Etter å ha undersøkt de forskjellige metoder og modeller vi kan bruke, må vi bestemme oss for den som vil passe best for å løse vår problemstilling. I verdsettelsen velger vi å bruke TK-metoden, dette fordi vi mener denne modellen passer best i henhold til problemstillingen knyttet til Fakkeldgården. Selskapet er ikke børsnotert og det finnes ingen markedsverdi på aksjene. Vi finner heller ingen direkte sammenlignbare salg av lignede eiendommer som kunne bidratt til å estimere markedsverdi. Vi mener derfor at beste estimat finnes gjennom å analysere Fakkeldgårdens verdiskapning ved å gjennomføre en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. DCF-metoden egner seg best til dette formålet. I tillegg vil en slik metode gi oss muligheten til å inkludere en sluttverdi. Vi vil også benytte oss av multiplikatormetoden for å se vår verdi opp mot en annen metodes anslag. Multiplikatormodellen er en usikker modell, men den er relativt rask og enkel å utføre og vil fungere som referansesjekk for våre beregninger.

4. Strategisk analyse



Når vi skal verdsette et selskap, må vi først og fremst kjenne til bedriftens formål, strategi og konkurransefortrinn (Penman 2010, 15-16). Palepu, Healy og Peek (2010, 45) forklarer strategisk analyse som “...an important starting point for the analysis of financial statements”. Vi er enig i denne uttalelsen og mener analysen vil gi substans til de rapportene Fakkeldgården har. En strategisk analyse vil også identifisere bedriftens verdidrivere og de mest risikable faktorene, som vil gi oss muligheten til å finne bedriftens nåværende ytelse og grunnlag for å konstruere realistiske prognoser for fremtidig ytelse. Palepu, Healy og Peek

(2010, 45) sier at profittpotensialet til en bedrift kommer av bedriftens egne strategiske valg. Vi har identifisert Fakkeldgårdens nisje i bransjen som utleie av kontorlokaler. Det er rimelig å anta at Fakkeldgården ikke har intensjoner om å endre eller ekspandere inn i andre bransjer. Etter å ha identifisert bransjestrategien til Fakkeldgården må vi ta for oss verdikonfigurasjonen innenfor denne nisjen av bransjen for å se hva som skaper verdi for bedriften og kundene (Gottschalk 2003, 89). I følge Fjeldstad og Stabell (1998, 415) er de tre grunnleggende verdikonfigurasjoner verdikjede, verdinettverk og verdiverksted. Fakkeldgårdens virksomhet dreier seg om å skape verdi ved å tilby, utbedre, skreddersy, organisere samt utføre administrative oppgaver forbundet med utleie av lokaler. Dette identifiserer Fakkeldgården til å ligne mer på et verdinettverk, da dens primæraktiviteter er å holde kundene bundet via kontrakter og å opprettholde en infrastruktur som holder kundene fornøyd. Dette er i følge Fjeldstad og Stabell (1998, 415 - 428) et verdinettverk. Skala og kapasitetsutnyttelse er definert av Fjeldstad og Stabell (1998, 415) som både de viktigste verdidrivere og de viktigste kostnadsfaktorene innen et verdinettverk. I Fakkeldgårdens tilfelle betyr dette å opprettholde kundeforhold for å sikre en stabil leietakermasse. Intensjonen til Fakkeldgården er å få fullt utnyttet sin utleiekapasitet. Dette gjør de ved aktivt å tilby en høyere standard enn sine konkurrenter og ved å sikre seg en optimal og stabil kundemasse. Oppnår Fakkeldgården dette vil gi dem en stabil konkurranseposisjon. Videre vil vi gjennomføre en intern analyse for å identifisere styrker og svakheter. I tillegg vil vi gjøre en ekstern analyse som tar for seg makroøkonomiske forhold både nasjonalt og internasjonalt for bedre å kunne identifisere de muligheter og trusler Fakkeldgården har. Vi vil først finne retningslinjer for analysen. Isaac (2002, 31) mener disse faktorene påvirker næringseiendommens verdi:

1. Internasjonale endringer vil påvirke nivået av tillit til markedet men sannsynligvis ikke så mye som aksjer. Rentenivå vil påvirke belåningsgraden og derfor påvirke investeringsetterspørselen etter næringseiendom.
2. Den nasjonale økonomien vil påvirke tilliten til investorer samtidig som realinntekten også vil endre investordgraden.
3. Politikken vil påvirke næringseiendommens verdi fordi eiendom må betale skatt på både kapitalinntekt (vekst i eiendomspris) og renteinntekter, hvor en skattepolitisk endring vil påvirke investorenes villighet.
4. Den lokale økonomien vil påvirke verdien, dette fordi steder hvor det er bedre økonomi tenderer til å ha en høyere pris enn steder hvor det er lavere økonomi. For eksempel Oslo kontra Lillehammer.
5. Design og kvalitet på bygget.

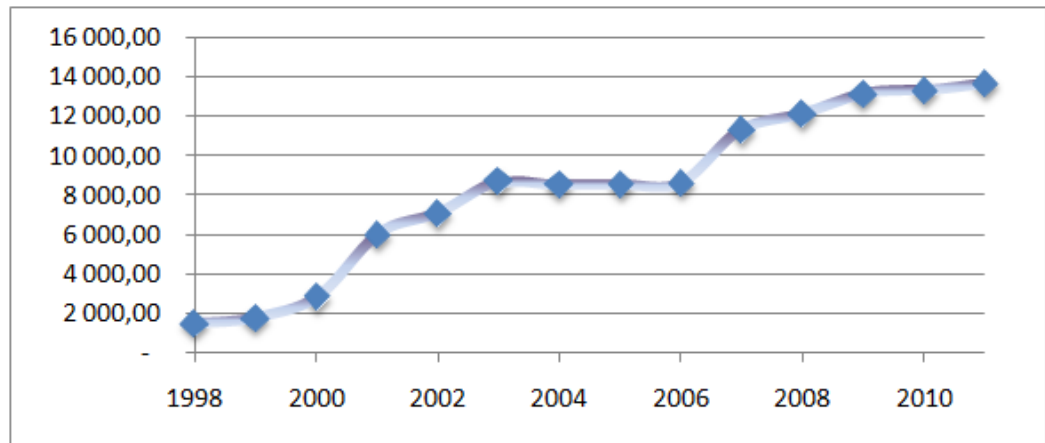
Med dette som bakgrunnstøppe vil resten av kapittel 4 diskutere vår strategiske analyse av Fakkeldgården.

4.1 Intern-analyse

I intern-analysen vil vi nærmere analysere Fakkeldgårdens ressurser og hvor den befinner seg i livssyklusen. Intern analysen er et verktøy som kan brukes til å få oversikt på de nevnte punkter, den skal brukes til å identifisere hvilke styrker og svakheter bedriften har, samt konkurranseposisjon.

4.1.1 Livssyklusen til Fakkeldgården

Det første vi må gjøre i analysen er å kartlegge hvor Fakkeldgården er i livssyklusen. Fra dette vil vi kunne analysere vekstmuligheter samt mulighetene for konkurs.



Figur 5. Graf over driftsinntekter (1998 - 2011) for Fakkeldgården

Figur 5 viser at driftsinntektene ser ut til å flate seg mer ut fra og med 2008. Dette skyldes at parken nærmest er fullt utleid, og har kontrakter i lang tid fremover. Parken har vært i drift siden 1994 og har dermed en relativt lang historie bak seg. Ut ifra grafen over Fakkeldgårdens driftsinntekter, kan vi identifisere dens posisjon i livssyklusen.

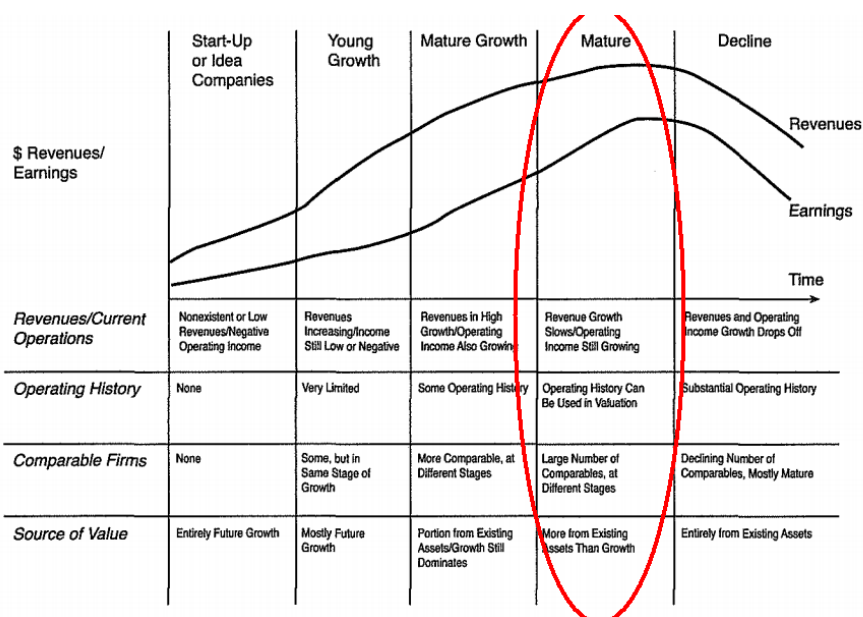


Figure 1.3: Valuation Issues Across the Life Cycle

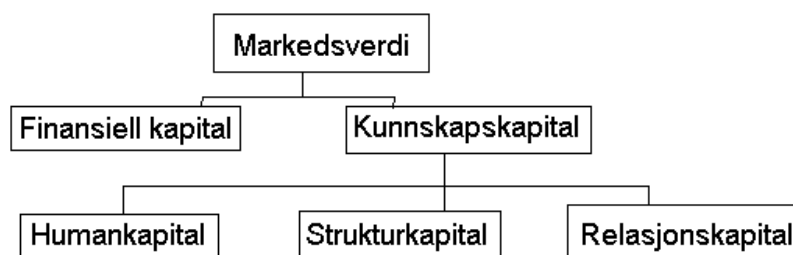
Figur 6. Livssyklus (Damodaran 2012, 8)

Figur 6 viser hvordan man kan kategorisere modenheten av en virksomhet. Vi plasserer Fakkalgården under *mature*, da den har nådd sitt inntekstpotensial og er ved tilnærmet full kapasitetsutnyttelse. For et selskap i denne bransjen, er modningsfasen såpass langvarig at det ikke er noen rimelig grunn til å anta konkurs i uoverskuelig framtid. Dette er viktig å ta hensyn til når vi videre skal budsjettere kontantstrøm, da vi ikke finner noe grunnlag for vekstpåslag i budsjetteringsprosessen.

4.1.2 Fakkalgårdens ressurser

Barney og Hesterly (2008, 84) introduserer RBV-modellen, *The Resource-Based View of the firm*. Denne modellen måler bedriftens ytelse med fokus på at de ressurser og evner i bedriften gir konkurransefortrinn. Bedriftens konkurransefortrinn er i følge Barney og Hesterly (2008, 31) når bedriften skaper mer økonomisk verdi enn sine rivaler. Konkurransefortrinn blir målt som økonomisk verdi, som er differansen mellom kundenes oppfattelse av verdien når de kjøper produktet/tjenesten og kostnaden for å produsere og selge dette produktet/tjenesten. Det er svært krevende å måle dette siden det er vanskelig å måle kunders oppfattelse og alle kostnadene knyttet til et produkt/tjeneste. Dette betyr at Fakkalgården må utnytte sine ressurser på en slik måte at det skaper en merverdi for kunden. For å identifisere Fakkalgårdens ressurser må vi først se på hva ressurser er definert som. Ressurs kan deles opp i to grupper:

1. **Usynlige ressurser** er vanskelig å fastsette verdien på siden de er abstrakt.
2. **Synlige ressurser** vil slites ved bruk og verdien forringes over tid og hvor stor aktiviteten er (Løwendahl og Wenstøp, 181 – 182).



Figur 7. Påvirkningsfaktorer til markedsverdi (Gottschalk 2003, 19)

Med utgangspunkt i Gottschalk sin modell (Figur 7.) er vi nødt til å identifisere hvilke ressurstyper Fakkeldgården har. For å gjøre dette benytter vi oss av modellen for å klassifisere bedriftens ressurser og evner som vi deler inn i fire hovedkategorier, samt identifisere om ressursene er usynlige eller synlige. Tabell 1 nedenfor viser ressursene Fakkeldgården har.

Synlige ressurser:	
<i>Finansielle:</i>	Leieinntekter, Likviditet, Soliditet
<i>Fysiske:</i>	Bygg, tomt og teknisk utstyr
Usynlige ressurser:	
<i>Menneskelige:</i>	Driftssjef
<i>Organisasjonsmessige:</i>	Styret

Tabell 1. Ressurser

4.1.3 VRIO

Formålet med VRIO er å identifisere selskapets interne styrker og svakheter. Analysen tar for seg om ressursene er verdifulle for leietakerne (**V**aluable), sjeldne (**R**are), vanskelig å kopiere (**I**mitability) og/eller om de er effektivt organisert (**O**rganization) (Løvendal og Venstøp 2011, 188). Barney og Hesterly (2008, 88) identifiserer de ulike ressursene som:

Verdifull: Bedriftens ressurser vil betraktes som en styrke hvis de klarer å utnytte eksterne muligheter, eller nøytralisere eksterne trusler. Ressursene er verdifulle dersom de øker bedriftens konkurransepotensial. **Sjelden:** Dersom det er vanskelig for konkurrentene å skaffe lik mengde eller kvalitet av ressursen. **Vanskelig å kopiere:** Dersom ressursen er kostbar eller umulig å anskaffe for konkurrentene ansees ressursen som ikke-kopierbart. Klarer bedriften å utnytte ressursen til sin fordel, vil de oppnå et konkurransefortrinn. **Effektivt organisert:** Dersom bedriften klarer å utnytte konkurransepotensialer til sine ressurser og evner. Effektiv organisering oppnås dersom en ressurs er effektivt organisert, verdifull, sjelden og vanskelig å kopiere.

”Hvis en ressurs som firmaet disponerer over, er **verdifull, unik og vanskelig å imitere**, vil en strategi som går ut på å utnytte denne ressursen, kunne gi permanent konkurransefortrinn i firmaets utnyttelse av muligheter og nøytralisering av trusler” (Gottschalk 2003, 60).

4.1.4. Ressurs analyse

De **finansielle ressursene** til Fakkeldgården kommer fra leieinntekter. Vi kan se fra resultatregnskapet (Vedlegg 2.) at næringsparken har hatt en positiv utvikling de siste ti år. I eiendomsbransjen kreves det høye sprangvise investeringer for å opprettholde inntektene. En videre analyse av de finansielle ressursene vil vi ta videre i regnskapsanalysen. Vi vet at Fakkeldgården setter overskudd på bankkonto, som skal brukes til å finansiere grunninvesteringer.

Næringsparkens **menneskelige ressurser** fremkommer av en ansatt, driftsjef, som har ansvar for å sørge for orden og service til leietakere. Driftsjefen er utdannet snekker og har vært driftsjef hos Fakkeldgården i lengre tid. Han har opp gjennom årene opparbeidet seg egenskaper som ansees å være av stor verdi for Fakkeldgården og som gjør han i stand til å utføre sitt ansvarsområde som på en god måte. Dette baseres på intervjuer med leietakere, hvor det ble nevnt at de er fornøyd med oppgavene som blir utført. Denne oppfattelsen deler vi med leietakerne etter de samtaler vi har hatt med driftsjefen. Han har forhandlet seg til flere fordelaktige leiekontrakter, bidratt til å redusere strømforbruk ved aktivt å benytte seg av nye kontrollsystemer og utføre rutinemessige målinger av forbruket.

De **organisasjonsmessige ressursene** til Fakkeldgården er hvordan næringsparken styres. Oppsettet av organisasjonsstrukturen gjør at det ikke tydelig kommer frem hvem som faktisk er ansvarlig for selskapet. Slik som vi ser strukturen i dag, består den av en ansvarlig for daglig drift, en daglig leder, en overordnet leder og tre styremedlemmer. Prosessen for en beslutning starter først ved driftsjefen som har et behov utenom normal drift. Dette formidles videre til den overordnede lederen som igjen fører dette videre til styret for endelig beslutning. Et problem vi ser her er at både styre og leder sitter i Trondheim, driftsjef må da gjennom to forskjellige eksterne ledd før en beslutning kan tas. Dette ser vi på som en ulempe da det kan ta lang tid før en beslutning fattes.

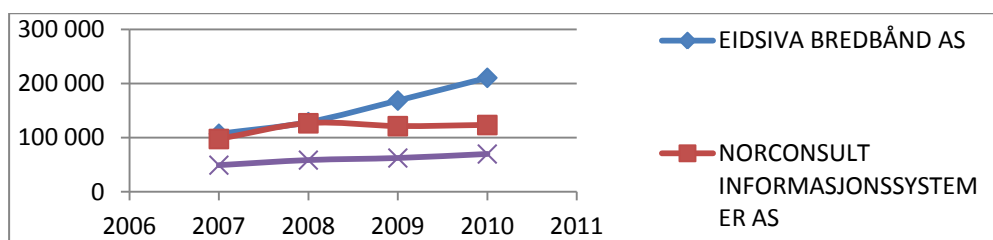
De **fysiske ressursene** identifiseres som bygninger, tomter og teknisk utstyr. Nye kunder får skreddersydd sine lokaler, som sørger for at alt er nytt og tilpasset bedriftens behov og ønsker. Når det gjelder fellesarealene sørges det for at disse blir vedlikeholdt gjennom en fellesavtale mellom leietakerne og Fakkeldgården. Her blir det innhentet jevnlig kapital for å dekke felleskostnadene. Utsiden av

bygget blir godt vedlikeholdt og pusset opp regelmessig i henhold til forringelse. Basert på egne observasjoner er det rimelig å anta at det er god standard på leielokalene og næringsparken generelt.

4.1.5 Kundeanalyse

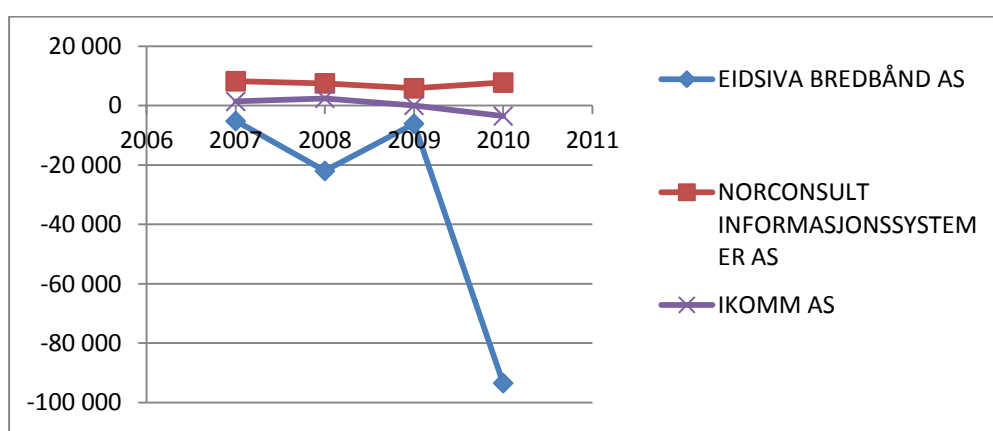
En kundeanalyse gjennomfører vi for å se på muligheten for at kundene til Fakkeldgården går konkurs, da dette vil føre til et bortfall av leieinntekter. Først identifiseres de viktigste kundene til Fakkeldgården. Ut fra Fakkeldgårdens leietakere er det tre kunder som skiller seg særdeles ut enten i form av å utgjøre en stor andel av de totale leieinntektene, fysisk størrelse eller stabilitet. *Statens Mattilsyn* står for ca. 4,5 % av Fakkeldgårdens totale leieinntekter per år. De har en langvarig leiekontrakt, og har gitt signaler om at de er fornøyde med forholdene hos Fakkeldgården. *Oppland Fylkesarkiv* står for ca. 13,1 % av de totale leieinntekter per år og er den fysisk største kunden til Fakkeldgården. Virksomheten til *Oppland Fylkesarkiv* tilsier at de er veldig forankret i næringsparken. Det er rimelig å anta at de vil være en del av Fakkeldgården til næringsparken eventuelt forsvinner, så deres leiekontrakt kan anses som uendelig. *NINA (Norwegian Institute for Nature Research)* betaler ca. 8,4 % av totale leieinntekter til Fakkeldgården per år. De har også en langvarig kontrakt og fra våre intervjuer har vi fått vite at de er godt fornøyde med servicen gitt i Fakkeldgården. Fellesfaktorene for disse kundene er at de representerer en større andel av leieinntektene, er statlig eide selskaper og anses som meget stabile kunder. Sammert sett vil de være en styrke for Fakkeldgården, og være med på å redusere risikoen forbundet med næringsparken. Etter å ha sett på de mest stabile kundene, vil vi nå se på noen av de andre større kundene.

Eidsiva bredbånd AS er en lokal leverandør av bredbåndtjenester og eies av ni regionale energiselskaper. *Norconsult informasjonssystemer AS* er et programvarehus som utvikler, markedsfører og leverer helhetlige IKT-løsninger for prosjektering, bygging og forvaltning av infrastruktur og eiendom. *Ikomm AS* er totalleverandør av IKT-tjenester til kunder i privat og offentlig sektor. De tilbyr finansiering, forvaltning, sentraliserte driftstjenester, rådgiving og prosjektering. Først ser vi på historiske driftsinntekter for disse selskapene, Figur 8.



Figur 8. Kundens driftsinntekter

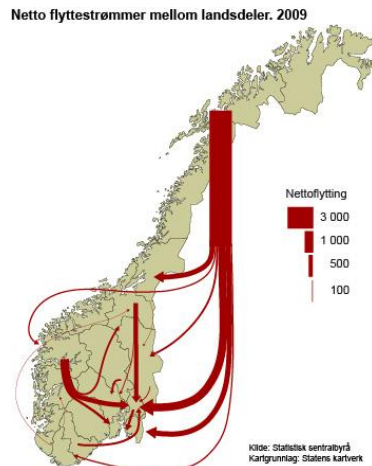
Vi ser en stigende trend på driftsinntekter, noe som vi kan anta vil fortsette fremover i tid, med mindre det forekommer store markedsendringer. Trendlinjen gir et positivt inntrykk av kundenes eksistensberettigelse. En annen viktig faktor for vurdering av om selskapene er solide er å se på driftsresultatet til disse kundene, Figur 9.



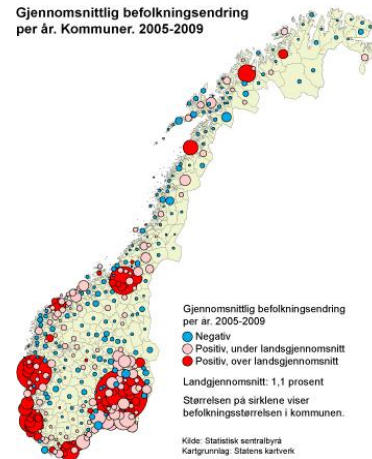
Figur 9. Kundens driftsresultat

Det tyder på høye driftskostnader hos både I Komm AS, Norconsult informasjonssystemer AS og Eidsiva bredbånd AS. I 2010 er det kun Norconsult informasjonssystem AS som har positivt driftsresultat. Dette kan tyde på at selskapene er i nyetableringsfasen eller ligger innefor en bransje med høy risiko. Totalt sett er det rimelig å tro at IT-selskapene har relativt høy risiko, trolig grunnet stadig oppgraderinger av servicepakker og servere. Dette gjenspeiles i driftsresultatet, med høye driftsinntekter og negativt driftsresultat. Vi antar at det eksisterer høy konkursrisiko hos IT-selskapene, noe vi mener bør vises i nåverdiberegningen.

Hvis en kunde går konkurs må vi se på muligheten for overtakelse av en ny kunde. Her kan vi først analysere demografi og bosetting. I Fakkeldgårdens tilfelle, mener vi, etterspørsel etter næringslokaler er knyttet til netto tilflytning til Fakkeldgårdens nærområde. Vi mener derfor det er viktig å danne et bilde av Lillehammers demografi. Flere modeller og data fra Statistisk Sentralbyrå finner vi relevante for Fakkeldgården AS.



Figur 11. Statistisk sentralbyrå 2011a



Figur 10. Statistisk sentralbyrå 2011a

Figur 11 viser høy tilflytning til østkanten av Norge. Lillehammer ligger litt nord for den største tilflytningen, men det er rimelig å anta at denne sentraliseringen vil være fordelaktig for Lillehammer kommune grunnet nærheten til Oslo og omegn. Videre ser vi på en oversikt over gjennomsnittlig befolkningsendring fra 2005-2009. I figur 10 ser vi en positiv befolkningsendring i Lillehammerområdet. Figuren viser at Lillehammer ligger innenfor et område med tilflytning over landets gjennomsnitt. Dette blir også bekreftet av Statistisk Sentralbyrå (2011b) sin tabell over befolkningsendring i Lillehammer. Denne sentraliseringen kan være til fordel for Fakkalgården, da økt tilflytning ofte betyr økt etterspørsel etter næringslokaler. Desto flere innbyggere desto større sjanse for flere arbeidstakere, som igjen gir en større sjanse for flere bedrifter. Som nevnt i innledningen ligger Fakkalgården i et tyngdepunkt for både høyteknologi og utdanning. Dette gir insentiver for etablering i området, som igjen fører til en raskere utskiftning av kunder ved ledige lokaler. Vi kan konkludere med at det er en stor sannsynlighet for overtakelse av nye kunder og at gjennomsnittlig tid det tar før en ny kunde kan etablere seg i lokalet er meget kort. Dette mener vi bør tas hensyn til i budsjettering av fremtidig resultat.

4.1.6 Leverandøranalyse

Det er flere leverandører som Fakkalgården er avhengig av. De trenger strøm, renhold, vedlikehold samt håndverker i forbindelse med utbygging og utforming av nye eller eksisterende lokaler i parken. Leverandører er styrket når det bare er få bedrifter og substitutter tilgjengelig for deres kunder, samt når leverandørens produkter/tjenester er kritiske for forretningen til kunden. (Palepu, Healy og Peek 2010, 50). Etter vårt besøk hos Fakkalgården vet vi at de har flere leverandører å velge mellom når det gjelder vedlikehold. Fakkalgården står fritt til å sammenligne priser, leveringsstandard og sikkerhet, slik at Fakkalgården kan

tilpasse sin leverandør komposisjon for å holde kostnader så lave som mulig, og kvaliteten høy. Ut fra samtale med driftsjef, har vi kommet frem til Fakkeldgårdens fire hovedleverandører: GK Rør, GK ventilasjon, Lillehammer Elektro og NORDIA(Byggelementer). Innenfor rørlegging fins det mange leverandører i Lillehammer, noen av konkurrentene til GK Rør er: Bademiljø, Ramsøyas og Rørleggere. GK ventilasjon har en stor konkurrent i Lillehammer, nemlig Lillehammer ventilasjon. GK rør og GK ventilasjon kommer fra samme selskap, og Fakkeldgården har nylig installert et kontrollsystem E Max levert og installert av GK ventilasjon. Dette gjør at byttekostnadene, og barrieren er høy for å endre leverandør. Når det gjelder Lillehammer Elektro, eksisterer det flere konkurrenter. Parken har nylig tatt en relativt stor investering i nytt sikkerhetssystem, dette gjør barrieren for å skifte leverandør høy. Selv om det er noen barrierer for konkurranse har vi antatt leverandørene ikke utgjør noen fremtidige kostnadsøkninger for Fakkeldgårdens drift.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Godt organisert	Konkurransefortrinn	Påvirkning på avkastning	Styrke/svakhet	Ressurstype
Stabile kunder	JA	NEI	JA	-	JA	POSITIV	STYRKE	SYNLIG
Risikable kunder	NEI	NEI	NEI	-	-	POSITIV	PARITET	SYNLIG
Driftsjef	JA	JA	JA	JA	JA	POSITIV	STYRKE	SYNLIG
Organisasjonsstruktur	NEI	NEI	NEI	NEI	NEI	NEGATIV	SVAKHET	USYNLIG
Infrastruktur	-	NEI	NEI	JA	-	POSITIV	PARITET	SYNLIG
Lav kundetskiftingstid	JA	NEI	-	-	-	POSITIV	STYRKE	SYNLIG

Tabell 2. VRIO matrise

4.2 Ekstern analyse

Formålet med den eksterne analysen er å få en god forståelse for bedriften sine trusler og muligheter med hensyn på markedet. Dette gjøres ved å gjennomføre en makroanalyse.

4.2.1 Makroøkonomisk analyse

De politiske forholdene omfatter lover og forskrifter gitt fra myndighetene, og er ufravikelige krav for Fakkeldgården og bransjen. Skatte- og avgiftsendringer vil påvirke selskapets kundemasse med hensyn på likviditetsevne og eksistensevne, og fører til endringer i Fakkeldgårdens inntekter. Skatt vil også påvirke verdien til Fakkeldgården. Overskuddsskattesats for bedrifter i Norge er satt til 28 % (Regjeringen 2012), og det er ingen rimelig grunn til å tro at denne vil endre seg. Avgifter og renter med hensyn på eiendom og bygg, vil påvirke Fakkeldgårdens resultat. Varene som tilbys av kundemassen kan importeres fra andre

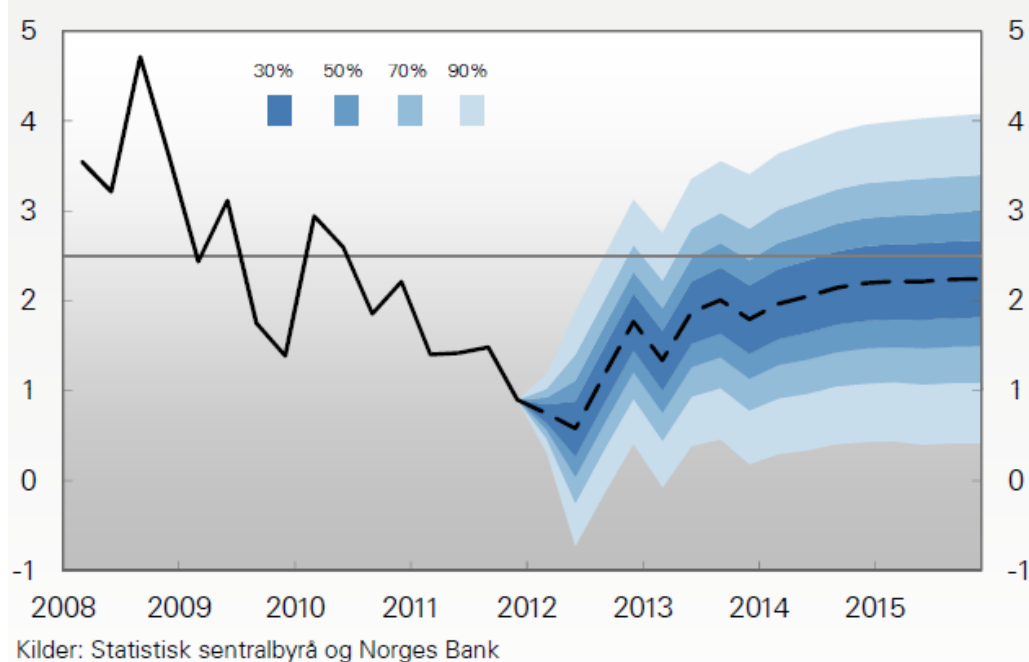
leverandører i utlandet. Derfor er kundemassen, og derav Fakkeltgården, sårbare for endringer i handelspolitikken.

Nasjonale forhold

Finansminister Sigbjørn Johnsen skriver på regjeringen sine hjemmesider at *"Budsjettforslaget for 2012 er innrettet for å trygge arbeidsplasser, verdiskaping og velferd framover. Budsjettet er tilpasset en økonomisk situasjon med stor internasjonal uro"* (Regjeringen 2011a). Trygge arbeidsplasser gir oss grunnlag til å tro at Fakkeltgårdens kunder ikke vil oppleve å få forverrede rammevilkår i tiden framover. I følge pengepolitikken forskrift (2001) § 1 skal Norges Bank stå for den operative gjennomføringen av pengepolitikken med et mål om å holde den årlige veksten i konsumprisindeksen rundt 2,5 %. Verktøyet Norges Bank benytter seg av er styringsrenten.

Konsumprisindeks (KPI)

Det er særlig prisutviklingen på importerte konsumvarer som har bidratt til å holde den underliggende inflasjonen lav. Norges Bank sine prognoser om KPI de neste 3 årene viser en gradvis stigning fra 1,2 % til 2,25 % i 2012. Utover dette er det rimelig å anta at KPI vil holde seg rundt inflasjonsmålet på 2,5 %. Figur 12 nedenfor viser historiske tall for KPI og fremtidige utviklingsbaner for KPI med ulik sannsynlighet. Grafen fra Norges Banks pengepolitiske rapport (2012).



Figur 12. Konsumprisindeks

Fakkeltgårdens leiekontrakter blir justert for KPI, og det er her interessant å se på den historiske korrelasjonen mellom disse.

		DRIFTSINNTEKTER	KPI-INDEKS
DRIFTSINNTEKTER	Korrelasjon	1.000000	
KPI-INDEKS	Korrelasjon	0.965342	1.000000
	Sannsynlighet	0.0000	-----

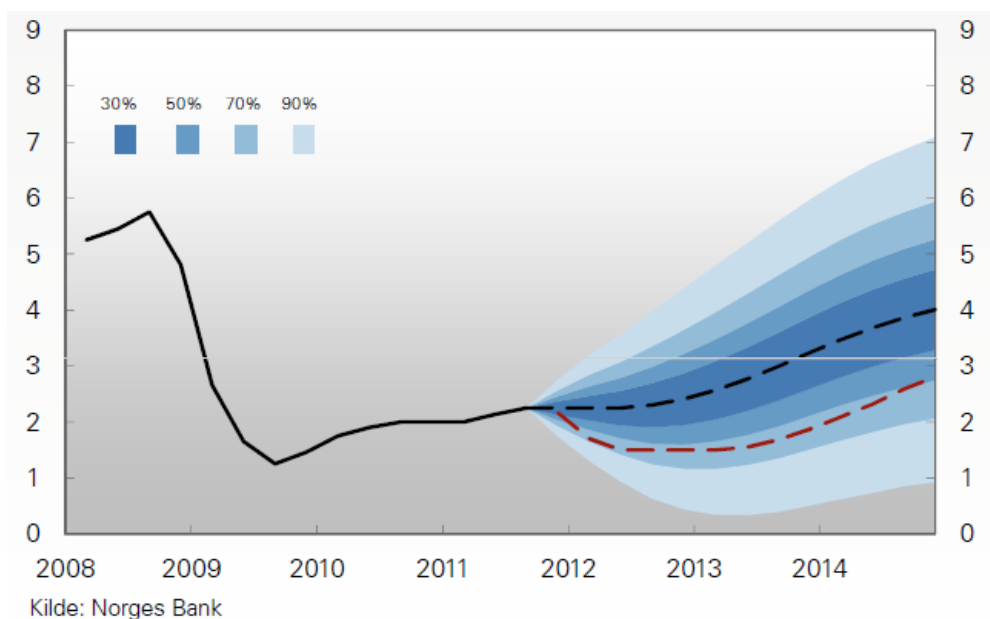
Tabell 3. Korrelasjon Driftsinntekter - Konsumprisindeks

Tabell 3 ovenfor viser resultatet fra korrelasjonsanalysen. Den viser en signifikant positiv korrelasjon mellom KPI og Fakkeltgårdens driftsinntekter. Vi har hentet historiske tall på KPI-indeksen fra Statistisk Sentralbyrå (2012a). Isolert sett understøtter dette at leiekontraktene blir justert for KPI.

Styringsrenten

På rentemøtet i mars satte Norges Bank styringsrenten ned til 1,50 %, en nedgang på 0,25 prosentpoeng. Denne styringsrenten skal holdes frem til sommeren 2012. Pengepolitisk rapport (Norges Bank 2012) antyder at styringsrenten gradvis vil bli satt opp til vel 4 % ved utgangen av 2014. I vurderingen fra Norges Bank står det at det fortsatt er stor usikkerhet rundt vekst i utlandet og den sterke kronen fører til lav vekst her i Norge og at dette er grunnen til at styringsrenten holdes lav. Skulle uroen forsterkes, påslagene i pengemarkedet holde seg høye og utsiktene for vekst og inflasjon bli ytterligere svekket, kan renten bli satt ned. Hvis uroen i finansmarkedene avtar og det er utsikter til høyere vekst og inflasjon, kan renten bli satt opp.

Figur 13 nedenfor viser Norges Banks utvikling i styringsrenten historisk og prognoser for de kommende årene med ulik sannsynlighet for å inntreffe.



Figur 13. Prognoser for styringsrente

Den sorte prognoselinjen viser Norges Banks anslag i sin pengepolitiske rapport nummer 3 i 2011. Den røde linjen viser den nye prognosen i den første pengepolitiske rapporten for 2012 (Norges Bank 2012d). Grafen viser tydelig rentenedsettelsen som en konsekvens av finanskrisen høsten 2008, og den fortsettende økonomiske uroen i frem til i dag. Når det gjelder utsiktene fremover ser vi at Norges Bank har prognostisert en svakere vekst i styringsrenten enn de gjorde ved forrige periode, grunnet økt ustabilitet i Eurosonen enn tidligere antatt. Grafen viser at Norges Bank vil øke renten gradvis over tid, noe som indikerer en forventet økonomisk vekst og en stabilisering i markedet. Fra figuren ser vi at Norges Bank har svake utsikter til at styringsrenten vil bli hevet til et normalnivå, rundt 5 % (Norges Bank 2010), innen 2015. Vi vil utføre en korrelasjonsanalyse mellom Fakkeldgårdens driftsinntekter, driftsresultat, årsresultat og styringsrenten, for å se effekten av dette.

		STYRINGSRENTE	DRIFTSRES	DRIFTSINNT	ARSRESULTAT
STYRINGSRENTE	<i>Korrelasjon</i>	1.000000			
DRIFTSRES	<i>Korrelasjon</i>	-0.229724	1.000000		
	<i>Sannsynlighet</i>	0.4502	-----		
DRIFTSINNTEKTER	<i>Korrelasjon</i>	-0.672081	0.541444	1.000000	
	<i>Sannsynlighet</i>	0.0119	0.0560	-----	
ARSRESULTAT	<i>Korrelasjon</i>	-0.282503	0.874067	0.369459	1.000000
	<i>Sannsynlighet</i>	0.3497	0.0001	0.2141	-----

Tabell 4. Korrelasjon Styringsrente – Driftsresultat – Driftsinntekter - Årsresultat

I tabell 4 er resultatet av ulike korrelasjonsanalyser vist. Analysen viser en signifikant negativ korrelasjon mellom styringsrenten og Fakkeldgårdens driftsinntekter. Års- og driftsresultat viser ingen signifikant korrelasjon, men korrelasjonskoeffisienten viser til en negativ korrelasjon mellom disse som ikke er uventet siden de har en direkte link til inntektene. Ved første øyekast kan dette tyde på at Fakkeldgårdens inntekter synker når styringsrenten går opp. Dette kan forklares ut fra at styringsrenten påvirker KPI og/eller at det kan være mangel på investeringsvillighet hos Fakkeldgården sine kunder (Norges Bank 2012b). På den andre siden må vi se på hvordan Fakkeldgården ble påvirket av finanskrisen. Dette fordi finanskrisen er hovedfaktoren til den kraftige nedsettelsen av styringsrenten. Fakkeldgården har hatt jevn vekst før og etter finanskrisen, som indikerer at Fakkeldgården påvirkes svakt av kriser og er mest trolig det siste leddet som blir påvirket. Gjennom et intervju med driftssjef i Fakkeldgården kom det frem at Fakkeldgården ble påvirket av finanskrisen, men i liten grad. Dette understøtter våre antakelser. Andre faktorer styringsrenten påvirker er bedriftens finansstyring og netto finanskostnad. Dette fordi styringsrenten fastsetter den nedre del av rentekorridoren (Norges bank 2011),

som derav vil påvirke Norwegian Inter Bank Offered Rate (NIBOR). Dette blir også understøttet i en korrelasjonsanalyse mellom NIBOR og styringsrenten med månedlige tall fra fire år tilbake i tid. Resultatet er vist i tabell 5 nedenfor.

		NIBOR	STYRINGSRENTE
NIBOR	<i>Korrelasjon</i>	1.000000	
STYRINGSRENTE	<i>Korrelasjon</i>	0.993165	1.000000
	<i>Sannsynlighet</i>	0.0000	-----

Tabell 5. Korrelasjon NIBOR - Styringsrente

Analysen viser til en signifikant sterk korrelasjon mellom styringsrenten og NIBOR, som ikke er uventet da styringsrenten setter rentekorridoren til NIBOR. Tabell 6 viser resultatene hvis vi setter opp en regresjon av NIBOR med styringsrenten som uavhengig variabel.

Dependent Variable: NIBOR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STYRINGSRENTE	1.065792	0.017893	59.56440	0.0000
C	0.566335	0.055406	10.22149	0.0000

R-squared 0.986377

Adjusted R-squared 0.986099

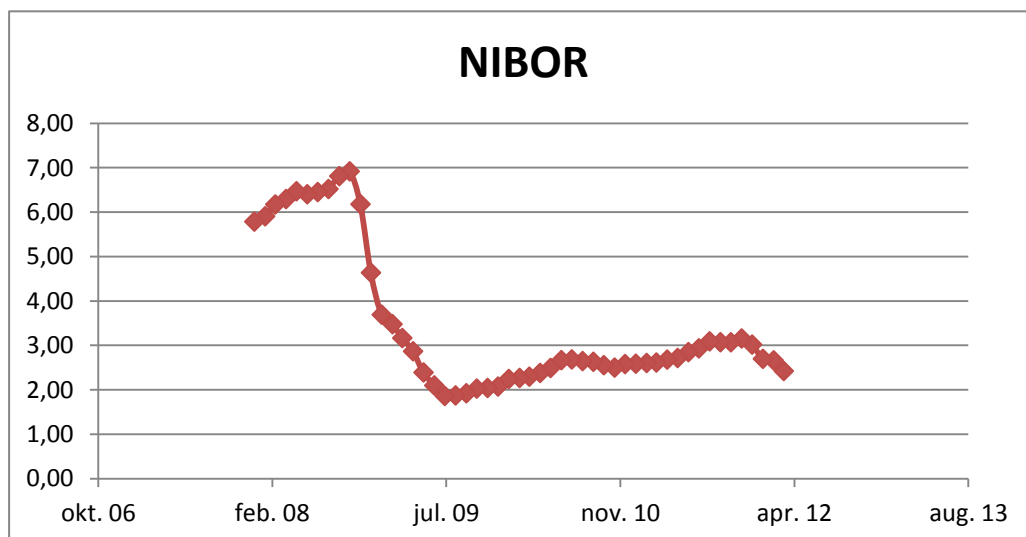
S.E. of regression 0.190274

Tabell 6. Regresjon NIBOR - Styringsrente

Regresjonen viser til en signifikant forklaringsgrad på 98,6 %, samt et standardavvik på 0,19 som er det gjennomsnittlige avviket fra regresjonsligningen. Dette forteller oss at det er styringsrenten som påvirker NIBOR i størst grad.

NIBOR

Ut ifra Finansnæringens Fellesorganisasjon sine nettsider (2012) er NIBOR en betegnelse på pengemarkedsrentene i Norge. Denne skal gjenspeile lånegivers krav til rentenivå for et usikret utlån i NOK som skal leveres om to dager. Etter samtale med kontrollør i SEH vet vi at Fakkeldgårdens pantelån har en rente på 3 måneders NIBOR + en margin på 0,84 prosentpoeng. Vi har derfor sett på 3 måneders NIBORs utvikling (Norges Bank 2012a).



Figur 14. 3 måneders NIBOR februar 2008 – april 2012

Utviklingen viser samme bane som styringsrenten dette er ikke uventet da vi tidligere har vist til nærmest perfekt korrelasjon. Dette tyder på at Fakkeldgårdens finanskostnader vil påvirkes av endringer i økonomien både i Norge og i utlandet. Fra analysene kan vi konkludere med at Fakkeldgårdens driftsinntekter vil bli påvirket positivt av en vekst i KPI i form av justerte leieinntekter. Det er verdt å merke seg at driftskostnadene antakeligvis vil bli justert med lik faktor, da vekst i KPI svekker pengeverdien. Det er rimelig å anta at styringsrenten settes opp når det finnes anslag for KPI vekst, dette igjen fører til en vekst i NIBOR som vil påvirke Fakkeldgårdens finanskostnader da deres lånerente styres av NIBOR. Med andre ord vil resultatet endres positivt i form av økte driftsinntekter og negativt i form av økte drifts- og finanskostnader. Om kostnadene og inntektene øker likt vil det resultere i en marginal resultat effekt og finanskostnadene vil være faktoren som påvirker resultatet i negativ retning. Vi kan se en indikasjon på dette i korrelasjonsanalysen mellom styringsrenten og årsresultatet (Tabell 4. Korrelasjon Styringsrente – Driftresultat – Driftsinntekter - Årsresultat). I tillegg til de relasjoner og konsekvenser som er diskutert ovenfor er det andre nasjonale faktorer vi bør se på, som også kan ha påvirkninger på Fakkeldgården sin virksomhet.

Investeringer og bygg

For å få en oversikt over trusselen fra nyetablering av næringsparker ser vi på trender fra Statistisk Sentralbyrås varekonsumindeks som tyder på en svak forbruksvekst i 2011. Figur 15 viser at indeksen har falt de siste månedene, også konsumet av øvrige varegrupper har utviklet seg svakt. Indeksen for "Investeringer i nybygg og rehabilitering" har falt fra ca. 87 til rett under 50.



Figur 15. Statistisk sentralbyrå 2011c

Med et fall i investeringer i nybygg og rehabilitering kan vi trekke en slutning om at det ikke er en stor fare for at flere næringsparker kommer til å bli bygget i nærområdet til Fakkeltgården. Dette kan påvirke stabiliteten til leietakerne hos Fakkeltgården, og støtter opp om at leietakerne vil fortsette å leie i parken. I følge statistikken har utviklingen i industrien vært relativt svak det siste året. Ser vi på Statistisk Sentralbyrås produksjonsindeks for bygg- og anleggsvirksomhet (2012b) har aktiviteten innenfor nybyggnæringen hatt en nedgang på 3,8 prosent det siste året, mens produksjonen innen rehabilitering har økt med 1,6 prosent i samme periode. Dette indikerer svært lav sannsynlighet for etablering av nye næringsparker/næringseiendommer i Fakkeltgårdens konkurranseområde de nærmeste årene. Det er viktig å peke på at dette er nasjonale tall og at det kan være regionale/lokale forskjeller. Men etter samtale med flere personer og andre undersøkelser er det lite som tyder på at Lillehammerregionen er annerledes enn de nasjonale trendene.

Etter å ha analysert de nasjonale forhold som er med på å påvirke virksomheten til Fakkeltgården, vil vi nedenfor belyse mulige konsekvenser fra internasjonale forhold og utvikling.

Internasjonale forhold

Som vi har nevnt tidligere er det spesielt uroen utenfor Norges grenser som har påvirket den norske økonomien og lagt grunnlaget for den politikken som føres i dag. På grunnlag av dette, mener vi det er viktig å se på hva som skjedde høsten 2008 og utsiktene fremover. Nedgangskonjunktoren som skjedde høsten 2008, også kalt *finanskrisen*, hvor flere banker i verden gikk konkurs, mens andre banker strammet inn på sine lånevilkår, hadde stor effekt på nesten alle verdens land. Under og etter krisen har det blitt praktisert ekspansiv finanspolitikk i de fleste land (Norges Bank 2012d), med redningspakker som skulle redde de største selskapene fra å gå konkurs. Verdensøkonomien har i perioden etter

finanskrisen og frem til nå vært urolig. Norge har klart seg svært bra etter finanskrisen både fordi politikerne har ført en veldig ekspansiv finanspolitikk samtidig som vi var svært godt rustet med tanke på oljefondet og oljeindustrien. I følge Regjeringen (2011b) var Lehman Brothers-konkursen en stor faktor til at mange mistet tillit til finanssystemet, som spredte seg verden rundt. Dette førte til at banker strammet kraftig inn på sine lån, og flere investorer trakk seg ut i frykt for tap. Dette igjen resulterte i et kraftig fall på aksjemarkedene globalt, samt svært reduserte finansieringsmuligheter. I Norge ble flere bedrifter og privatpersoner hardt rammet. Virkningene av dette var at husholdningenes etterspørsel etter konsumgoder falt som igjen ga bedriftene en forventning om at etterspørselen skulle falle ytterligere. Bedriftene svarte med å kutte i produksjon, sysselsetting og investeringer. Dette resulterte i at verdenshandelen falt med nesten 60 %, og den globale industriproduksjon falt med 25 % rundt årsskiftet 2008/2009. En av hovedgrunnene til det kraftige fallet var den høye globaliseringshandelen og spredningen av *just in time* leveringer. For å forhindre en enda større nedgang ble det ført en ekspansiv finanspolitikk verden over, hvor styringsrentene ble satt til historisk lavt nivå. Det ble deretter en bedring i finansmarkedene fra vinteren 2009 som fortsatte helt til første halvdel av 2011, da flere europeiske land, deriblant PIIGS-landene, hadde utartet en ny uro. Denne uroen var knyttet til mislighold av gjeldsforpliktelser. Frem til nå har økonomien vært preget av svak etterspørsel og høy arbeidsledighet i flere land. På grunn av uroen i økonomien på internasjonalt plan, kan det være grunnlag for å anta at Norge preges av lav tillit til markedet.

Utsiktene fremover:

I følge Norges Banks pengepolitiske rapport (2012d) er det utsikter for lav vekst for de fleste industriland selv sett i lys av den reduserte risikoen for en bankkrise i Europa. Dette har vært en viktig faktor for reduksjonen i vekst vi har sett for 2011. Den høye låneraten i offentlig-, bank- og husholdningssektor vil trolig prege utviklingen i flere år for industrilandene. Når det gjelder USA viser rapporten til en vekst som har vært bedre enn ventet. I landende klassifisert som *emerging markets* har veksten også blitt redusert, mye på grunn av redusert eksportetterspørsel og uroen i Europa. Lorcan Roche Kelly oppsummerer sine økonomiske analyser til E24s nettsider (Nilsen 2012) med utfallet av det greske og franske valget som vil være svært viktig for EUs fremtidige eksistens. USA og Kinas politikk trekkes også frem som svært viktig for utviklingen da begge land har stor påvirkning på verdensøkonomien. Det synes å være en klar usikkerhet for utsiktene til verdensøkonomien, og vi mener Norges Bank har innkalkulert etter beste evne denne usikkerheten. Av den grunn velger vi å benytte de forventede tall prognosert for KPI og styringsrente fra Norges Bank i vår utredning.

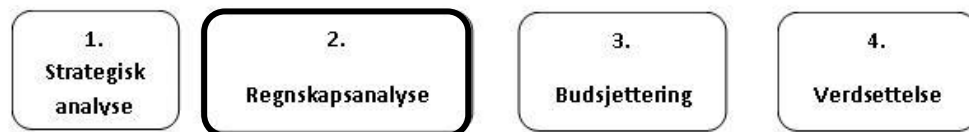
4.3 SWOT-analyse

En SWOT analyse blir brukt til å oppsummere intern og ekstern analyse. SWOT står for styrker(**S**trengths), svakheter(**W**eaknesses), muligheter(**O**pportunities) og trusler(**T**hreats) og vi ønsker her å plassere Fakkeldgården i en egen SWOT-analyse. Dette bildet kan gi oss hjelp til å bedre forstå Fakkeldgårdens muligheter og trusler for inntjeningssevne og konkurranseposisjon. Tabell 7 nedenfor viser en oppsummering av SWOT-analysen.

	Styrker	Svakheter
Interne	Driftsjef Stabilitet i leieinntekter Service Lav trussel fra inntrengere Lav kundeutskiftningstid	Organisasjonens struktur Risikable kunder
	Muligheter	Trusler
Eksterne	Økt tilflytning/økende etterspørsel.	Usikkerheten i Europa og resten av verden.

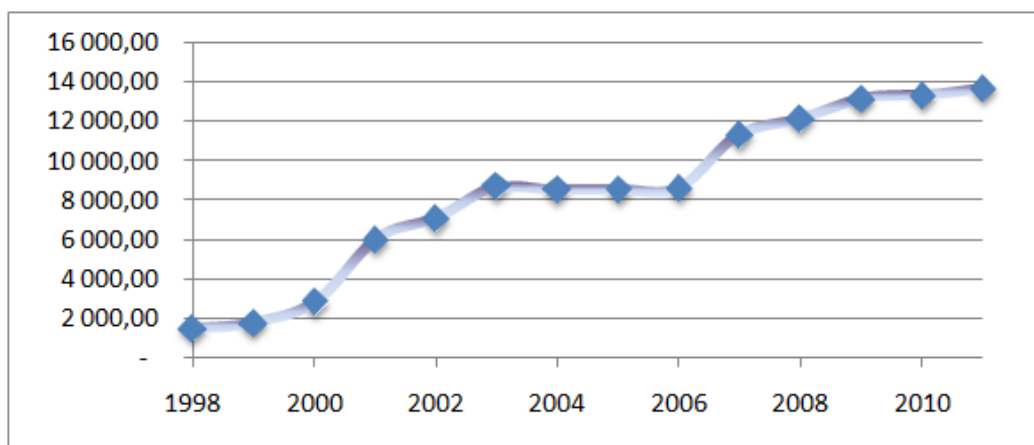
Tabell 7. SWOT for Fakkeldgården

5. Regnskapsanalyse



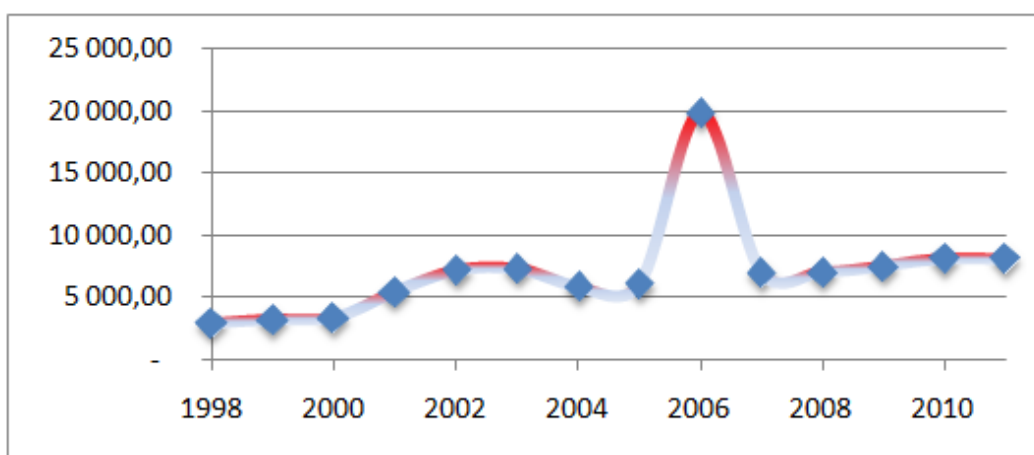
Regnskapsanalyse er alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling (Kristoffersen 2005, 396). Formålet med en regnskapsanalyse er blant annet å analysere utviklingen av likviditet og soliditet til Fakkeldgården. Vi velger også å analysere utviklingen av balansetall, gjennom for eksempel total kapitalrentabilitet og resultatgrad. Disse nøkkeltall kan vi så sammenligne med konkurrentene i markedet. Regnskapsanalysen bygger på historisk data som vi finner i resultat- og balanserapportene til Fakkeldgården.

Fra den strategiske analysen vet vi at konkurransefortrinn fremkommer fra hvor mye mer kunder er villig til å betale for en tjeneste eller produkt. Det er to måter å måle denne verdien (Barney og Hesterly 2008, 31). Den første er å estimere bedriftens konkurransefortrinn ved å se på rapportytelsen. Den andre er å se på bedriftens økonomiske ytelse. Regnskapsanalysen gjør det mulig å kunne sammenligne Fakkeldgårdens nøkkeltall med konkurrentenes. Vi starter med å se på utviklingen i driftsinntektene (1998 – 2011).



Figur 16. Fakkeldgårdens driftsinntekter 1998 - 2011

Figur 16 viser at det har vært en sterk oppgang i driftsinntekter i år 2007 etter en svak nedgang fra 2003. Nedgangen i perioden 2003-2006 skyldes dårlige leiekontrakter. Den sterke oppgangen i 2007 stammer fra en kundetilpasning Fakkeldgården gjennomførte og som resulterte i to nye store kunder. Fra 2009 tyder det på at kapasiteten nærmer seg full utnyttelse, som nevnt i livssyklusanalysen. Fra vår informasjon vet vi at næringsparken per dags dato er 98 % utnyttet, som vil si at det er tilnærmet ingen utsikter for inntektsvekst ut over KPI. Figur 17 viser utviklingen av Fakkeldgårdens driftskostnader i tidsrommet 1998 – 2011.



Figur 17. Fakkeldgårdens driftskostnader 1998 - 2011

Ser vi bort fra hoppet i 2006, kan vi antyde en svak gjennomsnittlig vekst i driftskostnadene. Avviket i 2006 skyldes nedskrivning av anleggsmidler, herav bygg. Fra 2007 og utover ligger vekstraten på rundt 4 %, avviket fra KPI skyldes mest trolig administrasjon/kontorkostnader for å behandle nye kunder som har etablert seg i næringsparken. Da næringsparken nå er 98 % utnyttet, er det rimelig å anta at det ikke vil være vesentlige endringer i kostnadene fremover slik at de totale kostnader vil følge utviklingen i KPI.

5.1 Balansetall

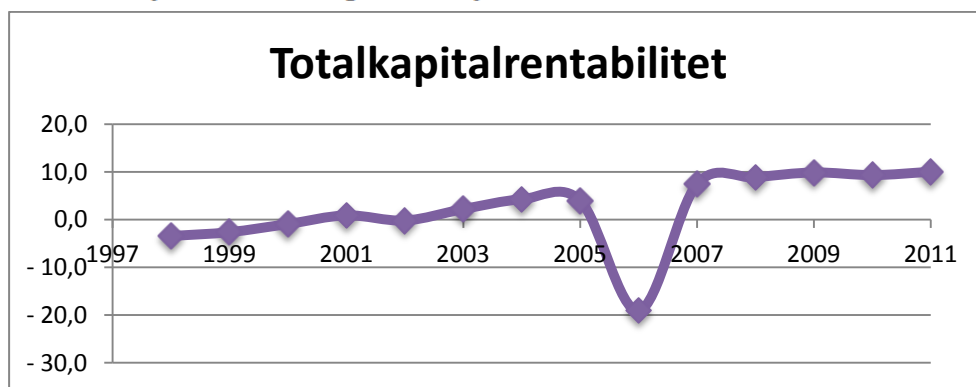
Vi har omformulert balansen til Fakkeldgården (Vedlegg 3.), hvor vi ser at Fakkeldgården har høye bokførte verdier på operasjonelle anleggsmidler. Fakkeldgården investerte i sine bygg i 2007, som har gjort til at eiendelenes verdi har blitt opprettholdt, etter nedskrivningen i 2006. Fra den omformulerte balansen kan vi regne ut noen nøkkeltall som er relevante for analysen.

Nøkkeltall

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten måler avkastning av de samlede eiendelene (totalkapitalen) i bedriften (Kristoffersen 2005, 490). Den viser hvor god drift selskapet har hatt, og gir uttrykk for nivået på inntjeningen i perioden. Nøkkeltallet viser hvor effektiv bedriften har vært i forvaltningen av ressursene, uavhengig av finansieringen (Kristoffersen 2005, 413). Totalkapital rentabilitet beregnes slik:

$$TKR = \frac{\text{Res. før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

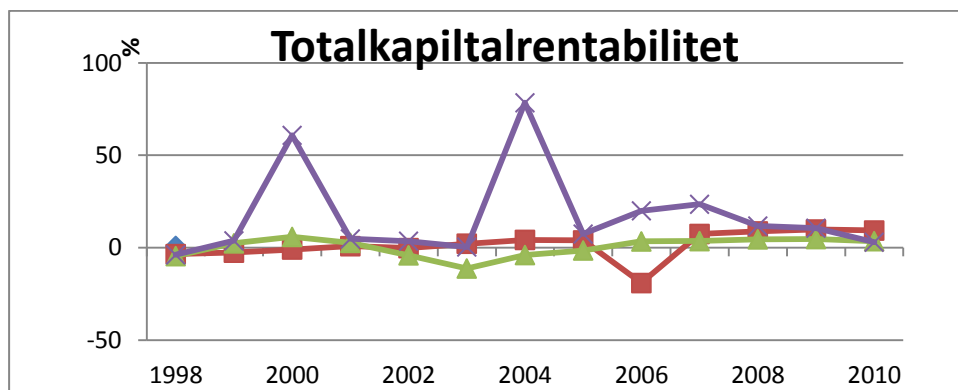


Figur 18. Totalkapitalrentabilitetens utvikling (1998 - 2011)

Figur 18 viser Fakkeldgårdens totalkapitalrentabilitet. Grafen antyder stabil vekst fra 1998 til 2006, da falt Fakkeldgårdens totalkapital rentabilitet betraktelig grunnet nedskrivning av varige driftsmidler. I perioden deretter har gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet vært på ca. 9 %. I 2010 var totalkapitalrentabiliteten lik 9,32 %, denne økte til 10 % i 2011. Det gir uttrykk for at hver krone investert i selskapet, ga en positiv avkastning på 10 øre. Grafen understøtter at Fakkeldgården ikke har blitt påvirket negativt når finanskrisen var på sitt verste (2008/2009).

I følge Barney og Hesterly (2008, 31) kan vi bruke nøkkeltall til å definere et selskaps konkurransefortrinn. I figur 19 er det vist en sammenligning av nøkkeltall fra Fakkeldgården med relevante konkurrenter. Vi mener dette gir et riktig bilde på konkurranseforholdet, siden alle publiserte regnskaper må følge *regnskapsloven*. Det er verdt å peke på at denne sammenligningen er basert på

bokførte verdier. For de selskaper vi mener er Fakkeltgårdens viktigste konkurrenter, har vi hentet regnskap og nøkkeltall fra nettsiden Proff Forvalt. Utvalget av konkurrenter er Skarpsno AS (lilla) og Espern Eiendom AS (grønn), som begge har utleie av næringslokaler i Lillehammerregionen som operasjonell drift. Disse selskapene vil vi bruke videre i oppgaven for konkurrenssammenligning.



Figur 19. Konkurrenssammenligning av totalkapitalrentabilitet

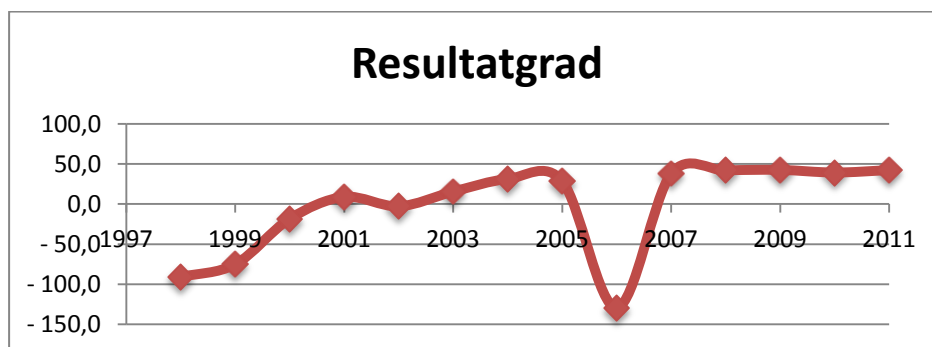
Sammenligningen viser at Fakkeltgården etter 2006 har en avkastning som ligger jevnt med konkurrentutvalget og har derav paritet på konkurransearenaen. Totalkapitalrentabilitet kan deles opp i to verdidrivere (Penman 2010, 371). DuPont-modellen (Penman 2010, 372) viser dette, og kommer frem til driverne resultatgrad og totalkapitalens omløpshastighet.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \text{Resultatgrad} * \text{totalkapitalens omløpshastighet}$$

Resultatgrad

Resultatgraden er et forholdstall mellom nettoresultat og driftsinntekter i en gitt periode (Kristoffersen 2005, 443).

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{rentekostnad}}{\text{Driftsinntekter}}$$

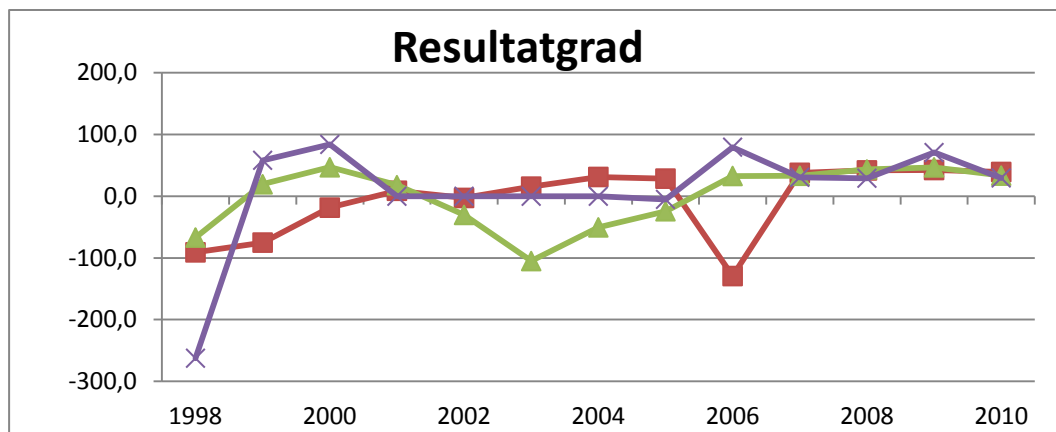


Figur 20. Resultatgrad

2006	2007	2008	2009	2010	2011
-129,30 %	38,00 %	41,90 %	43,40 %	40,50 %	42,30 %

Tabell 8. Resultatgrad

Fra tabell 8 og figur 20 kan vi se at resultatgraden de fem siste år har vært relativt lik. I 2006 ser vi en nedgang, som gjenspeiler nedskrivningene på anleggsmidler.



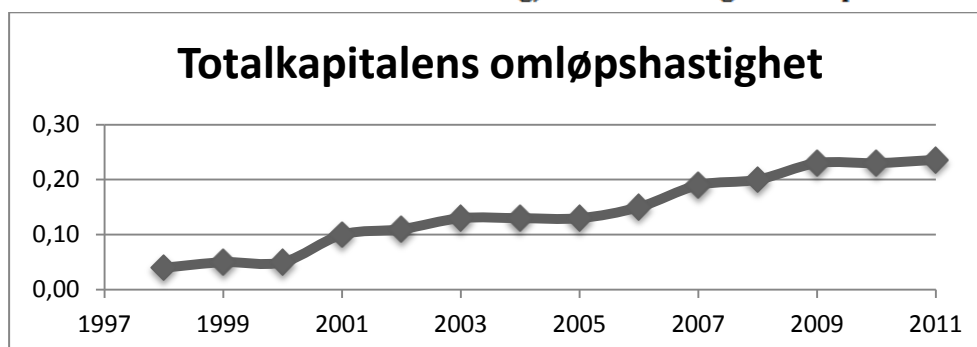
Figur 21. Resultatgrad med konkurrenter.

Figur 21 viser resultatgraden til Fakkलगården med de utvalgte konkurrenter. Fakkलगården har i de siste årene fra 2006 til 2010 ligget jevnt med konkurrentene når det gjelder resultatgrad. Dette støtter opp om at Fakkलगården ikke har noen konkurranse messig ulempe i forhold til sine konkurrenter, men heller ikke noen fordel.

Totalkapitalens omløpshastighet

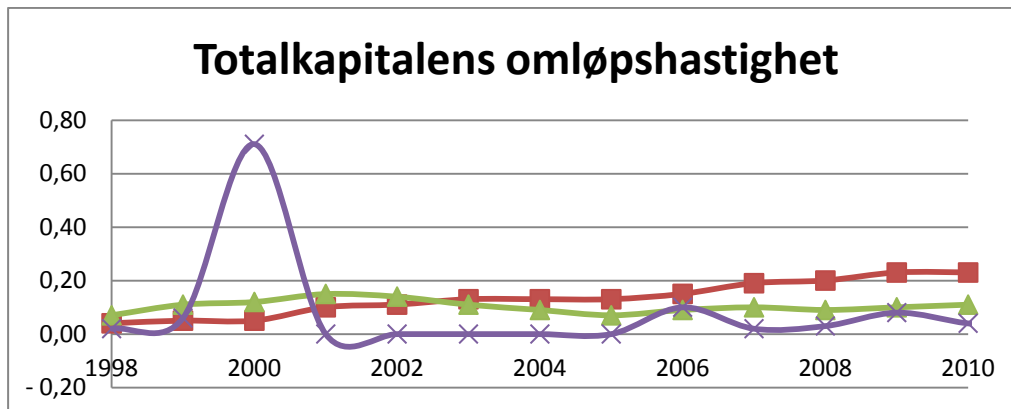
Totalkapitalens omløpshastighet er et tall på hvor mange ganger bedriften tjener inn sine eiendeler over en gitt periode. Dette tallet gir en indikasjon på hvor "effektivt bedriften utnytter den kapitalen som er bundet i bedriften" (Kristoffersen 2005, 443).

$$\text{Totalkapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{gjennomsnittlig totalkapital}}$$



Figur 22. Totalkapitalens omløpshastighet

Figur 22 viser en økende trend i totalkapitalens omløpshastighet. Dette betyr at Fakklegården har forbedret sin arealeffektivitet, som vil si at de tjener mer per enhet areal. Med andre ord utnytter Fakklegården eiendelene sine på en mer effektiv måte enn tidligere. Fra DuPont modellen viser det seg at totalkapitalens omløpshastighet har vært den verdidriveren som har stått for økningen i totalkapitalrentabiliteten.



Figur 23. Totalkapitalens omløpshastighet for Fakklegården og konkurrenter

Figur 23 viser at totalkapitalens omløpshastighet for Fakklegården har etter 2003 vært bedre enn konkurrentene. Dette indikerer at konkurrentene har vært flinkere til å utnytte sine eiendeler for å generere inntekt, og blir verdsatt som et konkurransefortrinn for Fakklegården. Ved hjelp av historiske data på driftsinntektene til Fakklegården og dens konkurrenter, kan vi gjennomføre en korrelasjonsanalyse.

		FAKKELGARDEN	ESPERN EIENDOM	SKARPSNO
FAKKELGARDEN	Korrelasjon	1.000000		
ESPERN EIENDOM	Korrelasjon	0.970880	1.000000	
	Sannsynlighet	0.0000	-----	
SKARPSNO	Korrelasjon	-0.219322	-0.128541	1.000000
	Sannsynlighet	0.5707	0.7417	-----

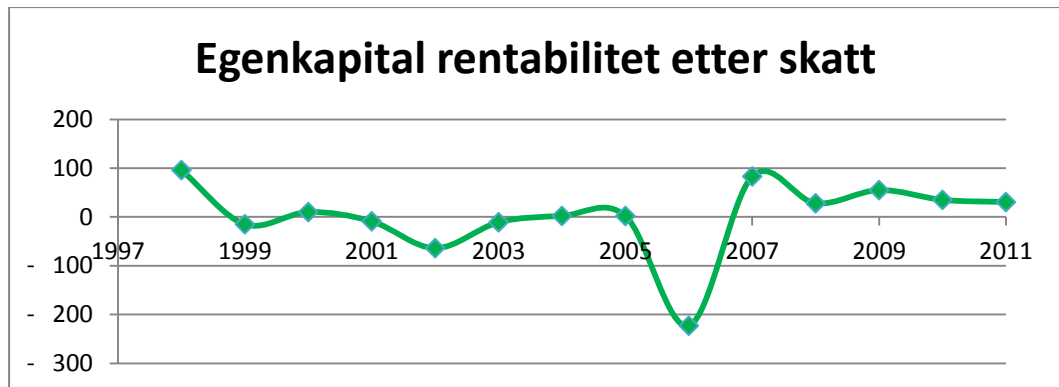
Tabell 9. Korrelasjon mellom Fakklegården og konkurrenters driftsinntekter

Tabell 9 viser en signifikant positiv korrelasjon mellom Fakklegården og Espern Eiendom. Dette gjenspeiler den grafiske sammenhengen vi har sett på tidligere i analysen. Vi kan anta at Fakklegården ikke har et signifikant konkurransefortrinn mot Espern Eiendom og det kan tyde på at begge har fullt utnyttet deres kapasitet de siste årene. Ser vi på Skarpsno, viser det seg at det er en negativ korrelasjon. Denne er riktig nok ikke signifikant, men indikerer at Fakklegården har gjort det bedre enn Skarpsno de siste årene og har dermed et konkurransefortrinn.

Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten måler lønnsomheten av eiers investering etter skatt (Kristoffersen 2005, 490) og viser eiers avkastning på investering i selskapet. Nøkkeltallet viser hvordan tidligere investeringer utvikler seg. Eierne ønsker å vite hvor stor andel av resultatet som tilfaller egenkapitalen, de har derfor størst interesse av egenkapitalrentabiliteten etter skatt (Kristoffersens 2005, 415).

$$EKR = \frac{\text{Årsresultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



Figur 24. Egenkapitalrentabilitet for Fakkeltgården

Fakkeltgården har en egenkapitalrentabilitet på 34,54 % i 2010, denne er redusert til 30,51 % i 2011. Dette er en svært høy avkastning i forhold til for eksempel innskuddsrente i bank som ligger rundt 3 %. Det er verdt å presisere at avkastningen blir utregnet av bokførte verdier, og det åpner for muligheten at denne er lavere i virkeligheten.

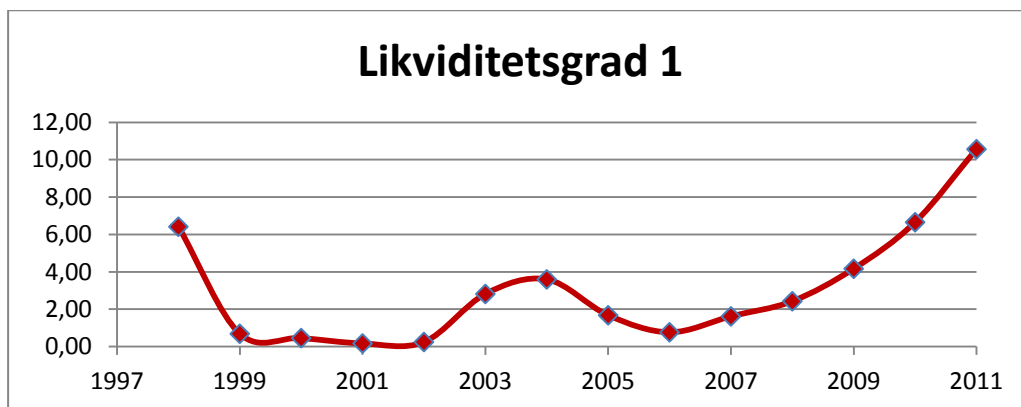
5.2 Likviditet og soliditetsanalyse

Likviditet er en bedrifts betalingsevne. Denne analyseres ved bruk av ulike nøkkeltall i en regnskapsanalyse eller ved utarbeidelse av en kontantstrømoppstilling (Kristoffersens 2005, 498).

Likviditetsgrad 1

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

Likviditetsgrad 1 måler evne til å betale kortsiktig gjeld (Kristoffersen 2005, 491), og bør være større enn 2 (eller 2:1) (Kristoffersen 2005, 429), men dette kommer an på bedriftens likviditetsstyring.



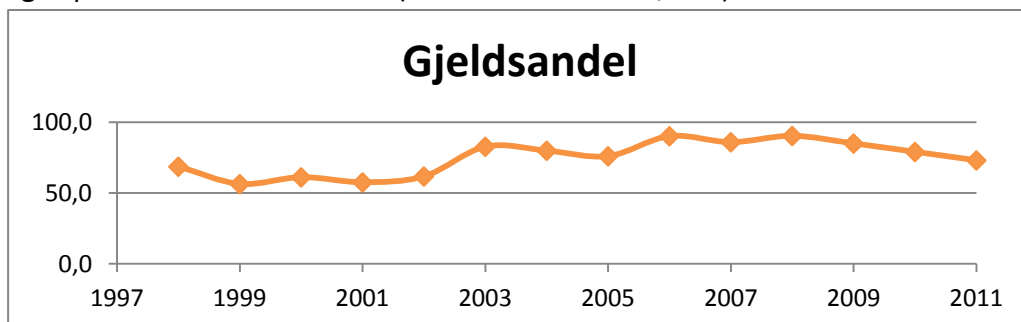
Figur 25. Likviditetsgrad 1 for Fakkलगården

Figur 25 viser Fakkलगårdens likviditetsgrad 1. I 2010 var den 6,66 og har økt til 10,57 i 2011. Dette indikerer at Fakkलगården har god betalingsevne. En likviditetsgrad på 10,57 er svært høyt, og vi mener dette gjenspeiler strategien til Fakkलगården om å spare opp overskudd for å ta fremtidige grunninvesteringer.

Gjeldsandel

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Totalkapital}}$$

Gjeldsandel måler forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og kapital finansiert av eierne (Kristoffersens 2005, 491).



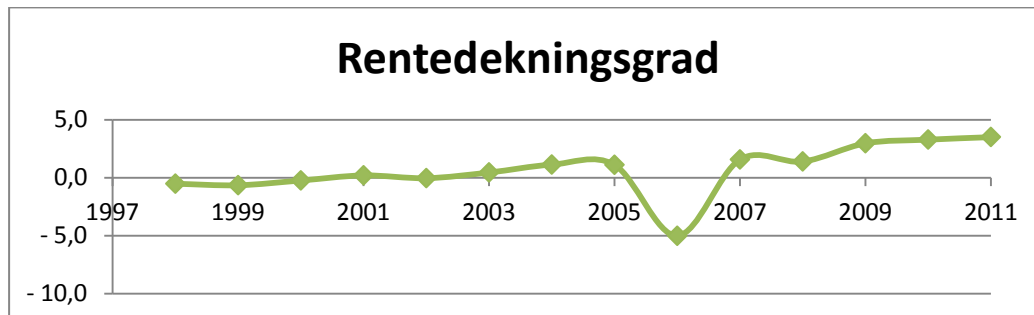
Figur 26. Gjeldsandel for Fakkलगården

Figur 26 viser utviklingen i gjeldsandelen til Fakkलगården. I 2010 var den på 80 % av totalkapitalen, den er redusert til 73 % i 2011. Dette er en svært høy gjeldsandel som øker risikoen for eierne. Her er det viktig å påpeke at tallene er basert på bokførte verdier og vil derfor høyst sannsynlig ikke representere markedsverdibasert gjeldsandel.

Rentedekningsgrad

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Finanskostnader}}$$

Rentedekningsgrad måler evnen til å betale rentekostnadene ved forfall (Kristoffersens 2005, 491).

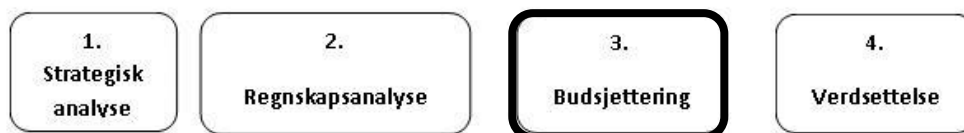


Figur 27. Rentedekningsgrad for Fakkellgården

Figur 27 viser at Fakkellgården har en rentedekningsgrad på 3,29 i 2010 og 3,51 i 2011. Dette tilsier at Fakkellgården har god evne til å betale sine rentekostnader ved forfall.

Totalt sett gir analysen oss en indikasjon på at Fakkellgården har god likviditet og soliditet. Den økonomiske utviklingen har de siste fem år vært positiv, og det kan være rimelig å anta at utviklingen fortsetter i samme retning. Vi kan også anta at Fakkellgården har et konkurranse fortrinn i markedet i forhold til konkurrentene. Eksempel på dette er evnen til å utnytte sine ressurser til å generere inntekt. Det er viktig at vi i analysen presiserer fallet i 2006, på alle indikatorer skyldes høye nedskrivninger på bygg og anlegg. Funnet i regnskapsanalysen vil vi ta med videre i budsjetteringen, da fremtidige planer bør relateres til historisk data så fremt det ikke foreligger andre mer pålitelige kilder å benytte eller henviser til.

6. Budsjettering



Budsjettering går ut på å planlegge hvordan vi tror de fremtidige inntekter og kostnader vil utvikle seg. Fra den strategiske analysen har vi definert Fakkeltården som et modent selskap. Resultat fra eksisterende eiendeler i et modent selskap, reflekterer hvordan selskapet utnytter sine eiendeler i dag, og en endring i utnyttelse kan ha en stor virkning på resultatet (Damodaran 2010, 11)

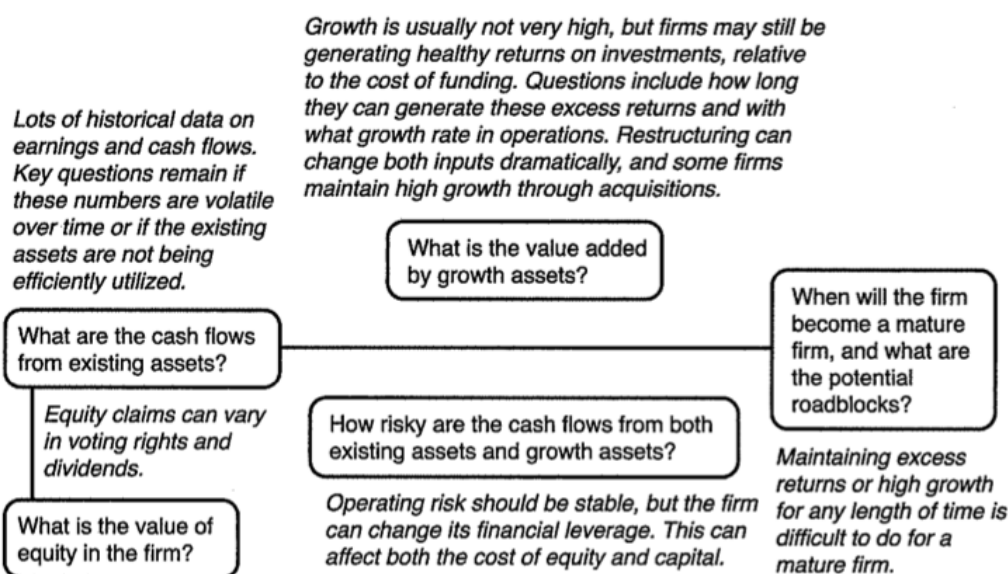


Figure 1.6: Estimation Challenges in Mature Companies

Figur 28. (Damodaran 2010, 11)

Figur 28 sier at basis for en budsjettering er å sette opp en kontantstrøm. For å kunne gjøre dette må vi se på de historiske rapportene. Tallene må bearbejdes slik at de kan anvendes i et kontantstrømsoppsett. Fra våre analyser har vi funnet lav volatilitet i regnskapet de siste årene og at Fakkeltården har en god kapasitetsutnyttelse. Av den grunn velger vi å bygge våre estimater på historisk data som også anbefales av Soffer og Soffer (2002, 221). Vi gjennomfører budsjettering av fremtidig resultat, slik at vi kan estimere de fremtidige kontantstrømmer. Da usikkerheten øker sterkt med hvor langt i frem man ser, velger vi en periode på ti år. Etter ti år mener vi våre data ikke lengre kan med sikkerhet sies å være reliable og valide nok til å brukes.

6.1 Omformulert resultatoppstilling

Når vi starter budsjetteringen ser vi først på regnskapet og balansen til Fakkeligården. Basert på regnskapsanalysen vi har vært igjennom i kapittel 5, setter vi opp en reformulert resultatoppstilling. Den reformulerte resultatoppstillingen tar utgangspunkt i en utdypende analyse av Fakkeligårdens inn- og utbetalinger (Vedlegg 4. og Vedlegg 5.). Vi har nå en oversiktlig resultatoppstilling, som vi kan bruke til budsjettering på vår kontantstrøm.

Inntekter

Sum innbetaling

Faste kostnader

Avskrivninger kontor

Avskrivninger Bygg

Resultat før skatt

Utsatt skattefordel

Skatt

Resultat etter skatt (NOPAT)

Tabell 10. (Pål Berthling-Hansen, foil fra forelesning 27. oktober 2011)

NOPAT (Net Operating Profit After Tax)

Det siste leddet i budsjetteringen er resultat etter skatt kalt NOPAT. Dette representerer hva resultatet ville vært hvis selskapet kun hadde bestått av kjerneaktivitetene. Altså kun den verdiskapningen de operasjonelle driftsmidlene vil skape ved drift (Soffer og Soffer 2002, 191).

Driftsinntekter

I oppstillingen starter vi med inntekter, disse er basert på historiske tall fra regnskapet. Vi har satt opp et detaljert estimat på inntektene (Vedlegg 4.), hvor vi tar for oss hver enkelt leietaker. Denne oppstillingen er satt opp kvartalsvis, og basert på kontraktene til leietakerne. Etter kundeanalysen er det liten grunn til å tro at leiekontraktene sies opp, men vi mener inntektene er best estimert ved å ta et 2 % fratrukk fra leieinntektene fra noen usikre kunders kontraktsutgang. Vi kan da estimere leieinntektene lik dagens med en vekst lik 2,4 % som vi mener gjenspeiler utviklingen i KPI fra 2012 til 2022. I tillegg budsjetteres et fratrukk for de mest usikre kontraktene de årene det gjelder. Med vår forutsetning om ingen ekspansjon, kan vi svare på Damodarans (2010) tredje ledd i modellen, "What is the value added by growth assets", da det ikke blir budsjettert noen vekstinvesteringer. Etter livssyklusanalysen antok vi ingen vekst ut over KPI.

Driftskostnader

Faste kostnader

Innen de faste kostnadene (Vedlegg 5.) har vi i denne analysen tatt utgangspunkt i historiske kostnader og justert disse etter KPI hvert år i 10 år. Dette er også på grunnlag av vår forutsetning om ingen ekspansjon. Vi antar at kostnadene ikke vil endres betraktelig i verdsettelsesperioden. Dette baseres på vår analyse av regnskapet og forhandlingsstyrken Fakkellgården har opp mot leverandørene. I resultatoppstillingen har vi samlet disse under en post, faste kostnader.

Avskrivninger

Fakkellgården har høye verdier i de operasjonelle anleggsmidlene sine, som er kontor og bygg. I følge skatteloven § 14-43 (1999), skal det brukes en skattesats på 2 % på forretningsbygg og 30 % på kontormaskiner og lignende. Vi bruker den lovsatte saldometoden i den nye resultatoppstillingen, siden dette er den faktiske skattekostnaden, det vil si det faktiske beløpets som vi skal ha med når vi videre beregner kontantstrøm. I estimatet har vi ikke valgt å føre noen nedskrivninger, da eventuelle verdifall forventes å være forbigående samt at det allerede er gjort en markant nedskrivning i 2006. Nedskrivningen forutsettes ikke reversert.

Skatt

I beregning av NOPAT, bruker vi ordinær skattesats på 28 %. Optimalt sett ville vi benyttet oss av en historisk beregnet effektiv skattesats på operasjonelle driftsmidler. Dette ville gitt oss en annen kontantstrømsverdi, kalt Net Operating Profit Less Adjusted Tax (NOPLAT), som ville ha vært fratrukket den effektive skattesatsen i stedet for den nominelle. Vi kan lese fra balansen at Fakkellgården har utsatt skattefordel, dette på grunn av tidligere fremførbare underskudd, som lovfestet i Skattelovens § 14-6(1) (1999). Siden den utsatte skattefordelen har blitt benyttet i de tidligere regnskapsårene blir det umulig å beregne effektiv skattesats. Vi forutsetter at Fakkellgården vil benytte seg av utsatt skattefordel i løpet av vår budsjettperiode. Utsatt skattefordel vil utgjøre midlertidige forskjeller mellom balanse og resultat for eierne. Vi forutsetter at de midlertidige forskjellene er relatert til drift og at de vil jevne seg ut over budsjettperioden. Når vi skal beregne andelen av den utsatte skattefordelen Fakkellgården kan benytte seg av, har vi beregnet ordinært resultatet før skatt, for deretter å finne den ordinære skatten. Herfra kan en andel av den utsatte skattefordel trekkes fra. Vi kan ikke trekke den utsatte skattefordelen fra NOPAT oppstillingen, da denne ikke viser reelt skattefradrag Fakkellgården vil kunne benytte seg av i årene fremover. Dette på grunn av at finansposter ikke er en del av NOPAT oppstillingen, som påvirker den ordinære skatten. For å finne reell skatt må vi først prognosere netto finans for de neste årene. Fra analysen vet vi at

Fakkelgårdens rente er 3 måneders NIBOR + en margin på 0,84 prosentpoeng, som betales kvartalsvis sammen med et avdrag på 650.000 kroner. Fra den strategiske analysen har vi sett hvordan NIBOR blir påvirket av styringsrenten, og kom frem til at NIBOR vil følge styringsrentens bane prognosert i Norges Banks pengepolitiske rapport (2012d). Deretter legger vi dette til resultatet før skatt (Vedlegg 7).

$$\text{Reell skatt} = \text{ordinært resultat før skatt(revidert for netto finans)} * \text{skatt}(28 \%).$$

Når vi har funnet den reelle skatten kan vi beregne den andel av utsatt skatt Fakkelgården vil bruke frem til den utsatte skattefordelen er oppbrukt (Vedlegg 8). Ordinær skattesats korrigerer vi for utsatt skattefordel slik.

$$\text{Betalbar skatt} = \text{resultat før skatt}(t-1) * \text{skatt}(28 \%) - \text{fratrekk for utsatt skattefordel}$$

Når vi har beregnet NOPAT, kan vi sette opp en kontantstrøm.

6.2 Kontantstrømoppstilling

Kontantstrømoppstilling er en oversikt som viser innbetalinger og utbetalinger og forklarer likviditetsendringer i en periode (Kristoffersen 2005, 359). En kontantstrøm oppstilling kan deles opp i tre hovedaktiviteter: Operasjonelle aktiviteter, investeringsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. I og med at vi skal finne FCFF vil finansieringsaktivitetene bortfalle. De operasjonelle aktivitetene er knyttet til driften av foretaket, investeringsaktiviteter er kjøp og salg av driftsmidler og andre eiendeler som ikke inngår i varekretsløpet (Kristoffersen 2005, 366). Den indirekte kontantstrøm oppstillingen tar utgangspunkt i årets resultat, og korrigerer postene i regnskapet som ikke medfører inn- eller utbetalinger (Kristoffersen 2005, 375). Vi mener denne er mest hensiktsmessig for vår verdsettelse av Fakkelgården. Oppsettet ser slik ut.

Resultat etter skatt (NOPAT)

1 Avskrivninger

2 Endring arbeidskapital

Endring leverandørgjeld økn+/red-

Endring kundefordringer økn-/red+

Endring periodisering vedlikehold

Endring i andre

tidsavgrensingsposter

3 Investeringer

Grunninvestering

Vekst investering

Rasjonaliserings investering

Kontantstrøm (Free Cash Flow)

Tabell 11. (Pål Berthling-Hansen, foil fra forelesning 27. oktober 2011)

Avskrivninger

Ved oppsett av kontantstrøm må vi legge til avskrivningene som ble fratrukket under resultatoppstillingen. Dette er fordi avskrivningene kun gir skatteeffekt på resultatet, men ingen fysisk utbetaling av kontanter.

Endring i arbeidskapital

Når vi estimerer fremtidig kontantstrøm, er det nødvendig å se på arbeidskapital (Vedlegg 6. og Vedlegg 7). Arbeidskapitalen beregnes som forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Kristoffersen 2005, 420). Endringen i arbeidskapital representerer ytterligere investeringer. Denne ekstrainvesteringen er vanligvis knyttet til en inntektsøkning (Soffer og Soffer 2002, 217). Når selskapet utvider sine inntekter, må de øke kundefordringer, varelager og andre kortsiktige operasjonelle driftsmidler. Setter vi opp endringen i arbeidskapital mot endringen i inntektene, tvinges indre konsistens mellom den forventede endringen i arbeidskapital og inntektenes prognose (Soffer og Soffer 2002, 217). Det betyr at endringer i prognosen for inntekter automatisk vil endre prognosen for endring i arbeidskapital. Under arbeidskapital ser vi først på netto operasjonell arbeidskapital (NOAK), det vil si den kapitalen som blir direkte påvirket av den operasjonelle driften. I balansen (Vedlegg 3.) er kundefordringer, bankmidler og forskuddsbetalte kostnader definert som omløpsmidler, mens leverandørgjeld og andre typer gjeld som nedbetales innen en periode over 1 år er definert som kortsiktig gjeld. Endring i arbeidskapital vil summeres til null over perioden, men da vi ikke har fastsatt en periodeslutt, vil vi heller ikke kunne summere denne til null.

Endring i leverandørgjeld (KG)

I balansen blir leverandørgjeld definert som kortsiktig gjeld (Kristoffersen 2005, 497). Leverandørgjeld inkluderer både gjeld til eksterne leverandører og gjeld til

konsernet som leverandør, disse finner vi oppført under leverandørgjeld i balansen. Når vi setter opp en kontantstrøm er det viktig å ta med endringene i leverandørgjeld, dette fordi denne påvirker kontantstrømmen. Leverandørgjeld påvirker kontantstrømmen positivt (Kousenidis 2006, 648), fordi vi får kreditt på varer eller tjenester som vi ikke betaler momentant. Det betyr at hvis vi setter opp kredittid til leverandører, vil dette gi en positiv kontantstrømeffekt, med mindre vi må betale mer for en utvidet kredittid. Vi beregner endring i leverandørgjeld som forskjellen mellom utgående beholdning og inngående beholdning i leverandørgjeld. Inngående beholdning finner vi fra fjorårets utgående beholdning, mens den utgående beholdningen beregner vi ved: $\text{Fastekostnader}/365 \text{ dager} * \text{kredittid}$, under de forutsetninger om at leverandørutbetaling skjer jevnt utover året og alt salg er på kreditt satt til 30 dager.

Endring i kundefordringer

I balansen blir kundefordringer definert som et omløpsmiddel (Regnskapsloven 1998 § 5 -1). Kundefordringer er pengekrav som er oppstått ved levering av varer og tjenester som ledd i virksomhetens ordinære drift (Kristoffersen 2005, 282). Kundefordringer har negativ effekt på kontantstrømmen (Kousenidis 2006, 648), fordi inntekten er registrert, men kunden har ikke betalt enda. Fakkellgårdens leietakere har en kredittid på 30 dager. Endringer i kundefordringer regner vi på motsatt måte enn for endringer i leverandørgjeld, siden kontantstrømeffekten er positiv. Inngående beholdning finner vi i fjorårets balanse, mens utgående beholdning beregnes slik: $\text{Inntekt}/12 * \text{kredittid}$ i antall måneder. Dette under forutsetning om at inntektene betales jevnt hver måned og all leiebetaling skjer på kreditt.

Endring i avsetning til vedlikehold

En tredje post som ligger innen de operasjonelle aktivitetene, er endringer i avsetning til vedlikehold. Etter samtale med kontrolleren til SEH, fikk vi vite at avsetning til vedlikehold er 5 % av årets leieinntekt. Vi ser fra historiske tall at når denne kontoen øker, påvirkes kontantstrømmen i positiv retning. Dette kan vi også forsvare da det ikke er en utbetaling, men en avsetning for en utbetaling på et senere tidspunkt (Vedlegg 6.).

Endring i andre tidsavgrensningsposter

Med endringer i andre tidsavgrensningsposter inkluderer dette i Fakkellgårdens tilfelle: pensjonsforpliktelser, skyldig aga, mva og feriepenger. Alle postene som er direkte knyttet til lønn har vi benyttet de lovpålagte satsene (Vedlegg 6.).

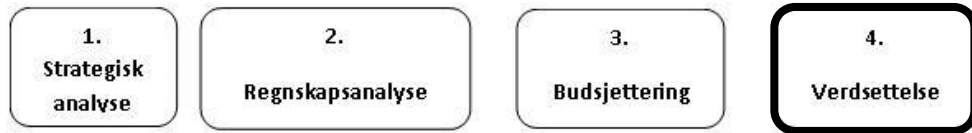
Grunninvesteringer

Grunninvestering er en investering bedriften gjør for å kunne holde normal drift ved like (Pål Berthling-Hansen, Foil fra forelesning 28.10.2011, 11). Det er altså ikke en vekstinvestering, men en investering for å opprettholde dagens driftsnivå. Dette henger også sammen med vår forutsetning om ingen ekspansjon i løpet av analysens periode. Fakkalgården må gjennomføre en grunninvestering sommeren 2012 på 1,5 millioner kroner, til utskifting av tak. Vi legger også til grunn to grunninvesteringer på 7 millioner kroner i henholdsvis 2014 og 2019. De skal dekke alle grunninvesteringer som må til for å dekke Fakkalgårdens behov i hele sitt livsløp. Beløpet er basert på historisk data, hvor vi har sett på historiske behov for grunninvesteringer som Fakkalgården har hatt. Vi har også tatt kontakt med Pre-Bygg Namsos AS (2012), hvor vi fikk vite at de fleste utvendige elementer i et næringsbygg har en levetid på 30 år. Investeringene blir lagt til i balansen og avskrevet etter skatteloven. Etter å ha budsjettet vår kontantstrøm, må vi nå se på hvilket avkastningskrav vi skal benytte når vi skal diskontere kontantstrømmene.

I tusen NOK	Forventet										
Årstall	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 - ∞
Ar	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 - ∞
Inntekter	8277,	8475,	8679,	8709,	8918,	9132,	9351,	9576,	9610,	9840,	
Sum innbetaling	8277,	8475,	8679,	8709,	8918,	9132,	9351,	9576,	9610,	9840,	
Faste kostnader	4909,	5027,	5148,	5271,	5398,	5527,	5660,	5796,	5935,	6078,	
Avskrivninger kontor	46,	32,	22,	16,	11,	8,	5,	4,	3,	2,	
Avskrivninger Bygg	987,	997,	977,	1157,	1134,	1112,	1089,	1068,	1246,	1231,	
Resultat før skatt	2335,	2419,	2531,	2265,	2375,	2485,	2596,	2708,	2426,	2529,	
Utsatt skattefordel	217,	320,	341,	295,	172,	214,	302,	389,	413,	322,	
Skatt	402,	334,	336,	413,	463,	451,	394,	338,	346,	357,	
Resultat etter skatt (NOPLAT)	1933,	2085,	2195,	1851,	1912,	2035,	2202,	2371,	2080,	2172,	
1 Avskrivninger	1032,	1029,	999,	1173,	1145,	1119,	1095,	1071,	1249,	1233,	
2 Endring arbeidskapital											
Endring leverandørgjeld økn-/red-	12,	10,	10,	10,	10,	11,	11,	11,	11,	12,	
Endring kundefordringer økn-/red+	-597,	-7,	-17,	-3,	-17,	-18,	-18,	-18,	-3,	-19,	
Endring periodisering vedlikehold	128,	-10,	-10,	-2,	-10,	-11,	-11,	-11,	-2,	-12,	
Endring i andre tidsavgrensningsposter	-12,	-8,	-9,	-2,	-9,	-9,	-9,	-9,	-2,	-10,	
3 Investeringer											
Grunninvestering	-1500,		-7000,					-7000,			
Vekst investering											
Rasjonaliserings investering	-15,	,	,	,	,	,	,	,	-100,	-100,	
Kontanstrøm (Free Cash Flow)	982,	3099,	-3831,	3029,	3032,	3127,	3270,	-3586,	3234,	3277,	117335,

Tabell 12. Kontantstrømoppstilling

7. Verdsettelse

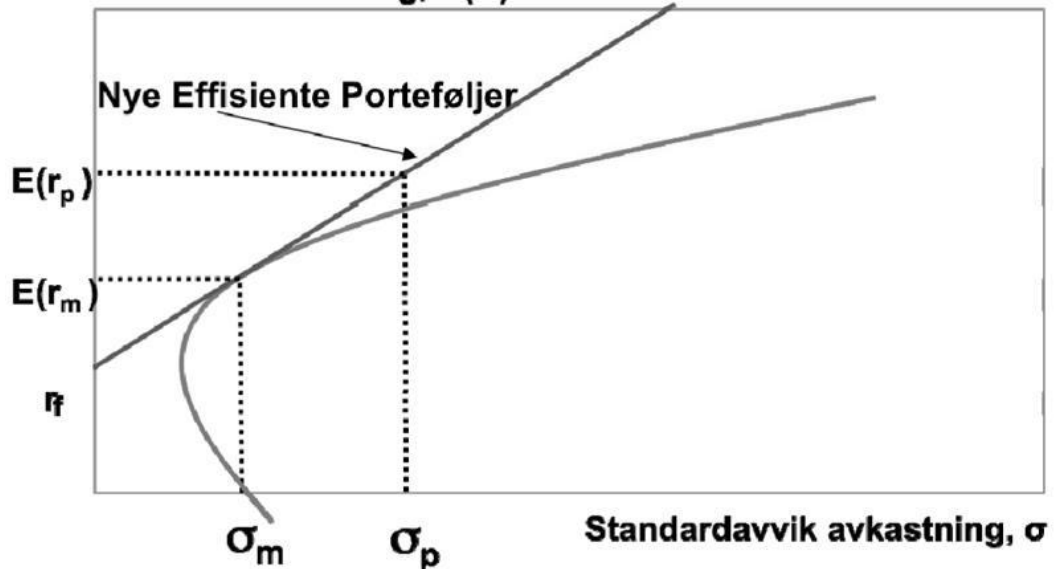


Etter å ha gjennomført budsjetteringen kan vi nå gå over til verdsettelsesdelen. Før vi gjennomfører verdsettelsen, er vi nødt til å beregne avkastningskravet som blir lagt til grunn for verdsettelsen. Et avkastningskrav er den avkastningen som forventes av kapitalmarkedet ved å plassere med samme risiko (Dahl og Boye 1997, 40). Ved beregning av avkastningskrav har vi valgt å bruke kapitalverdimodellen.

7.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

CAPM er en modell som linker sammen risiko og avkastning. Den har en forutsetning om at investor er risikoavers, det vil si at investor ikke er villig til å påta seg risiko og vil derfor kreve et høyere avkastningskrav desto mer risiko de påtar seg (Soffer og Soffer 2002, 146). Dette er illustrert i figur 29 nedenfor.

B. Forventet avkastning, $E(R)$



Figur 29. CAPM (Nordli 2011, 16)

Vi bruker CAPM ved beregning av total kapitalavkastningskravet. Kapitalverdimodellens formel er som følger:

$$E(R_j) = R_f * (1 - s) + [E(R_m) - R_f * (1 - s)] \beta_i$$

(Damodaran 2002, 71)

Vi vil nå beskrive alle komponenter i denne modellen.

Avkastningskrav [E(R_j)]

Hvilket avkastningskrav [E(R_j)] man beregner kommer her an på hvilken beta (β) som medregnes i modellen. Bruker man for eksempel en aksjebeta beregnes avkastningskravet til egenkapitalen og bruker man totalbeta finner man totalavkastningskravet. Derfor er det viktig å vite hvilken beta man har for å vite hvilket avkastningskrav man til slutt ender opp med. Da vi har bestemt oss for å benytte totalkapitalmetoden, vil vi legge til grunn totalavkastningskravet. Vi vil benytte oss av totalkapitalbeta for å beregne et totalavkastningskrav. Før vi beregner betaer vil vi starte med å identifisere de to andre komponentene i CAPM-modellen kalt risikofri rente (R_f) og markedets risikopremie [E(R_m)].

Risikofri rente (R_f)

Risikofri rente er en porteføljes avkastning som ikke har noen standardavvik. Altså en portefølje som ikke korrelerer med markedsporteføljen. Denne kan konstrueres, men i praksis blir obligasjons *yield* brukt (Nordli 2011, 17). Ved valg av risikofri rente må det tas stilling til om den vi verdsetter for har en langsiktig eller kortsiktig interesse i selskapet. Vi har valgt å verdsette ut fra eiers perspektiv for et *going concern*. Av den grunn benytter vi oss av en langsiktig rente. Vi har valgt å benytte oss av en 10-årig statsobligasjon for februar på 2,40 % (Norges Bank 2012c), fordi vi mener denne gjenspeiler best den perioden vi har satt for verdsettelsen og da dette er en god tilnærming for en langsiktig risikofri renten. Dette er et godt estimat på en risikofri avkastning i følge Gunnar A. Nordlis artikkel (2011, 18), hvor han skriver at statsobligasjoner er svært likvide, som gjør at *yielden* høyst sannsynlig vil gjenspeile den avkastning som kan forventes på verdsettelsestidspunktet.

Markedets risikopremie [E(R_m)]

Markedets risikopremie

$$= \text{Forventet avkastning i markedet} - \text{Risikofri avkastning}$$

Markedets risikopremie [E(R_m)] er den forventede meravkastning ved å ta en høyere investeringsrisiko, enn å holde en risikofri eiendel (Penman 2010, 112). E(R_m) skal reflektere kostnaden per risikoenhet i markedet. For å finne E(R_m) ser vi på den historiske avkastningen markedet har hatt, hvor vi har sett på data fra ulike hold, da denne ikke lett kan defineres. I følge Pål Bertling Hansen (foi, 2011) forutsettes markedets risikopremie å være lik 5 %. Nettstedet Stern (2012) har gjort analyser som viser at den historiske risikopremie for markedet i Norge er lik 6 %. Noe vi må passe på her er dominansen over aksjemarkedet fra et mindretall sektorer i Norge (Nordli 2011, 18), dette vil kanskje gi et feil estimat på den reelle risikopremien for sektoren Fakkeldgården opererer i. Vi velger derfor

å se på risikopremien for markeder klassifisert som modne, som ifølge Sterns nettsider (2012) også er på 6 %. Med utgangspunkt i kildene velger vi å bruke gjennomsnitt på markedets risiko premie. Da vil vi i kapitalverdimodellen bruke en markeds risikopremie lik 5,5 %.

Betaverdi (β)

Etter å ha identifisert risikofri rente og markedets risikopremie som begge er uavhengige av Fakkalgården, vil vi nå finne beta, som er den komponenten i CAPM som er direkte knyttet til Fakkalgårdens kontantstrømmer. Beta representerer selskapets sensitivitet til markedssvingningene. Hvis $\beta=1$, vil selskapets forventede avkastning være lik markedets. Har selskapet $\beta<1$, vil selskapet svinge mindre enn markedsporteføljen, som betyr at selskapet er utsatt for mindre risiko. Det motsatte gjelder for et selskap med $\beta>1$, som derav vil være utsatt for en større risiko (Soffer og Soffer 2002, 149). En aksjebeta gir et mål på hvilken grad aksjen, altså egenkapitalen, er korrelert med markedssvingninger som også er kalt systematisk risiko (Soffer og Soffer 2002, 146). En totalbeta viser risikoen forbundet med hele selskapet uavhengig av finansieringsstruktur og derav inkluderer både egenkapital og gjeld (Soffer og Soffer 2002, 161). Utregningen av en aksjebeta baserer seg på historiske data fra børsmarkedet og siden Fakkalgården ikke er et børsnotert selskap har vi ingen tilgjengelig data som kan brukes til å beregne Fakkalgårdens beta direkte. Vi vil derfor benytte oss av flere metoder for å finne den beta vi mener gjenspeiler Fakkalgårdens risiko i forhold til markedet.

Beta ved regresjon:

Den første metoden vi bruker er å finne egenkapital betaer til sammenlignbare selskaper ved hjelp av regresjon. Disse brukes videre til å beregne total kapital betaen. Ved regresjon estimerer vi den historiske samvariasjonen mellom avkastning på aksje i selskapet og avkastningen på markedsporteføljen. Formelen for regresjonen ser slik ut hvor koeffisienten er betaverdien:

$$r_{it} = a + b r_{mt} + e_{it}$$

(Nordli 2011, 19)

er avkastningen utover risikofri rente for et selskap, og er estimerte koeffisienter og $r(mt)$ er avkastning på en veldiversifisert portefølje (markedsporteføljen). For å finne betaer som representerer den grad systematisk risiko påvirker Fakkalgården, er det viktig å passe på at vi velger selskaper som er av relativt lik størrelse og kapitalstruktur. Dette fordi både størrelse og kapitalstruktur påvirker forholdet mellom systematisk risiko og selskapet. Det er svært vanskelig å finne et børsnotert selskap som likner på Fakkalgården både i

størrelse og kapitalstruktur. Vi har til slutt valgt å finne betaene til Olav Thon ASA (OLT) og Norwegian Property ASA (NPRO). Dette er to selskaper som på langt nær ikke er lik Fakkeldgården i størrelse og kapitalstruktur, men opererer innen samme bransje. Vi har likevel valgt disse selskapene da selskaper innen samme bransje står overfor lik systematisk risiko (Nordli 2011, 19). Vi har hentet tall for både NPRO og OLT fra Netfonds (2012a og 2012b) sin nettside, deretter har vi kalkulert den månedlige avkastningen de siste 5 årene. Dette har vi gjort fordi ved å bruke dagsavkastning, som er å foretrekke (Soffer og Soffer 2002, 152), ikke ga et riktig bilde på avkastning da begge selskapene er relativt lite likvide. Som data for markedsporteføljen har vi brukt både OSEBX indeksen (Netfonds 2012c) samt FTSE 100 (Yahoo Finance 2012) som er en indeks for de største selskapene i Europa. Dette har vi gjort av det grunnlag som tidligere nevnt ved den store dominansen av få sektorer på Oslo Børs. Vi har også her kalkulert den månedlige avkastningen for begge indeksene. Regresjonsgrafene (Vedlegg 9.) viser punkter mellom de børsnoterte selskapene og indeksene. Ut fra regresjonslikningen leser vi at NPRO har en beta på 1,07 og 1,38 og OLT har 0,40 og 0,30. Det er også viktig å se på både forklaringsgraden (R^2) og regresjonens standardavvik (σ) (Damodaran 2002, 185). Forklaringsgraden til alle regresjonene er relativt lave, noe som kan indikere at markedet har liten påvirkning på avkastning til de to selskapene. Når det gjelder standardavvik indikerer dette at betaene til de to selskapene kan være høyere eller lavere enn det som er estimert. Da vi i analysen vår har belyst at Fakkeldgården har hatt liten påvirkning på avkastning av markedet, kan vi se den samme trenden for NPRO og OLT. Når det gjelder standardavvik, sies det i teorien at man skal være forsiktig når man oppnår høye verdier (Damodaran 2002, 185). Selv om vi har oppnådd relativt høye verdier på NPRO, rundt 0,16, velger vi å benytte alle regresjonene. Det er også mulig å regne ut beta for hånd, denne formelen ser slik ut:

$$Beta(i) = \frac{Covariance(return\ on\ i, return\ on\ the\ market)}{Variance(return\ on\ the\ market)} = \frac{Korr_{i,m} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m \sigma_m} = \frac{Korr_{i,m} \sigma_i}{\sigma_m}$$

(Penman 2010, 112)

Ved å bruke dataanalyse programmet EViews, kan vi finne de tall vi trenger for å regne ut beta. Vi tar for oss et eksempel hvor vi ser på NPRO mot FTSE 100:

$$Beta(NPRO) = \frac{Korr_{NPRO,FTSE\ 100} \sigma_{NPRO}}{\sigma_{FTSE\ 100}} = \frac{0,535742 * 0,185137}{0,071873} = 1,38$$

Dette tallet samsvarer med regresjonen, se illustrasjon (Vedlegg 9.). Etter å ha funnet egenkapital betaene, vil vi nå se på et fenomen kalt Blume-justering.

Blume-justering:

Marshall Blume (1975, 794) beviste at betaverdien til et selskap tenderer å stige/synke mot gjennomsnittet av alle betaverdier, som har verdien 1. Siden vi har valgt å verdsette over en lang periode velger vi derfor å blume-justere betakoeffisienten (Vedlegg 11.) for å innkalkulere denne tenderingen. Formelen for blume-justering ser slik ut:

$$\text{Adjusted Beta} = 0,33 + 0,67(\text{Raw Beta})$$

(Koller, Goedhart og Wessels 2010, 253)

Vi fortsetter med å bruke NPRO mot FTSE 100 som eksempel for å vise en blume-justering.

$$\text{Adjusted Beta}_{NPRO} = 0,33 + 0,67(1,38) = 1,25$$

Etter å ha blume-justert betaene går vi over til å beregne total kapitalbeta fra egen kapitalbetaene.

Fra egen kapitalbeta til total kapitalbeta

Etter å ha funnet aksjebetaene til de to selskapene, kan vi nå bruke en formel Soffer og Soffer (2002, 160) mener er den mest brukte for å beregne total kapitalbeta.

$$\beta_U = \beta_L \times \frac{1 - d}{1 - d \times t^*}$$

Hvor β_U er total kapitalbeta, β_L er egen kapitalbeta, d er gjeldsandel og t^* er skattefaktoren. Formelen forutsetter en gjeldsbeta lik 0. Det er svært liten sannsynlighet for at de to selskapene skal gå konkurs, som ville gitt gjeldsbeta en verdi (Bøhren og Michalsen 2005, 225). Vi mener dermed vi kan benytte oss av denne formelen. Tallene for gjeldsandel henter vi fra kvartalsrapportene til både OLT (2012) og NPRO (2012). En beregning av total kapitalbetaen til NPRO ser slik ut.

$$\beta_U = 1,25 \times \frac{1 - \frac{10164,8}{15228,9}}{1 - \frac{10164,8}{15228,9} \times 0,28} = 0,519$$

Her har vi regnet ut alle betaene og plassert dem i tabell 13 nedenfor. Den andre metoden vi benytter oss av er å hente bransjebetaer fra Reuters (2012). Vi finner en totalbransjebeta på 0,7 for bransjen OLT og NPRO opererer i, denne er også plassert i tabellen nedenfor.

Data	β_{tk}
Norwegian Property ASA OSEBX	0,433
Norwegian Property ASA FTSE 100	0,519
Olav Thon ASA OSEBX	0,302
Olav Thon ASA FTSE 100	0,268
Bransje (Reuters)	0,700

Tabell 13. Totalkapitalbetaverdier

Betaene er ulike, noe de teoretisk sett ikke skulle vært da, totalkapitalbeta skal representere risikoen for alle selskapene innen bransjen uavhengig av finansstruktur (Soffer og Soffer 2002, 161). Vi velger å bruke betaene som en indikator på hvilken risiko som befinner seg for Fakkeldgården, da selskapene deler en viss risiko. Vi vil da legge til grunn at Fakkeldgårdens totalkapitalbeta ligger et sted mellom 0,268-0,7. Vi vil gjennomføre en risikoanalyse for å vurdere Fakkeldgårdens plassering i dette intervallet (tabell 13).

7.2 Risikoanalyse

Vi mener den sikreste betaen vi har er bransjebetaen fra Reuters på 0,7, dette fordi den representerer den gjennomsnittlige risikoen for alle bedrifter i bransjen. Da Fakkeldgården er, som nevnt i innledningen, i en egen nisje innenfor denne bransjen vil vi gjennomføre risikoanalysen med utgangspunkt i denne. Deretter vil vi justere betaen til den verdi vi mener gir et rett bilde på Fakkeldgårdens samvariasjon i forhold til markedet. En beta på 0,7 viser at bedriften blir påvirket av markedet til en viss grad, men med en svakere effekt. Vi har tidligere i oppgaven analysert flere faktorer som kan påvirke Fakkeldgården, men vi finner det hensiktsmessig å se på flere risikofaktorer for å bedre kunne fastsette Fakkeldgårdens beta.

Risikomatrise

Selv om en samlet vurdering av risiko viser til at et prosjekt har lav risiko, kan enkelte elementer isolert sett skape høy risiko og/eller inntreffe ofte. Risiko er sannsynligheten for at en situasjon inntreffer og konsekvensen av dette (Farstad 2005, 19). For å sette opp en matrise på hvordan risikoen skal klassifiseres vil de aktuelle hendelsene gis en sannsynlighet og en konsekvens, som begge deles inn i fire ulike grader. Så settes de enkelte risikoene inn i matrisen slik at vi kan belyse hvilken grad av påvirkning risikoelementene har isolert sett. Til slutt vil vi summere disse for å finne den best estimerte betaverdien for Fakkeldgården. Vi har valgt å ta for oss de mest hensiktsmessige risikomomentene, vi unnlater de momenter vi mener har en mindre effekt på betaverdien. Dette skal hjelpe oss å

belyse de største, eller mest sannsynlige, hendelsene Fakkeldgården kan møte som kan påvirke risikoen forbundet med drift.

Sannsynlighet

- 1: Usannsynlig, hendelsen inntreffer meget sjeldent, men det eksisterer en teoretisk sjans for at hendelsen inntreffer.
- 2: Lite sannsynlig, hendelsen kan inntreffe, men det er lite sannsynlig.
- 3: Sannsynlig, hendelsen kan inntreffe av og til.
- 4: Svært sannsynlig, hendelsen inntreffer svært ofte, eller er kontinuerlig.

Konsekvens

- 1: Ubetydelig, hendelsen representerer en ubetydelig konsekvens.
- 2: Mindre alvorlig, har en mindre påvirkning på kontantstrømmen, om det ikke eksisterer fastsatte løsninger, for eksempel rutiner i den daglige driften.
- 3: Alvorlig, Påvirker kontantstrøm negativt i større grad.
- 4: Svært alvorlig, Selskapet går konkurs.

Definisjon av risikomatriksen

Rød: Hendelsen representerer en stor risiko for Fakkeldgården.

Gul: Betydelig risiko.

Risikomål	1. Ubetydelig	2. Mindre alvorlig	3. Alvorlig	4. Svært alvorlig
4. Svært sannsynlig	4.1	4.2	4.3	4.4
3. Sannsynlig	3.1	3.2	3.3	3.4
2. Lite sannsynlig	2.1	2.2	2.3	2.4
1. Usannsynlig	1.1	1.2	1.3	1.4

Grønn: Lav risiko.

Tabell 14. Risikomatrikse

Risikomomenter

Etter å ha utarbeidet risikomatriksen, tabell 14, kan vi nå se på de situasjoner vi mener er mest sannsynlig og relevant Fakkeldgården kan ende opp i, og hvordan de påvirker risikoen.

Feil i utforming av lokaler til kunder

Herunder ligger det flere faktorer som kan føre til at en kunde blir misfornøyd med det ferdigstilte lokalet, og vil ikke signere kontrakt. Alvorligheten på et tap av leieinntekten fra en kunde vil variere. Er kunden stor og representerer en betydelig del av de totale inntekter er det meget alvorlig. Etter kundeanalysen ser vi at de viktigste kundene allerede er godt etablert, og en slik kontraktssvikt er ganske urimelig med tanke på dette og den innsats driftssjef legger inn i utformingen. Derfor mener vi at feil utforming av lokaler til kunder er (2.) lite sannsynlig og representerer en (2.) mindre alvorlig konsekvens for kontantstrømmen, noe som setter hendelsen til 2.2 grønn sone i risikomatrisen.

Opprettelse av en annen næringspark i nærområdet

Vi har i den strategiske analysen kommet frem til at trusselen for inntrengere er lav, dermed gir vi (2.) liten sannsynlighet for dette. Kommer det inntrengere på banen, har Fakkeldgården flere stabile og langvarige kontrakter som vil gjøre dette (2.) mindre alvorlig. Dette setter hendelsen i risikomomentet 2.2 grønn sone.

Fall i kundemasse

Et fall i kundemassen, fra markedssvinginger, kan medføre et betydelig inntektsfall for Fakkeldgården. Siden kundemassen er såpass stabil, trygg og på lengre kontrakter, mener vi Fakkeldgården ikke vil bli sterkt påvirket av markedssvingninger. Det er derfor (2.) lite sannsynlig at et betydelig fall i kundemassen vil oppstå men (3.) alvorlig dersom dette skulle forekomme. Dette setter risikomomentet til 2.3 gul i risikomatrisen.

Driftkostnadsøkning

Med driftkostnadsøkning mener vi en høy nok økning i kostnadene, forbundet med å holde Fakkeldgården i drift, til at selskapet får negativt resultat før skatt. Fra den strategiske analysen tidligere i oppgaven ser vi at Fakkeldgården har en relativt god forhandlingsstyrke opp mot noen av leverandørene, og vi antar det må komme en sterk nedgang i markedet for at det skal skje en endring på dette. En høy økning i kostnadene er (2.) lite sannsynlig, skulle dette forekomme er det (3.) alvorlig. Dette plasserer risikomomentet i 2.3 gul sone.

Fastsettelse av Fakkeldgårdens beta og avkastningskrav

Risikoanalysen og den strategiske analysen viser at Fakkeldgården har en relativt lav påvirkning av markedssvinginger, men vi mener denne påvirkningen er høyere enn de store selskapene, dette med tanke på plassering og størrelse. Vi velger derfor å legge betaen til Fakkeldgården tett opp mot bransjebetaen, men vi mener Fakkeldgården har en lavere samvariasjon med markedet. Av den grunn justerer vi betaen ned med 0,1. Siden Fakkeldgården er plassert i Lillehammer,

velger vi et risikopåslag på 0,05, da dette er relativt usentralt. Fra regnskapsanalysen og prognosene har vi kommet frem til at Fakkeldgårdens kundemasse er relativt stabil og fremtiden vil være mindre sensitiv til markedssvingninger, vi velger da å trekke fra 0,02 fra betaen.

Bransjebeta	0,7
Lavere samvariasjon med markedet	- 0,1
Geografisk plassering	+ 0,05
Stabil kundemasse	- 0,02
Fakkeldgårdens total kapitalbeta	= 0,63

Tabell 15. Fakkeldgårdens total kapitalbeta

Tabell 15 viser utregning av vårt anslag på total kapitalbeta til å være 0,63. Vi mener dette er det beste estimatet på Fakkeldgårdens grad av påvirkning til systematisk risiko. Når vi nå har kommet frem til en endelig beta for Fakkeldgården kan vi bruke kapitalverdimodellen for å beregne totalavkastningskravet vi benytter som neddiskonteringsfaktor. Vi benytter skattesats på 28 % da Fakkeldgården ikke har utbyttepolitikk. Utregningen ser slik ut.

$$E(R_{tk}) = 0,024 * (1 - 0,28) + [0,055]*0,63 = 0,05193 \text{ eller } 5,193 \%$$

Vi har igjennom våre analyser kommet frem til et avkastningskrav på 5,193 %. Etter gjennomgangen av denne risikomatriksen er det rimelig å anta at dette er et godt estimat på avkastningskravet. Dette baseres på at selskapet totalt sett er veldig trygt og stabilt både i sin konkurranse posisjon, inntektskilde og håndtering av kostnader. Vi har nå beregnet avkastningskravet og budsjettert kontantstrømmen, og kan dermed begynne med selve verdsettelsen.

7.3 Verdi av selskapet

Siden vi ikke har estimert en evig kontantstrøm (Tabell 12. Kontantstrømoppstilling, bruker vi terminalverdi.

$$Terminal Value_t = \frac{CF_{t+1}}{(r - \text{Stable growth})}$$

(Damodaran 2010, 305)

Vi har tidligere i oppgaven valgt å bruke DCF-metoden med hensyn på total kapitalen. Skal vi vurdere total kapitalen kan vi i følge Damodaran (2010, 305) bruke denne modellen.

$$Terminal Value_n = \frac{FCF \text{ to firm}_{n+1}}{(Cost \text{ of capital}_{n+1} - g_n)}$$

FCF to firm_{n+1} er i denne utredningen satt til å være lik kontantstrømmen for siste år i budsjettperioden. I modellen er avkastningskravet og vekstraten konstant over evig tid. Vekstraten vi har valgt å bruke er 2,5 %, da, som nevnt i analysen, Norges Bank styrer etter et inflasjonsmål på 2,5 %. Vi antar dette vil være den gjennomsnittlige inflasjonen i terminalverdien da denne måler verdien av en drift ut i ubestemt tid. Dette betyr for oss at avkastningskravet vil være konstant, mens vekstraten vil være 2,4 % de første 10 år og 2,5 % ut over dette. Formelen for verdsettelsen ser slik ut.

$$\text{Value of a firm} = \sum_{t=1}^{t=9} \frac{FCF}{(1+k_c)^t} + \frac{\text{Terminal value}_{10}}{(1+k_c)^{10}}$$

Ved hjelp av beregninger som bygger på fri kontantstrøm og modeller fra Damodaran (2010) har vi beregnet verdien av Fakkeldgården AS (25.05.2012) til **85 453 115** kroner. Som vi har nevnt i starten av oppgaven er verdivurdering ingen eksakt vitenskap. Ulike modeller og forutsetninger vil gi varierende verdsettelse, men vi mener det tallet vi har kommet frem til er basert på solide forutsetninger som da burde gi en rimelig riktig verdi. Før vi beregner verdien av egenkapitalen, velger vi å bruke multiplikatorer for se om disse gjenspeiler vårt funn.

7.3 Multiplikatorer

Når vi bruker multiplikatorer, er vi nødt til å observere referanseverdien av selskapene og verdidriverne for både Fakkeldgården, og de sammenlignbare selskapene (Soffer og Soffer 2002, 386). Vi velger og forsette med OLT, NPRO og bransje som referanser ved verdsettelse av Fakkeldgården. Vi benytter oss av to multiplikatorverdsettelse for å ha et bredere utvalg når vi sammenligner med den fundamentale verdsettelsen. Vi tar utgangspunkt i Soffer og Soffer (2002, 386) sin multiplikatormodell og bruker Price/Earnings (P/E), som måler forholdet mellom børskursen og fortjeneste per aksje (Berk og DaMarzo 2011, 33). Jo lavere P/E, desto høyere avkastning (Bøhren og Michalsen 2010, 105). Den andre multiplikatoren vi velger å bruke er EV/EBIT, som måler verdien av hele selskapet, før gjeld er fratrukket (Berk og DaMarzo 2011, 270). Ved beregning av EV/EBIT ser modellen slik ut.

$$EV_{\text{Fakkeldgården}} = \left(\frac{EV_{\text{OLT}}}{EBIT_{\text{OLT}}} \right) EBIT_{\text{Fakkeldgården}}$$

Vi henter verdiene P/E fra Reuters (2012a og 2012b) sine nettsider, disse er et årlig gjennomsnitt, og dermed brukes tall fra 2011 for å finne Fakkeldgårdens verdidriver (Vedlegg 10.). Verdien vi har funnet ved hjelp av verdivurdering gjennom DCF metoden ligger innenfor intervallene i både P/E og EV/EBIT resultatene. Dette kan indikere at vår verdsettelse er relativt lik det markedet

verdsetter bransjen til, og det befinner seg kanskje ikke noen under/overprising. Når vi beregner EV/EBIT, bruker vi tall på markedsverdibasert gjeld, egenkapital og resultat før finanskostnader og skatt (EBIT). Disse er hentet fra kvartalsrapportene til Norwegian Property (2012) og Olav Thon (2012) for å finne EV og deretter EV/EBIT av disse. Siden selskapsverdien vi har funnet ved fundamental analyse ligger innenfor intervallet i den tekniske analysen, forholder vi oss til den fundamentale verdsettelsen når vi videre skal beregne verdien av egenkapitalen.

7.4 Fra selskapsverdi til egenkapital

Når vi nå har funnet Fakkeldgårdens selskapsverdi, kan vi nå benytte oss av formelen for å konvertere verdien til egenkapitalen i selskapet.

$$EQUITY = \sum_{t=1}^t \frac{FCF}{(1-k)^t} + NONOP - DEBT - OCAP$$

(Soffer og Soffer 2003, 211)

Ikke-operasjonelle driftsmidler (NONOP)

For å finne ikke-operasjonelle driftsmidler er det i følge Koller, Goedhart og Wessels (2010, 256) to prinsipper man må passe på. Det første prinsippet er å unngå dobbelttelling av selve midlene. I praksis betyr dette at vi ikke skal verdsette eiendelene som er med i den frie kontantstrømmen separat. Det betyr at vi ikke kan verdsette byggene til Fakkeldgården i tillegg, da vi har beregnet nåverdi av kontantstrømmen. Dette fordi nåverdien skal representere verdien Fakkeldgårdens eiendeler genererer. Prinsipp nummer to er basert på å evaluere avhengigheten mellom de operasjonelle og de ikke-operasjonelle verdiene. Dette betyr at vi må se om det er noen sammenheng mellom de operasjonelle aktivitetene i verdikjeden og de ikke-aktive eiendelene, som for eksempel kontanter som ligger i kassekontoen og operasjonell drift. Fakkeldgården har per dags dato en høy bankkonto, men som vi har kommet frem til i analysen er dette en oppsparing av midler til en senere nødvendig investering. Over vår verdsettelsesperiode forutsetter vi at midlene blir brukt til operasjonell aktivitet og vi kan derfor ikke legge denne til egenkapitalen.

Gjeld

Gjeld kan være sertifikater, notert skatt, fast og flytende bank lån, foretaksobligasjoner og balanseførte leieavtaler. Om gjelden er relativt sikker og gjeldsobjektet blir aktivt brukt i verdikjeden, brukes markedsverdien for verdivurdering av gjelden. Brukes ikke gjeldsobjektet i verdiskapningen skal den estimeres ved å diskontere gjelden med rentekostnadene som oppstår som følge av gjelden og avdrag på avkastning til forfall av gjelden. I Fakkeldgårdens tilfelle

blir gjelden brukt til operasjonell drift, og vi har fått vite at gjelden har, i skrivende stund, en verdi på **40 371 741** kroner. Når det gjelder skattemessig fremførbare underskudd, har vi inkludert denne i kontantstrømmen, og kan av den grunn ikke verdsette denne separat.

$$EQUITY = 85\,081\,115 - 40\,371\,741 = 45\,081\,374$$

Verdien av egenkapitalen beregnes fra selskapsverdi. Det er viktig å ta hensyn til at selskapsverdien bygger på terminalverdi, som står for 55 % av den totale verdien.

Vi ønsker først å kritisere funnene i verdsettelsen for senere å gjennomføre scenarioanalyse og Monte Carlo Simulering. Dette for å se hvilke faktorer som er kritiske for Fakkeldgårdens egenkapitalverdi.

8. Verdsettelseskritikk

Vi har brukt fundamentalanalyse i verdsettelsen av Fakkeldgården AS. Det er viktig å presisere at selv om vi har forsøkt å skaffe så mye informasjon som mulig om både Fakkeldgården, markedet og fremtiden har vi ikke perfekt informasjon rundt dette. Vår verdsettelse gir en god oversikt over selskapet, men kan med liten sikkerhet si at det er slik virkeligheten vil bli, da verdsettelsen bygger på løpende forutsetninger. Vi har brukt de verdsettelsesmodellene vi mener representerer Fakkeldgården, selv om modellene er forenklinger av virkeligheten.

Analysen

Det å analysere fremtiden er vanskelig og gir ikke noe sikkert utfall, da fremtiden er usikker. Når vi skulle budsjettere resultatet og kontantstrømmen til Fakkeldgården brukte vi historisk data, intervjuer med driftsjef og styret og ved å analysere de interne og eksterne faktorene i markedet. Historiske data brukt i regnskapsanalysen er satt til bokførte verdier, som nødvendigvis ikke gjenspeiler markedsverdi baserte nøkkeltall. I verdsettelse er vi nødt til å være kritisk, den planlagte kontantstrømmen er ikke nødvendigvis det som skjer, det vil da påvirke både nåverdien og verdien av egenkapitalen. Vi har i denne oppgaven vært eksterne verdsetterer og våre analyser har bygget på data vi har klart å innhente. Dette har i all hovedsak vært offentlige dokumenter, intervjuer og litteratur. Vi har derfor trukket egne konklusjoner basert på de omstedigheter som påvirker Fakkeldgården og vi mener at de gjenspeiler fremtiden på en god måte.

KPI

Vi brukte Norges Bank sine prognoser om fremtidig inflasjon som er utredet av profesjonelle fagfolk. Dette betyr likevel ikke at fremtidig utfall blir slik de har prognosert.

Grunninvesteringer

Vi tok et anslag på grunninvesteringene basert på historiske data. Selv om investeringene ble budsjettert på de størrelser og tidspunkt vi fant, er det ikke dermed sikkert at de vil forekomme på samme størrelse og tidspunkt i fremtiden. Dette betyr at det befinner seg usikkerhet i våre budsjetteringer av grunninvesteringer.

Avkastningskrav

Kapitalverdimodellen ble benyttet for å beregne avkastningskravet. Det finnes andre metoder å beregne avkastningskravet på, men vi besluttet at avkastningskravet var best estimert ved hjelp av denne kapitalverdimodellen. Problemet ved å benytte seg av kapitalverdimodellen er i følge Dahl et al (2011, 6): " ... å fastsette avkastningskravet på er at metoden forutsetter effisiente markeder, hvilket er vanskelig å finne i praksis". På bakgrunn av dette, befinner det seg usikkerhet i våre beregninger. Vi vil se nærmere på de enkelte komponentene vi har brukt i beregning av avkastningskrav.

Risikofri rente

Det er vanskelig å fastsette en risikofri rente, da det er en krevende oppgave å finne investeringsobjekter som er 100 % risikofrie. Statsobligasjoner som vi valgte å bruke er ofte brukt for å fastsette risikofri rente, men finanskrisen viste til at slike obligasjoner ikke er like risikofrie som tidligere antatt.

Markedets risikopremie

Da vi fastsatte markedets risikopremie brukte vi et utsagn fra forelesning med Pål Berthling-Hansen, og Damodarans historiske beregninger. Det har vært store svingninger i markedets risikopremie. Det kan dermed sies at markedets risikopremie har vært svært volatil om man ser på forskjellige perioder med finansiell uro. En undersøkelse gjort av Fernandez, Aguirreamalloa og Corres (2011, 3) viser at risikopremiene brukt for Norge i 2011 varierer fra 3,5 til 11,7 %. Vi er nå inne i en periode med finansiell ustabilitet hvor det er svært usikkert for hva den faktiske risikopremien er. Vi benyttet oss av 5,5 % som vi mener har innkalkulert risikoen for de finansielle urolighetene.

Beta

Betaverdien skal gjenspeile markedsrisikoen i avkastningskravet. I et unotert selskap, kan det være ekstremt vanskelig å beregne riktig risiko, altså beta. Vi har brukt ulike metoder og funnet ulike betaverdier, det kan være risikabelt siden vi ikke vet hvilken beta som er best egnet til Fakkalgården. I stedet for å se på referanse/bransje beta, kan det være hensiktsmessig å unngå beregning av avkastningskrav ved hjelp av beta. Dette ved å beregne avkastningskrav med bruk av påslag for risiko. Ved beregning av beta til Fakkalgården ville vi etter beste estimat komme frem til en verdi av denne. De selskaper vi benyttet til å sammenligne er som nevnt veldig avvikende fra Fakkalgården, både når det

gjelder kjerneaktiviteter og størrelse. Aksjene til begge selskapene er også relativt lite likvide som gjorde at vi måtte bruke månedsavkastninger ved fastsettelse av deres beta. Dette kan bety at vi ikke har et reelt bilde på avkastningen for OLT og NPRO i forhold til markedet. Vi beregnet total kapitalbetaene til OLT og NPRO ved et vektet gjennomsnitt av egenkapital- og gjeldsbetaer. Vi forutsatte at det ikke befinner seg noen konkurrisiko i OLT og NPRO. Det er svært risikabelt å fastslå ingen konkurrisiko da det alltid vil være en sannsynlighet for at konkurs kan inntreffe. Vi gjorde så en risikoanalyse av Fakkeldgården for å identifisere Fakkeldgårdens risiko opp mot bransjebeta. Her kom vi frem til en beta på 0,63, noe som er en usikker faktor da dette ble basert på våre egne antakelser om hva som påvirket risikoen forbundet med Fakkeldgården. Vårt anslag på de ulike komponentene som påvirket Fakkeldgårdens endelige beta trenger nødvendigvis ikke å være de best mulige estimater. Dette er kun de estimater vi mener kan argumenteres godt nok for, slik at de med rimelig grunn kan sies å være representanter for virkeligheten i både sannsynlighet og konsekvens.

Avkastningskrav

Vi beregnet avkastningskravet til å være 5,193 %. Dette er et svært presist avkastningskrav og man bør være forsiktig med å fastsette ett slikt krav. På Berthling-Hansen (Foil fra forelesning 27. oktober 2011) mener man heller bør fastsette et intervall som avkastningskravet ligger i. Da vi skulle verdsette med bruk av DCF-metoden, måtte vi fastsette en diskonteringsfaktor, så vi holdt oss til den verdien. Som total kapitalmetoden tilsier, benyttet vi konstant avkastningskrav som neddiskonteringsfaktor over hele verdsettelsesperioden. Når det gjelder terminalverdien hadde det kanskje vært bedre å benytte et høyere avkastningskrav, da denne verdien er betraktelig mer risikabel enn de foregående kontantstrømsverdiene.

Verdi

Teoretisk verdi vil ikke alltid gjenspeile markedsverdi. Når det gjelder salg av næringsseiendom er det noen faktorer i markedet som er viktig å se på. Fakkeldgården ligger i utkanten av Lillehammer, det betyr at selv om næringsparken genererer verdi, er det ikke sikkert at den skaper interesse for en investor. Etter samtale med ledelsen i Fakkeldgården vet vi at, når det gjelder salg av lignende næringsparker og industribygg, er SEH nødt å konstruere en kjøper. Det vil si at de ikke setter noen fast pris fra starten av, men at prisen er noe som kommer frem fra møter og forhandlinger med en potensiell kjøper. Det er også verdt å nevne at verdi av et selskap kan oppfattes ulikt om du er kjøper eller eier. Vi har i oppgaven beregnet markedsverdi av selskapet som et *going concern*, noe som betyr at vi regner og analyserer verdien for eierne, med forutsetning om at selskapet ikke skal selges og vil opprettholde bedriftsstrategien utover sin levetid.

Multiplikatorer

Multiplikatorverdiene vi beregnet oss frem til er usikre, da selskapene er svært ulike. Dermed ble beregningene usikre og vi kom frem til et intervall på verdien på over 50 mill kroner. Dette gjenspeiler at det er svært viktig å velge selskaper med lik struktur og kjerneaktiviteter. Vi la derfor ikke stor vekt på de utregnede verdiene, men brukte de til å sette dem opp mot vår beregnede verdi ved DCF-metoden.

Usikre faktorer

Både inflasjon, avkastningskrav og grunninvesteringer er usikre faktorer, og åpne for diskusjon. Vi vil nå prøve å analysere usikkerheten i disse faktorene via en sensitivitetsanalyse.

9. Sensitivitetsanalyse

Når vi har utarbeidet en kontantstrøm ligger det ingen garanti til grunn for at utfallet blir akkurat som beregnet. Forventede verdier er gjerne gjennomsnitt fra en rekke forskjellige muligheter og situasjoner. Vi velger derfor vi å gjennomføre en Scenarioanalyse og Monte Carlo Simulering.

9.1 Scenarioanalyse

”Scenario analysis is an important tool for assessing fundamental risk.” (Penman 2010, 550)

I scenarioanalysen setter man inn de forskjellige verdier og situasjoner som kan oppstå inn i beregningen av nåverdien og kjører flere beregninger med ulike kombinasjoner av de forskjellige verdiene, gjør man det som kalles for scenarioanalyse. Ved å gjøre dette får vi et innblikk i de ulike sluttsituasjoner den estimerte nåverdien kan bli. Dette er anbefalt av Penman (2010, 550), da du virkelig får innblikk i hvor godt eller dårlig det kan gå, avhengig av hvor mange forskjellige analyser man bruker. Scenarioanalyse er en del av sensitivitetsanalysen, som er en kritisk del av verdivurderingen. En vurdering av fremtidige verdier er kun like god som de antagelser den bygger på og det er viktig å forstå hvordan endringer i våre antagelser vil påvirke den verdien vi kommer fram til. Det er viktig å forstå hva som skjer i de mest ekstreme tilfellene, både positive og negative. (Soffer & Soffer 2002, 236).

Selv om en velger en betaverdi etter beste evne, som igjen gir det avkastningskravet vi mener eierne bør legge til grunn, og setter inflasjonsmål etter Norges Bank KPI indeks, er det fortsatt et usikkert estimat. For å ta hensyn til dette foretas en scenarioanalyse som viser verdiens følsomhet til endringer i de usikre faktorene. I denne scenarioanalysen har vi valgt å sette et intervall på

total kapitalbetaverdien på 0,268 – 0,7, som er hentet fra Tabell 13.

Total kapitalbetaverdier. Dette reflekterer bransjen og børsnoterte selskapet innenfor bransjen, noe som gir en rekkevidde på 3,52 % - 5,505 % (Vedlegg 11.) i avkastningskrav på total kapitalen. Scenarier på inflasjon velger vi ut fra Norges Bank sine nettsider, hvor vi finner KPI-grafen som ble presentert i strategianalysen, hvor vi ser en slingring på 1,8 % - 3,2 %. Ved å la ulike avkastningskrav og ulike scenarier av inflasjon påvirke kontantstrømmer og terminalverdien vi har beregnet for selskapets fremtid, får vi et innblikk i de forskjellige situasjoner som Fakkeldgården AS kan nå i fremtiden.

Etter å ha gjennomført scenarioanalysen (Vedlegg 12.), ser vi at Fakkeldgårdens selskapsverdi påvirkes i stor grad ved små endringer i inflasjon og avkastningskrav. Vi ser at ytterpunktene vi finner er avkastningskrav lik 3,52 % og inflasjon lik 3,2 % som gir oss en selskapsverdi på 732 981 655,82 kroner, og et avkastningskrav lik 5,505 % med inflasjon lik 1,8 % gir en selskapsverdi på 61 918 590,17 kroner. Dette er en ekstrem forskjell, som understreker usikkerheten ved verdivurderinger.

9.2 Monte Carlo Simulering

Monte Carlo Simulering er å tegne et stort antall pseudo – tilfeldige (ensartede) variabler fra intervallet [0,1], som å kaste en mynt gjentatte ganger.

Monte Carlo numerisk simulering metoden innebærer å knytte en stokastisk modell for prosessen som skal analyseres. Metoden krever erstatning av et ekte fenomen med et statistisk eksperiment ved å generere diskrete tilfeldige variabler som gjelder numeriske teknikker. Denne metoden er effektiv i å analysere fenomener og prosesser som forekommer i systemer karakterisert ved et stort antall variabler og parametere, ved komplekse sammenhenger mellom komponenter og forstyrrelses faktorer av en tilfeldig karakter (Manate og Farcas 2010, 59).

Formålet med Monte Carlo Simulering er å undersøke effekten på utgangene av inngangstilfeldige variasjoner (Manate og Farcas 2010, 63).

Monte Carlo simulering er ofte brukt for å beregne verdien av selskapene, vurdere investeringer i prosjekter på forretningsenhet eller konsern nivå eller for å evaluere finansielle derivater. Det kan brukes til å modellere prosjektplaner, hvor simuleringen aggregere estimer for *worst-case* og *best-case* scenarier, og hvor stor sannsynligheten er for at dette skjer.

Monte Carlo simulering vil som regel være for treg til å være konkurransedyktig, siden det tar tid å sette opp modellen. Vi har valgt å bruke programmet "Oracle Crystal Ball" til å løse Monte Carlo simuleringen. Oracle Crystal Ball er et regneark-basert applikasjon som passer for prediktiv modellering,

prognostisering, simulering og optimalisering. Når vi bruker dette verktøyet til Monte Carlo Simulering, beregner det tusenvis av "hva om" tilfeller. Analyser av disse scenarioene avslører spennet av mulige utfall og hvor sannsynlig det er at de inntreffer. Vi skal bruke Monte Carlo simulering til å svare på tre spørsmål innenfor egenkapitalberegningen vi har foretatt:

1. *Hva er sannsynligheten for at egenkapitalverdien er høyere eller lavere enn beløpet vi har kompt frem til?*
2. *Hva er sannsynligheten for at beregnet markedsverdi av egenkapital er negativ?*
3. *Hvilke av variablene har størst risiko tilknyttet verdien av selskapet?*
4. *Hvilket utfallsrom forekommer flest ganger i simuleringen?*

Før vi svarer på spørsmålene, vil vi vise hva simuleringen tar utgangspunktet i, se illustrasjon (Vedlegg 16.). Rutene som er markert med grønt, er usikre endringsvariabler. Når vi definerer rutene kan vi legge inn standardavvik, dess lenger frem i tiden vi regner, desto større usikkerhet, og dermed kan vi legge inn et høyere intervall for standardavviket. I celleverdien for avkastningskrav, har vi lagt inn antakelser om et standardavvik på 1 prosentpoeng. For inflasjon har vi satt et triangulært utfall med intervallet fra 0,5 til 4 % for de 10 neste år, mens terminalverdien har konstant 2,5 % da vi antar den gjennomsnittlige inflasjonen vil ligge der på lang sikt. Gule ruter er beslutninger som skal foretas knyttet til grunninvesteringer som er lagt inn med et slingringsmonn på 5 til 9 mill NOK på grunn av at dette er en svært usikker faktor. Ruten markert med turkis, er utfallcellen, altså egenkapitalverdien. Monte Carlo simulering *kaster mynten* gjentatte ganger, i vår simulering at vi satt antallet til 100 000 kast (prøver).

Hva er sannsynligheten for at egenkapitalverdien er høyere eller lavere enn beløpet vi har kompt frem til?

Fra modellen (Vedlegg 17.) kan vi se at det er tilnærmet 46,78 % sannsynlighet for at markedsverdi av egenkapital ligger over vår forventede beregning. Sannsynligheten for at den ligger under beregningen er tilnærmet 53,23 %.

Hva er sannsynligheten for at markedsverdi av egenkapital er negativ?

I denne testen (Vedlegg 18.) kan vi se at det er 0, % sannsynlighet for negativ egenkapitalverdi. Dette gjenspeiles i de sterke kontantstrømmene som er beregnet under budsjetteringskapitlet.

Hvilken av variablene har størst risiko tilknyttet verdien av selskapet?

Testen (Vedlegg 19.) viser at avkastningskravet har enorm påvirkning på forventet nåverdi, avkastningskravet påvirker med 98,9 %, dette er enormt, men ikke uventet. Inflasjonen påvirker egenkapitalverdien med den resterende

prosent andelen. Sensitivitetstesten hjelper oss å se hvilken faktor som kan redusere risikoen for at et selskaps/prosjekts forventede nåverdi bli lik 0. Fra svaret til spørsmål 2, er en nåverdi lik 0 ikke å forvente i Fakkeldgårdens tilfelle.

Hvilket utfallsrom av egenkapitalverdi forekommer flest ganger i simuleringen?

Testen (Vedlegg 20.) viser at intervallet [33 245 890 – 45 979 396] har flest treff. Vi kan se at dette intervallet har forekommt gjennomsnittlig 5 pst. av utfallet. Sannsynligheten for at forventet nåverdi ligger i dette intervallet er 30,19 %. Tester vi sannsynlighet på 50 % (Vedlegg 21.), får vi et verdiintervall på markedsverdi av egenkapital [33 245 890 – 56 826 500].

Totalt sett vil egenkapitalverdien ha en sannsynlighet på ca. 50/50 for å ligge over/under vår beregnede egenkapitalverdi. Sannsynligheten for å få egenkapitalverdi ≤ 0 , er 0 % og vi ser, ikke overraskende, at avkastningskravet har størst påvirkning på egenkapitalverdien.

9.3 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Fra scenarioanalysen ser vi at verdien er meget volatil for endringer i variablene og at det er et stort sprik i hva den faktiske verdien kan bli. Det finnes ikke noe godt grunnlag til å påstå at de høye ytterpunktene i scenarioanalysen vil inntreffe, da de representerer verdikombinasjoner som er urimelig å forvente for Fakkeldgården i et reelt marked. Dette på grunn av at det foreligger et avkastningskrav på 3,52 – 4,12 %, som ikke representerer Fakkeldgårdens risikosituasjon. Dermed finnes det ingen grunn til å tro at selskapsverdien vil nå de høyder som beskrevet i scenarioanalysen. Når det gjelder Monte Carlo Simulering, fant vi ut at fundamentalverdi ligger innenfor det intervallet som forekom flest ganger i simuleringen. Simuleringen tar 100 000 prøver, så den tester mulighetsområdet godt. Det vi må være kritisk til ved bruk av denne metoden, er at det er lett å bruke feil faktorer i analysen, og det kan være tilfeller hvor metoden blir nyttet på feil måte, feilformulering. En annen faktor er at simuleringen ikke tar hensyn til multikollinearitet mellom variablene. Monte Carlo Simulering har vi ikke lært på Handelshøyskolen BI, men vi har tilegnet oss kunnskap via artikler og prøving og feiling.

Oppsummert ser vi at det er forbundet usikkerhet ved bruk av begge metodene og de variablene som blir nyttet. Vi har brukt disse to metodene for å vise at usikkerheten i variablene, som presentert i kritikk kapitlet, gir forskjellige utfall på verdien. Det som er viktig er hvor godt en kan argumentere for at fremtiden blir slik som prognosert i verddivurderingen og at en støtter seg på sikre data så langt det lar seg gjøre. Som eksterne analytikere mener vi at den argumentasjon vi har presentert i analysen, er etter beste evne vårt syn på utviklingen i

Fakkeldgården. På grunnlag av dette velger vi å forholde oss til verdien funnet i fundamentalanalysen.

10. Konklusjon

Vi startet med å presentere Fakkeldgården sammen med bransjebeskrivelse, formål og problemstilling. Neste steg var å velge hvilke metoder og teknikker vi ville bruke for å verdsette Fakkeldgården AS.

Vi valgte å bruke fundamentalanalyse. Første steg i fundamentalanalysen var å utføre en strategisk analyse for å fastslå selskapets strategiske markedsposisjon. Neste steg var å foreta en regnskapsanalyse, hvor vi analyserte Fakkeldgårdens likviditet og soliditet, samt dens finansielle strategi og lønnsomhet. Den strategiske analysen valgte vi å samkjøre med konkurrentanalysen, for å se om Fakkeldgården klarte å utnytte ressursene sine bedre enn konkurrentene. Oppgaven bygger på analyser og antakelser på historiske data og annen informasjon og er det fundamentale synet vi la til grunn for budsjetteringen. Vi beregnet fremtidige kontantstrømmer og terminalverdi for selskapet og benyttet disse som utgangspunkt da vi beregnet verdien av selskapet. For å illustrere usikkerheten forbundet ved verdivurdering, gjennomførte vi sensitivitetsanalyser.

Det ble konkludert med at selv om sensitivitetsanalysene viste til volatilitet i verdien, fant vi ikke nok grunnlag til å forkaste, eller endre, vår fundamentalverdi. Dermed fastsatte vi selskapsverdien til **85 453 115** kroner. Problemstillingen gikk ut på å finne verdien for eierne, så med utgangspunkt i selskapsverdi, beregnet vi egenkapitalverdien til **45 081 374** kroner.

11. Kilder

- Barney, Jay B. og William S. Hesterly. 2008. *Strategic Management and competitive Advantage: concepts*. 4. Utgave. Boston, MA: Pearson Education Inc.
- Berk, Jonathan og Peter DeMarzo. 2011. *Corporate Finance*. 2. utgave. Boston, MA: Pearson Education Inc.
- Blume, Marshall E. 1975. *Betas and Their Regression Tendencies*. *The Journal of Finance*, 30(3): 785-795. Hentet 29. februar 2012.
<http://www.jstor.org/stable/2326858?seq=1>
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2010. *Finansiell Økonomi: Teori og praksis*. 3. utgave. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Clausen, Einar. 2002. "Virkelig verdi". *Praktisk økonomi og finans* 2002. (1). Oslo: Universitetsforlaget. Hentet 10. mars 2012.
http://www.idunn.no/ts/pof/2002/01/virkelig_verdi
- Dahl, Gunnar A. og Knut Boye. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Dahl, Gunnar A. 2011 "Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller". *Praktisk økonomi og finans* 2011. (2). Oslo: Universitetsforlaget. Hentet 12. februar 2012.
<http://www.idunn.no/ts/pof/2011/02/art03>
- Damodaran, Aswath. 2002. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 2. utgave. NY: John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, Aswath. 2010. *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*. 1. utgave. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Nilsen, Sverre R. 2012. "Seks hendelser som kan skape ny krise". *E24.no* 27. april. Hentet 30. april 2012
<http://e24.no/makro-og-politikk/seks-hendelser-som-kan-skape-ny-krise/20197684>
- Farstad, Atle. 2005. "Kredittvurdering av Norske Skog". *Praktisk økonomi og finans* 2005. (1). Oslo: Universitetsforlaget. Hentet 19. mars 2012
http://www.idunn.no/ts/pof/2005/01/kredittvurdering_i_norske_skog
- Fernandez, Pablo, Javier Aguirreamalloa og Luis Corres. 2011. *Market Risk Premium used in 56 countries in 2011*. Navarra: IESE Business School. Hentet 2. juni 2012
<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0920-E.pdf>

- FNO (Finansnæringens Fellesorganisasjon). 2012. *NIBOR - Norwegian Interbank Offered Rate*. Hentet 19. april 2012.
<http://www.fno.no/no/Hoved/Fakta/Verdipapirer-og-kapitalforvaltning/Faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-A---A/Pengemarkedsrenter/NIBOR/>
- Gjønne, Svein H. og Tor Tangenes. 2012. *Økonomi- og virksomhetsstyring*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Gottschalk, Petter. 2003. *Ledelse av intellektuell kapital*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Gujarati, Damodar. 2011. *Econometrics by Example*. England: Palgrave Macmillan.
- Isaac, David. 2002. *Property valuation principles*. NY: Palgrave Macmillan.
- Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels. 2005. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. 4. utgave. McKinsey & Company. Hoboken, NJ: John Wiley & sons Inc.
- Koller, Tim, Marc Goedhart og David Wessels. 2010. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. 5. utgave. McKinsey & Company. Hoboken, NJ: John Wiley & sons Inc.
- Kousenidis, Dimitrios V. 2006. "A free cash flow version of the cash flow Statement". *Managerial Finance* 32(8). Side 645 -653. Hentet 5. mars 2012.
<http://site.ebrary.com/lib/bilibrary/docDetail.action?docID=10146673&p00=working%20capital>
- Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet*. 2. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Lovdata. 1987. *Regnskapsloven*. Hentet 26.mars 2012.
<http://lovdata.no/all/tl-19980717-056-006.html#5-2>
- Lovdata.1999. *Skatteloven*. Hentet 24. mars 2012.
<http://lovdata.no/all/hl-19990326-014.html>
- Lovdata. 2001. *Forskrift om pengepolitikken*. Hentet 6. februar 2012.
<http://www.lovdata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20010329-0278.html#2>
- Lovdata 1999. *Lov om skatt av formue og inntekt (skatteloven)*. Hentet 28. februar 2012.
<http://lovdata.no/all/tl-19990326-014-062.html#14-43>
- Løwendahl, Bente R. og Fred E. Wenstøp. 2011. *Grunnbok i strategi*. 3. utgave. Latvia: Cappelen Damm AS.
- Manate, Daniel og Pavel Farcas. 2012. "Model for use of Monte Carlo simulations in business valuation". *The Valuation Journal* vol. 5(1). Side: 59-69.

- Netfonds. 2012a. *Informasjonsdump for Olav Thon Eiendomsselskap (OLT)*. Hentet 16. april 2012.
<http://www.netfonds.no/quotes/paperdump.php?paper=OLT.OSE>
- Netfonds. 2012b. *Informasjonsdump for Norwegian Property (NPRO)*. Hentet 16. april 2012.
<http://www.netfonds.no/quotes/paperdump.php?paper=NPRO.OSE>
- Netfonds. 2012c. *Informasjonsdump for Oslo Børs benchmark Index (ESEBX)*. Hentet 16. april 2012.
<http://hopey.netfonds.no/paperdump.php?paper=OSEBX.OSE>
- Nordli, Øyvind. 2011. "Praktisk bruk av kapitalverdimodellen". *Praktisk økonomi og finans* 2011. (2). Hentet 14. april 2012.
<http://www.idunn.no/ts/pof/2011/02/art07>
- Norges Bank. 2010. *Hva er nivået på den normale renten*. Hentet 20. februar 2012.
http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/Aktuell%20kommentar/2010/Aktuell-kommentar_01_10.pdf
- Norges Bank. 2011. *Hvordan er norske bankers finansiering satt sammen, og hvordan virker risikopåslagene på bankenes utlånsrenter?* Hentet 19. februar 2012.
http://www.norges-bank.no/pages/87398/Aktuell_kommentar_2011_5.pdf
- Norges Bank. 2012a. *Rentestatistikk*. Hentet 22. februar 2012.
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-effektiv-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-data/>
- Norges Bank. 2012b. *Hvordan virker inflasjonen på renten?* Hentet 18. mars 2012
<http://www.norges-bank.no/Upload/import/pengepolitikk/rentevirkninger/hoved.html>
- Norges Bank. 2012c. *Statsobligasjoner. Månedsgjennomsnitt*. Hentet 17. februar 2012.
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank 2012d. *Pengepolitisk rapport*. Oslo: Norges Banks rapportserie 2012(1). Hentet 17. mars 2012
http://www.norges-bank.no/pages/88292/PPR_1_12.pdf
- Norwegian Property. 2011. *Rapporter, Årsrapporter, kvartalsrapporter & presentasjoner*. hentet 14. april 2012.
<http://www.norwegianproperty.no/rapportering>

- Olav Thon Eiendomsselskap. 2011. *Rapport for 4. kvartal 2011*. Hentet 14. april 2012
<http://www.olt.no/Documents/%c3%85rsrapporter/Q4-2011-Norsk.pdf>
- Palepu Krishna G., Healy Paul M. og Peek, Erik. 2010. *Business Analysis and Valuation IFRS edition*. 2. utgave. Hampshire: South-Western Cengage Learning.
- Penman, Stephen H. 2010. *Financial statement analysis and security valuation*. 4. utgave. NY: McGraw-Hill.
- Proff Forvalt. 2012. *Regnskap for Fakkeltgården AS*. Hentet 15. januar 2012.
<http://www.forvalt.no/foretaksindex2/firma/RegnskapsTall.aspx?orgnr=964927340>
- Regjeringen. 1999. *Skatt på selskapsoverskudd*. Hentet 19. april 2012.
http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/bedrift_sbeskatning/skatt-pa-selskapsoverskudd.html?id=558358
- Regjeringen. 2006. *Skatte- og avgiftsopplegget 2007 - lovendringer*. Hentet 13. mars 2012.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/20062007/otprp-nr-1-2006-2007-/9/6/4.html?id=402171>
- Regjeringen. 2011a. *Et budsjett for å trygge arbeidsplasser, verdiskaping og velferd*. Hentet 1. februar 2012.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/pressemeldinger/2011/et-budsjett-for-a-trygge-arbeidsplasser-.html?id=660118>
- Regjeringen. 2011b. *Kriseforløpet internasjonalt*. Hentet 29. februar 2012
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-1/5.html?id=631173>
- Reuters 2012a. *Olav Thon Eiendomsselskap ASA*. Hentet 13. mars 2012.
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=OLT.OL>
- Reuters 2012b. *Norwegian property ASA*. Hentet 13. mars 2012.
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=NRWGF.PK>
- Ringdal, Kristen. 2007. *Enhet og mangfold*. 2. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Soffer, Leonard og Robin Soffer. 2002. *Financial statement analysis: A valuation approach*. Upper Saddle River, NJ :Pearson Education inc.
- Stabell, Charles B. og Øystein D. Fjeldstad. 1998. "Configuring value for competitive advantage: On chains, shops, and networks". *Strategic management Journal* 19: 413-437.
- Statistisk sentralbyrå. 2009. *Næringslivstjenester og omsetning og drift av fast eiendom1. Hovedtall, etter næringskundefgruppe*. Hentet 30. april.2012.
<http://www.ssb.no/aarbok/tab/tab-455.html>

- Statistisk sentralbyrå. 2011a. *Gjennomsnittlig befolkningsendring pr. år*. Hentet 22. februar 2012.
<http://www.ssb.no/befolkning/>
- Statistisk Sentralbyrå. 2011b. *Lillehammer folkemengde*. Hentet 22. februar 2012.
<http://www.ssb.no/folkendrhistorikk/tabeller/tab/0501.html>
- Statistisk Sentralbyrå. 2011c. *Lavere investeringer i detaljhandelen*. Hentet 10. februar 2012.
<http://www.ssb.no/detinv/>
- Statistisk sentralbyrå. 2012a. *Tabell 1. Konsumprisindeks*. Hentet 21. februar 2012.
http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/hovedtabellHjem.asp&KortnavnWeb=kpi
- Statistisk sentralbyrå. 2012b. *Bygge- og anleggsvirksomhet, produksjonsindeks*. Hentet 21. februar 2012.
<http://www.ssb.no/byggaanlprod/tab-2011-11-09-01.html>
- Steigum, Erling. 2004. *Moderne makroøkonomi*. 1. utgave. Oslo: Gyllendal akademisk.
- Stern. 2012. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet 8. februar 2012
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Yahoo Finance. 2012. *FTSE 100, historical prices*. Hentet 16. april 2012.
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EFTSE+Historical+Prices>

Upubliserte kilder

- Berthling-Hansen, Pål. 2011. Forelesning i faget BST 9502 "Økonomi og investeringsanalyse". 27.11.2011.

12. Figur-, tabell- og vedleggsoversikt

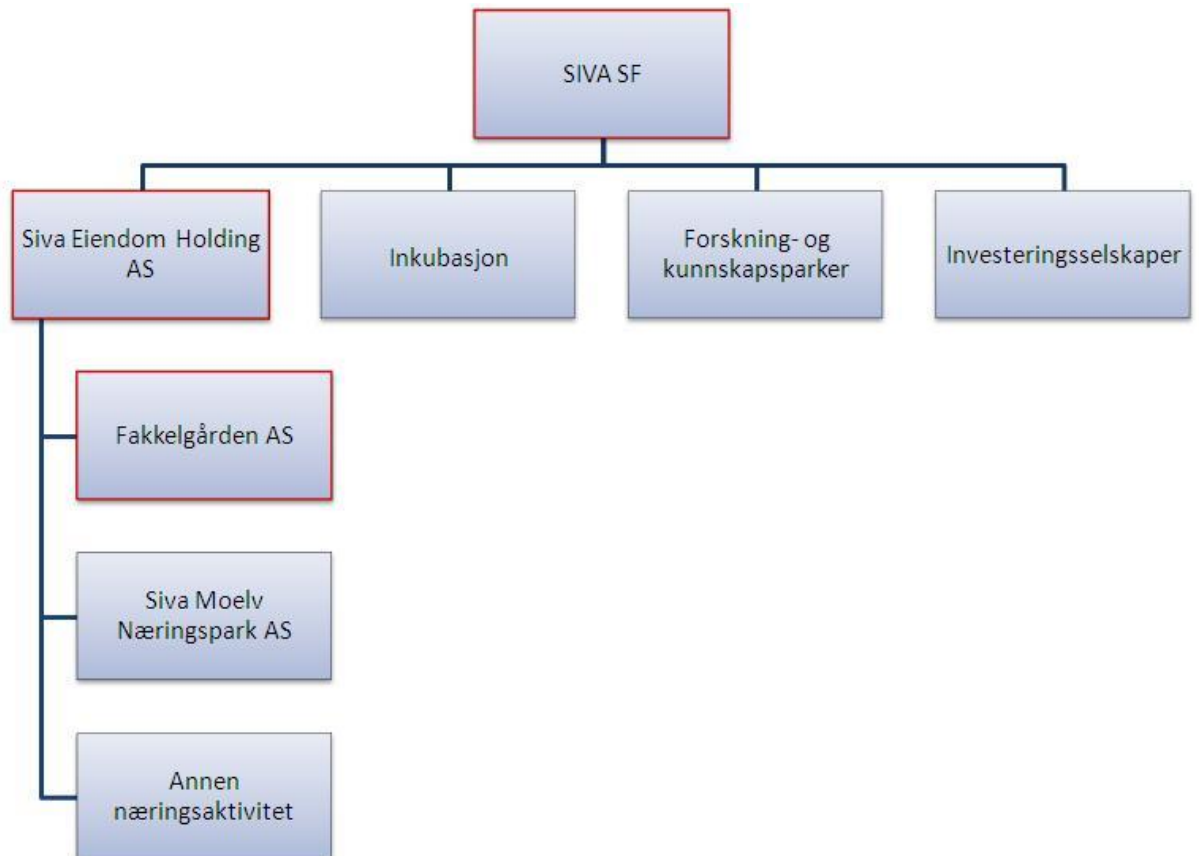
Figur 1. Forskningsstrategi og design (Ringdal 2007, 23)	3
Figur 2. Forskningsstrategi og design (Ringdal 2007, 23)	4
Figur 3. (Soffer og Soffer 2002, 212).....	7
Figur 4. Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	7
Figur 5. Graf over driftsinntekter (1998 - 2011) for Fakkeldgården	13
Figur 6. Livssyklus (Damodaran 2012, 8)	14
Figur 7. Påvirkningsfaktorer til markedsverdi (Gottschalk 2003, 19)	15
Figur 8. Kunders driftsinntekter.....	18
Figur 9. Kunders driftsresultat	18
Figur 10. Statistisk sentralbyrå 2011a	19
Figur 11. Statistisk sentralbyrå 2011a	19
Figur 12. Konsumprisindeks.....	21
Figur 13. Prognoser for styringsrente	22
Figur 14. 3 måneders NIBOR februar 2008 – april 2012.....	25
Figur 15. Statistisk sentralbyrå 2011c.....	26
Figur 16. Fakkeldgårdens driftsinntekter 1998 - 2011.....	29
Figur 17. Fakkeldgårdens driftskostnader 1998 - 2011	29
Figur 18. Totalkapitalrentabilitetens utvikling (1998 - 2011)	30
Figur 19. Konkurrentsammenligning av totalkapitalrentabilitet	31
Figur 20. Resultatgrad.....	31
Figur 21. Resultatgrad med konkurrenter.	32
Figur 22. Totalkapitalens omløpshastighet.....	32
Figur 23. Totalkapitalens omløpshastighet for Fakkeldgården og konkurrenter	33
Figur 24. Egenkapitalrentabilitet for Fakkeldgården	34
Figur 25. Likviditetsgrad 1 for Fakkeldgården.....	35
Figur 26. Gjeldsandel for Fakkeldgården	35
Figur 27. Rentedekningsgrad for Fakkeldgården.....	36
Figur 28. (Damodaran 2010, 11).....	37
Figur 29. CAPM (Nordli 2011, 16)	44
Tabell 1. Ressurser	15
Tabell 2. VRIO matrise	20
Tabell 3. Korrelasjon Driftsinntekter - Konsumprisindeks	22
Tabell 4. Korrelasjon Styringsrente – Driftsresultat – Driftsinntekter - Årsresultat.....	23
Tabell 5. Korrelasjon NIBOR - Styringsrente	24
Tabell 6. Regresjon NIBOR - Styringsrente	24
Tabell 7. SWOT for Fakkeldgården.....	28
Tabell 8. Resultatgrad	32
Tabell 9. Korrelasjon mellom Fakkeldgården og konkurrenters driftsinntekter	33
Tabell 10. (Pål Berthling-Hansen, foil fra forelesning 27. oktober 2011)	38
Tabell 11. (Pål Berthling-Hansen, foil fra forelesning 27. oktober 2011)	41
Tabell 12. Kontantstrømoppstilling	43
Tabell 13. Totalkapitalbetaverdier.....	49

Tabell 14. Risikomatrise.....	50
Tabell 15. Fakkeldgards total kapitalbeta.....	52
Vedlegg 1.	70
Vedlegg 2.	71
Vedlegg 3.	72
Vedlegg 4.	73
Vedlegg 5.	75
Vedlegg 6.	76
Vedlegg 7.	77
Vedlegg 8.	78
Vedlegg 9.	79
Vedlegg 10.	80
Vedlegg 11.	81
Vedlegg 12.	82
Vedlegg 13.	83
Vedlegg 14.	83
Vedlegg 15.	84
Vedlegg 16.	85
Vedlegg 17.	86
Vedlegg 18.	86
Vedlegg 19.	87
Vedlegg 20.	87
Vedlegg 21.	87

13. Vedlegg

Fakkelgårdens organisasjonskart

Vedlegg 1.



Fakkelgården regnskap

Vedlegg 2.

Kontonavn	Regnskap
Leieinntekter	13 730 911
Andre driftsrelaterte inntekter	3 740
DRIFTSINNETEKTER	13 734 651
Lønnskostnader	664 923
Andre personalkostnader	0
PERSONALKOSTNADER	664 923
Avskrivninger	1 840 785
Drift utleiebygg	5 064 198
Kostnader lokaler	0
Kostnadsførte anskaffelser	19 250
Reparasjoner og vedlikehold	1 518
Fremmede tjenester	454 249
Kontorkostnad	44 612
Telefon, porto og lignende	28 731
Kostnad og godtgjørelse for reiser	17 353
Salgs- og reklamekostnader	5 117
Kontingenter og gaver	2 965
Tap og lignende	-23
DRIFTSKOSTNADER	8 143 678
STATUS VIDEREFAKTURERING	-335 178
DRIFTSRESULTAT	5 590 972
Finansielle inntekter	223 866
Finansielle kostnader	1 658 228
FINANSRESULTAT	-1 434 363
RESULTAT FØR SKATT	4 156 610
Skattekostnad	0
ORDINÆRT RESULTAT	4 156 610

Fakkeldgårdens balanse

Vedlegg 3.

Operasjonelle anleggsmidler		Egenkapital	
<i>Immatrielle eiendeler</i>		Aksjekapital	3 000 000,00
Utsatt skattefordel	3 370 072,00	Opptjent egenkapital	12 700 681,28
		Sum EK	15 700 681,28
<i>Varige driftsmidler</i>			
Bygg og tomter	49 334 730,06	Avsetning til forpliktelser	639 284,02
Inventar, kontormaskiner m.v.	152 511,78		
Sum OAM	49 487 241,84	Langsiktig rentebærende gjeld	
		Langsiktig gjeld	41 387 825,24
Sum AM	52 857 313,84	Sum RBG	41 387 825,24
Operasjonelle omløpsmidler		Ikke rentebærende gjeld	
Kundefordringer	68 659,89	Leverandørgjeld	391 766,06
Forskuddsbetalte kostnader	50 463,75	Trekk ansatte	41 187,67
Sum OOM	119 123,64	Skyldige offentlige avsetninger	-110 657,78
		Annen kortsiktig gjeld	186 704,68
Likvide midler		Sum IRGB	509 000,63
Bank	5 260 353,69		
Sum likvide midler	5 260 353,69	Avsatt utbytte	-
Sum OM	5 379 477,33		
Sum Eiendeler	58 236 791,17	Sum Egenkapital og Gjeld	58 236 791,17

Vedlegg 4.

Kontrakter/År	2012				Totalt
	1	2	3	4	
Kunder	5 164,00	5 164,00	5 164,00	5 164,00	20 656,00
	2 389,02	2 389,02	2 389,02	2 389,02	9 556,08
	3 243,94	3 243,94	3 243,94	3 243,94	12 975,76
	7 726,91	7 726,91	7 726,91	7 726,91	30 907,64
	1 500,00	1 500,00	1 500,00	1 500,00	6 000,00
	8 574,08	8 574,08	8 574,08	8 574,08	34 296,32
	390,55	390,55	390,55	390,55	1 562,20
	6 182,01				6 182,01
	7 166,14	7 166,14	7 166,14	7 166,14	28 664,56
	14 865,73	14 865,73	14 865,73	14 865,73	59 462,92
	49 660,65	49 660,65	49 660,65	49 660,65	198 642,60
	2 444,25	2 444,25	2 444,25	2 444,25	9 777,00
	10 124,03	10 124,03	10 124,03	10 124,03	40 496,12
	27 283,56	27 283,56	27 283,56	27 283,56	109 134,24
	2 984,14	2 984,14	2 984,14	2 984,14	11 936,56
	3 227,03	3 227,03	3 227,03	3 227,03	12 908,12
	23 619,54	23 619,54	23 619,54	23 619,54	94 478,16
	4 117,06	4 117,06	4 117,06	4 117,06	16 468,24
	10 355,89	10 355,89	10 355,89	10 355,89	41 423,56
	3 227,03	3 227,03	3 227,03	3 227,03	12 908,12
	7 701,20	7 701,20	7 701,20	7 701,20	30 804,80
	12 895,23	12 895,23	12 895,23	12 895,23	51 580,92
	2 989,20	2 989,20	2 989,20	2 989,20	11 956,80
	5 978,89	5 978,89	5 978,89	5 978,89	23 915,56
	781,10	781,10	781,10	781,10	3 124,40
	6 004,58	6 004,58	6 004,58	6 004,58	24 018,32
	15 763,07	15 763,07	15 763,07	15 763,07	63 052,28
	7 337,36	7 337,36	7 337,36	7 337,36	29 349,44
	1 269,44	1 269,44	1 269,44	1 269,44	5 077,76
	245 848,01	245 848,01	245 848,01	245 848,01	983 392,04
	12 567,76	12 567,76	12 567,76	12 567,76	50 271,04
	4 051,84	4 051,84	4 051,84	4 051,84	16 207,36
	13 476,05	13 476,05	13 476,05	13 476,05	53 904,20
	5 105,52	5 105,52	5 105,52	5 105,52	20 422,08
	46 753,56	46 753,56	46 753,56	46 753,56	187 014,24
	36 735,00	36 735,00	36 735,00	36 735,00	146 940,00
	84 551,72	84 551,72	84 551,72	84 551,72	338 206,88
	4 499,12	4 499,12	4 499,12	4 499,12	17 996,48
	40 564,53	40 564,53	40 564,53	40 564,53	162 258,12

Bacheloroppgave i Økonomistyring og investeringsanalyse

	36 663,71	36 663,71	36 663,71	36 663,71	146 654,84
	1 286,45	1 286,45	1 286,45	1 286,45	5 145,80
	32 625,00	32 625,00	32 625,00	32 625,00	130 500,00
	15 069,23	15 069,23	15 069,23	15 069,23	60 276,92
	23 174,65	23 174,65	23 174,65	23 174,65	92 698,60
	56 642,93	56 642,93	56 642,93	56 642,93	226 571,72
	4 935,16	4 935,16	4 935,16	4 935,16	19 740,64
	13 442,98	13 442,98	13 442,98	13 442,98	53 771,92
	861,40	861,40	861,40	861,40	3 445,60
	1 269,44	1 269,44	1 269,44	1 269,44	5 077,76
	6 877,83	6 877,83	6 877,83	6 877,83	27 511,32
	12 407,80	12 407,80	12 407,80	12 407,80	49 631,20
	4 543,45	4 543,45	4 543,45	4 543,45	18 173,80
	17 232,73	17 232,73	17 232,73	17 232,73	68 930,92
	5 950,00	5 950,00	5 950,00	5 950,00	23 800,00
			367	367	
	367 390,60	367 390,60	390,60	390,60	1 469 562,40
	-	-	-	-	
	92 390,66	92 390,66	92 390,66	92 390,66	369 562,64
	32 656,76	32 656,76	32 656,76	32 656,76	130 627,04
	61 356,02	61 356,02	61 356,02	61 356,02	245 424,08
	99 179,05	99 179,05	99 179,05	99 179,05	396 716,20
	4 889,48	4 889,48	4 889,48	4 889,48	19 557,92
			198	198	
	198 316,79	198 316,79	316,79	316,79	793 267,16
	5 316,80	5 316,80	5 316,80	5 316,80	21 267,20
	49 951,99	49 951,99	49 951,99	49 951,99	199 807,96
	10 630,00	10 630,00	10 630,00	10 630,00	42 520,00
			151	151	
	151 669,56	151 669,56	669,56	669,56	606 678,24
	4 216,77	4 216,77	4 216,77	4 216,77	16 867,08
	13 709,95	13 709,95	13 709,95	13 709,95	54 839,80
SUM	2 073 775,93	2 067 593,92	2 067 593,92	2 067 593,92	8 276 557,69
KIS					8 276 557,69
Dekning felleskostnader					4 490 716,38

Fakkelgårds kostnader

Vedlegg 5.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Drift utleiebygg	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520	3 490 520
Kostnadsførte anskaffelser	19 250	19 250	19 250	19 250	19 250	19 250	23 000	23 000	23 000	23 000	23 000
Reparasjoner og vedlikehold	1 518	9250	6475	4532	3173	2221	1555	9250	6475	4532	3173
Fremmede tjenester	454 249	454 249	454 249	454 249	454 249	454 249	454 249	454 249	454 249	454 249	454 249
Kontorkostnad	44 612	44 612	44 612	44 612	44 612	44 612	44 612	44 612	44 612	44 612	44 612
Telefon, porto og lignende	28 731	28 731	28 731	28 731	28 731	28 731	28 731	28 731	28 731	28 731	28 731
Kostnad og godtgjørelse for reiser	17 353	17 353	17 353	17 353	17 353	17 353	17 353	17 353	17 353	17 353	17 353
Salgs- og reklamekostnader	5 117	5 117	5 117	5 117	5 117	5 117	5 117	5 117	5 117	5 117	5 117
Lønnskostnad	730 000	745 330	760 982	776 963	793 279	809 938	826 946	844 312	862 043	880 146	898 629
Kontingenter og gaver	2 965	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
Sum Kostnader	4 794 315	4 815 912	4 828 789	4 842 827	4 857 783	4 873 490	4 893 583	4 918 644	4 933 600	4 949 760	4 966 883
Infl. Justert	4 794 315	4 909 379	5 027 204	5 147 857	5 271 405	5 397 919	5 527 469	5 660 128	5 795 971	5 935 075	6 077 516

Lønnskostnad

Vedlegg 6.

Totallønnskostnad	760 981,93	776 962,55	793 278,76	809 937,62	826 946,31	844 312,18	862 042,74	880 145,63	898 628,69
Skylding Arbeidsgiver avgift	-107 298,45	-109 551,72	-111 852,31	-114 201,20	-116 599,43	-119 048,02	-121 548,03	-124 100,53	-126 706,65
Pensjonforpliktelse	-22 829,46	-23 308,88	-23 798,36	-24 298,13	-24 808,39	-25 329,37	-25 861,28	-26 404,37	-26 958,86
Feriepenger	91 317,83	93 235,51	95 193,45	97 192,51	99 233,56	101 317,46	103 445,13	105 617,48	107 835,44
MVA	-322 057,41	-329 786,79	-330 947,64	-338 890,38	-347 023,75	-355 352,32	-363 880,78	-365 161,64	-373 925,52
Sum avsetninger til forpliktelse	-360 867,49	-369 411,88	-371 404,86	-380 197,20	-389 198,01	-398 412,24	-407 844,96	-410 049,07	-419 755,58
Endring i avsetning til forpliktelse	-8 346,47	-8 544,39	-1 992,98	-8 792,34	-9 000,81	-9 214,23	-9 432,71	-2 204,11	-9 706,52
Avsetning til vedlikehold	-423 759,75	-433 929,99	-435 457,42	-445 908,40	-456 610,20	-467 568,85	-478 790,50	-480 475,84	-492 007,26
Endring i vedlikeholdsfond	-9 931,87	-10 170,23	-1 527,43	-10 450,98	-10 701,80	-10 958,64	-11 221,65	-1 685,34	-11 531,42

Endringer i arbeidskapital

Hjelpeberegninger	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Lån	43 571 741,00	40 971 741,00	38 371 741,00	35 771 741,00	33 171 741,00	30 571 741,00	27 971 741,00	25 371 741,00	22 771 741,00	20 171 741,00	17 571 741,00
Avdrag	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00	2 600 000,00
Rente	1 658 228,25	1 416 281,15	1 423 554,85	1 496 073,56	1 701 950,97	1 709 469,67	1 557 629,67	1 405 789,67	1 253 949,67	1 102 109,67	513 094,84
Finansinntekter	223 865,64	223 866,00	223 866,00	20 000,00	50 000,00	100 000,00	150 000,00	200 000,00	20 000,00	50 000,00	75 000,00
Ord. res. F. skatt	774 015,68	1 142 315,80	1 219 314,35	1 055 228,89	612 617,80	765 462,59	1 077 770,83	1 390 664,30	1 474 497,37	1 373 423,78	2 091 341,94
Skatt på ordinært resultat	216 724,39	319 848,42	341 408,02	295 464,09	171 532,98	214 329,53	301 775,83	389 386,01	412 859,26	384 558,66	585 575,74
Ord. Res e skatt	557 291,29	822 467,38	877 906,33	759 764,80	441 084,81	551 133,07	775 994,99	1 001 278,30	1 061 638,11	988 865,13	1 505 766,20
Utsatt skattefordel	3 370 072,00	3 153 347,61	2 833 499,19	2 492 091,17	2 025 094,09	1 810 764,57	1 508 988,74	1 119 602,73	706 743,47	322 184,81	-263 390,93
IB Kundeforring		92 869,00	689 713,14	696 591,38	713 309,57	715 820,42	733 000,11	750 592,11	768 606,32	787 052,87	789 823,30
UB Kundeforring		92 869,00	689 713,14	713 309,57	715 820,42	733 000,11	750 592,11	768 606,32	787 052,87	789 823,30	808 779,06
IB Leverandørgjeld		391 766,00	403 510,57	413 194,82	423 111,50	433 266,18	443 664,56	454 312,51	465 216,01	476 381,20	487 814,35
UB Leverandørgjeld		403 510,57	413 194,82	423 111,50	433 266,18	443 664,56	454 312,51	465 216,01	476 381,20	487 814,35	499 521,89

Vedlegg 7

Utsatt skattefordel excel beregning

Vi setter opp en rad vi kaller utsatt skattefordel. Denne tar for seg differansen mellom utsatt skattefordel til gode og benyttet utsatt skattefordel. Denne raden blir heretter kalt resterende utsatt skattefordel. For å fordele den resterende utsatte skattefordelen, under forutsetningen om at Fakkeltgården vil maksimere bruken av utsatt skatt hvert år. Dette fordi penger vi kan motta i år, er verdt mer enn samme summen mottatt neste år. Videre bruker vi en IF-setning som gir Excel en tolkning av hvordan programmet skal behandle talldata for utsatt skatt opp mot NOPAT oppstillingen.

IF-setningen.

=IF(K60>=0;IF(K60>=K58;K58;K60);0)

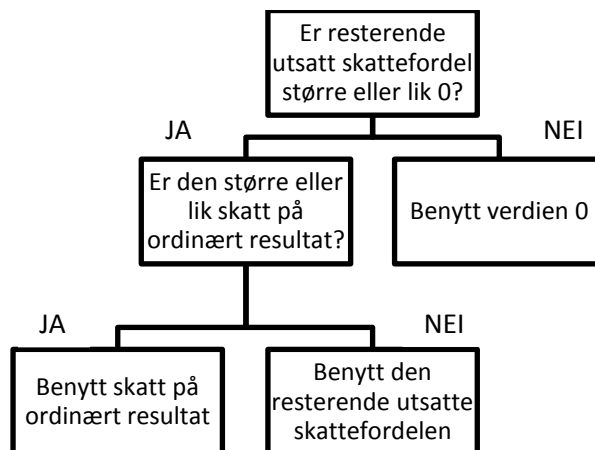
Hvor:

K60: Resterende utsatt skattefordel

K58: Skatt på ordinært resultat

IF-setningen kan illustreres slik:

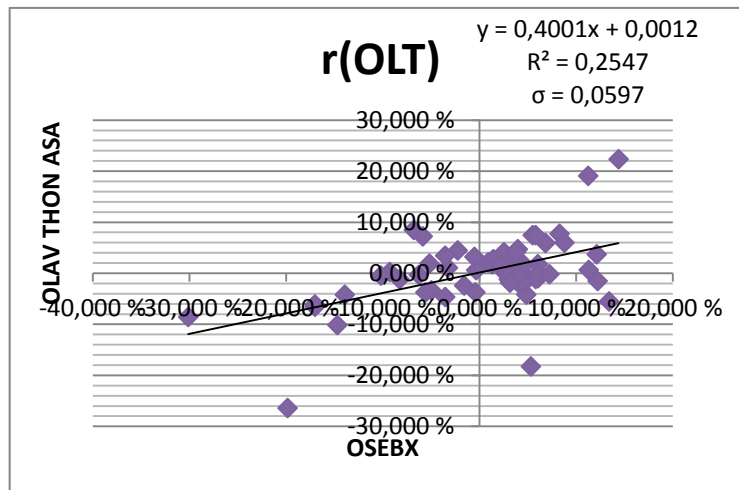
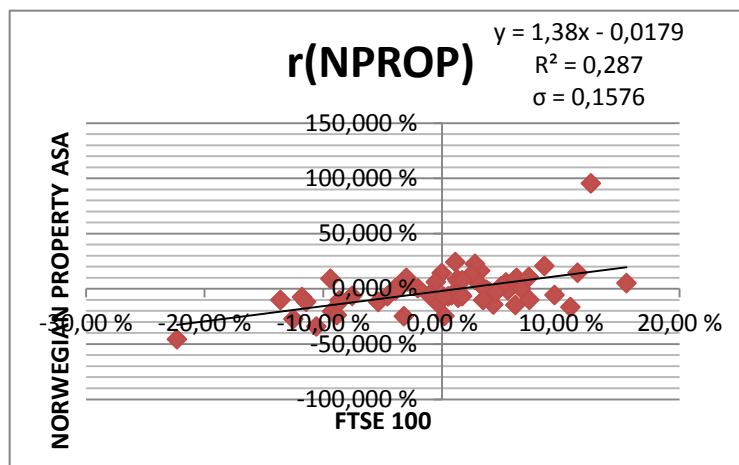
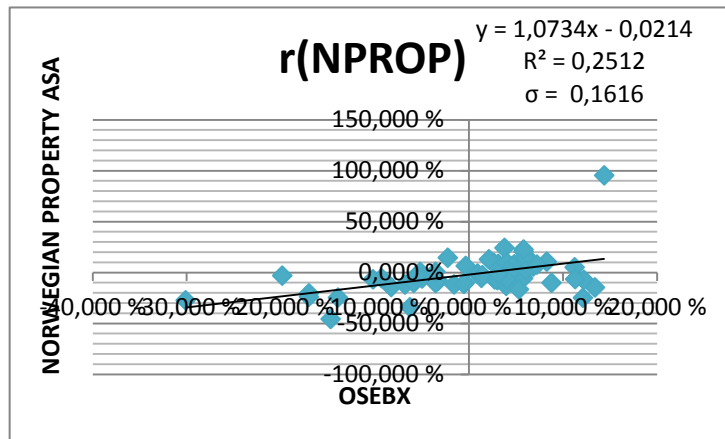
Vedlegg 8

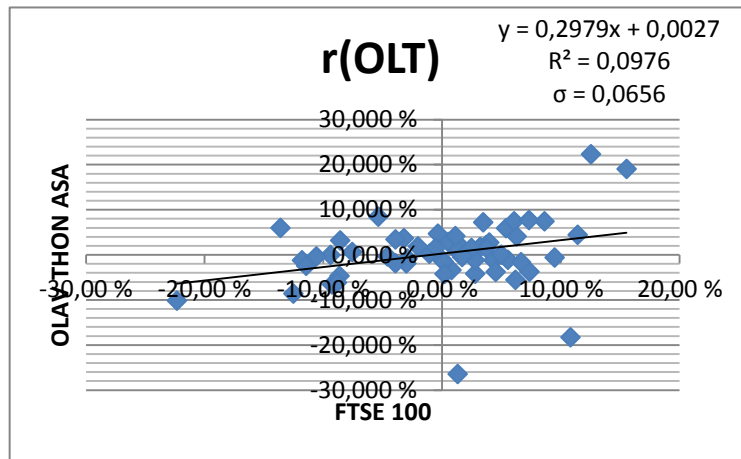


Denne IF-setningen forteller Excel at hvis resterende utsatt skattefordel er større eller lik 0, og større eller lik skatt på ordinært resultat skal Excel trekke fra skatt på ordinært resultat. Hvis resterende utsatt skattefordel er større eller lik 0, men lavere enn skatt på ordinært resultat trekker Excel fra den resterende utsatte skattefordelen. Om det ikke er noe utsatt skattefordel igjen benyttes tallet 0.

Regresjon av beta

Vedlegg 9.





Multiplikatorverdier

Vedlegg 10.

Selskap	Fakkelgården					
			P/E	Resultat per aksje	Verdi per aksje	Verdi
Olav Thon			12,75	1 385,54	17665,5908	52 996 772,40
Norwegian Property			19,64	1 385,54	27211,93751	81 635 812,54
Bransje			21,62	1 385,54	29955,29985	89 865 899,55
					Gjennomsnitt	74 832 828,17
	EV	EBIT	EV/EBIT		EBIT	
Olav Thon	24129	2261	10,67182663		5 590 972,21	59 665 886,09
Norwegian Property	15328,9	854,3	17,94322837		5 590 972,21	100 320 091,20
					Gjennomsnitt	79 992 988,64

Beta

Vedlegg 11.

Data	β_{EKraw}	β_{EKadj}	β_G	EK-andel	G-andel	β_{tk}	Rek	Rg	Erm	rf	WACC
Norwegian Property ASA OSEBX	1,070	1,047	0	33,69 %	66,31 %	0,433	7,49 %	5,30 %	5,50 %	2,40 %	5,05 %
Norwegian Property ASA FTSE 100	1,380	1,255	0	33,69 %	66,31 %	0,519	8,63 %	5,30 %	5,50 %	2,40 %	5,44 %
Olav Thon ASA OSEBX	0,400	0,598	0	42,38 %	57,62 %	0,302	5,02 %	4,80 %	5,50 %	2,40 %	4,12 %
Olav Thon ASA FTSE 100	0,300	0,531	0	42,38 %	57,62 %	0,268	4,65 %	4,80 %	5,50 %	2,40 %	3,96 %
Bransje (Reuters)	1,160					0,70					3,52 %

Skatt: 28 %

WACC = Totalkapitalavkastningskrav (Rtk)

Scenarioanalyse

Vedlegg 12.

Inflasjon	NV Fakkeldgården (EV)	
3,2 %	94 919 422,64	
2,8 %	82 754 903,12	
2,4 %	73 691 870,01	Avkastningskrav
2,0 %	65 758 789,68	5,505 %
1,8 %	61 918 590,17	

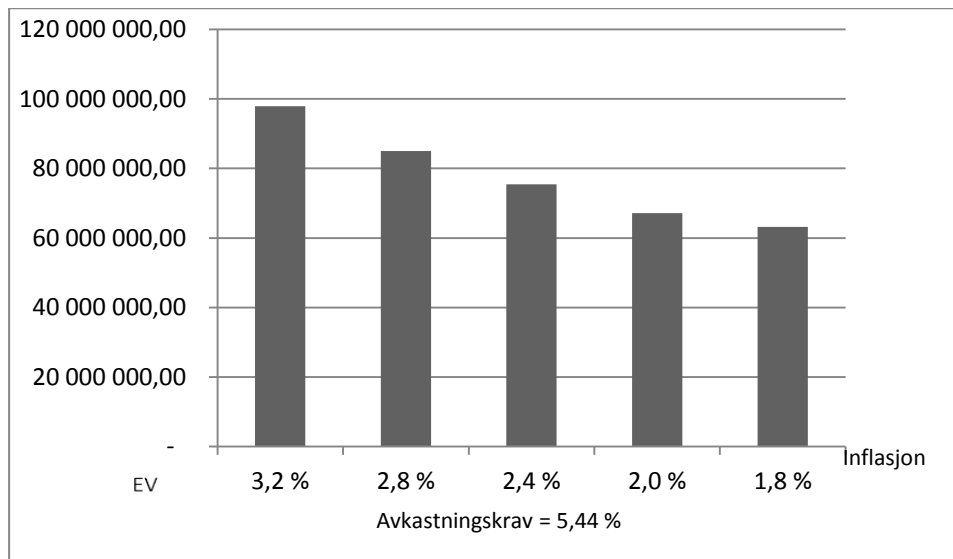
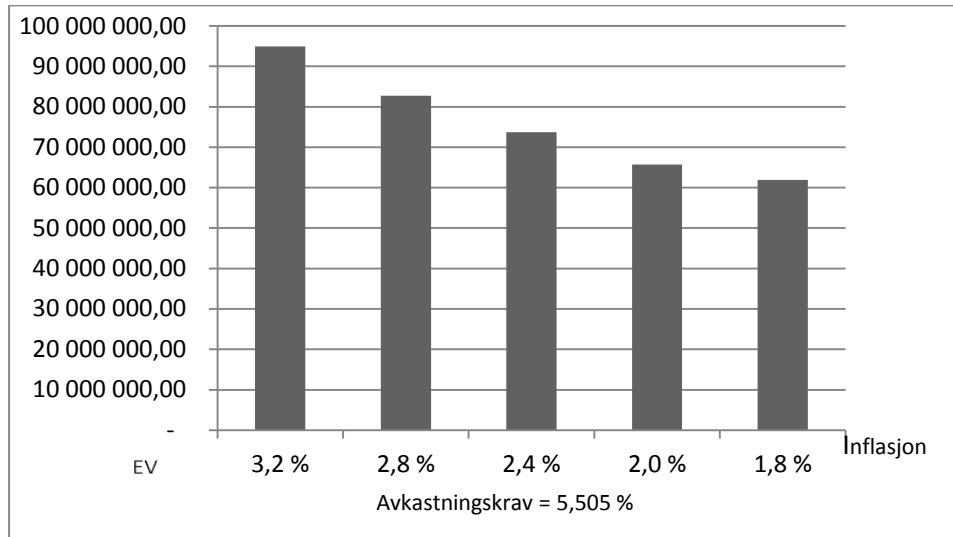
Inflasjon	NV Fakkeldgården (EV)	
3,2 %	97 878 984,04	
2,8 %	84 977 671,37	
2,4 %	75 437 901,48	Avkastningskrav
2,0 %	67 155 077,40	5,440 %
1,8 %	63 168 210,79	

Inflasjon	NV Fakkeldgården (EV)	
3,2 %	249 338 778,22	
2,8 %	178 124 549,40	
2,4 %	139 968 207,71	Avkastningskrav
2,0 %	114 465 950,73	4,120 %
1,8 %	104 085 929,26	

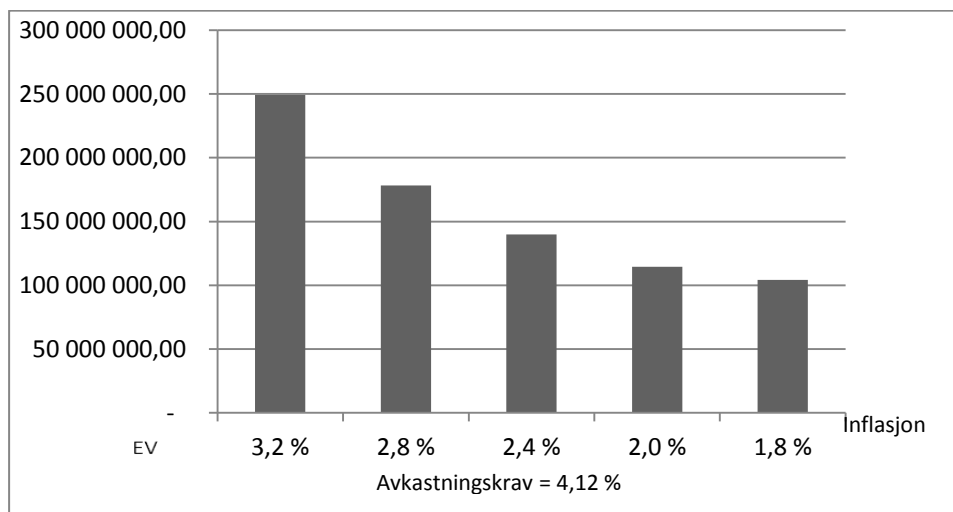
Inflasjon	NV Fakkeldgården (EV)	
3,2 %	303 595 443,98	
2,8 %	203 921 470,58	
2,4 %	155 289 866,68	Avkastningskrav
2,0 %	124 595 031,04	3,960 %
1,8 %	112 501 850,42	

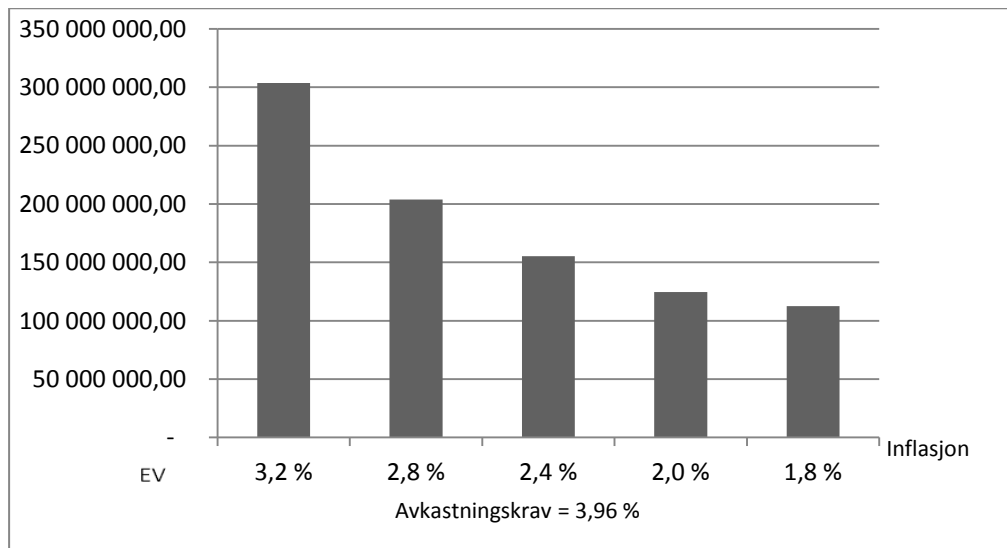
Inflasjon	NV Fakkeldgården (EV)	
3,2 %	732 981 655,82	
2,8 %	334 177 271,98	
2,4 %	220 129 015,85	Avkastningskrav
2,0 %	163 544 925,65	3,520 %
1,8 %	143 806 449,69	

Vedlegg 13.

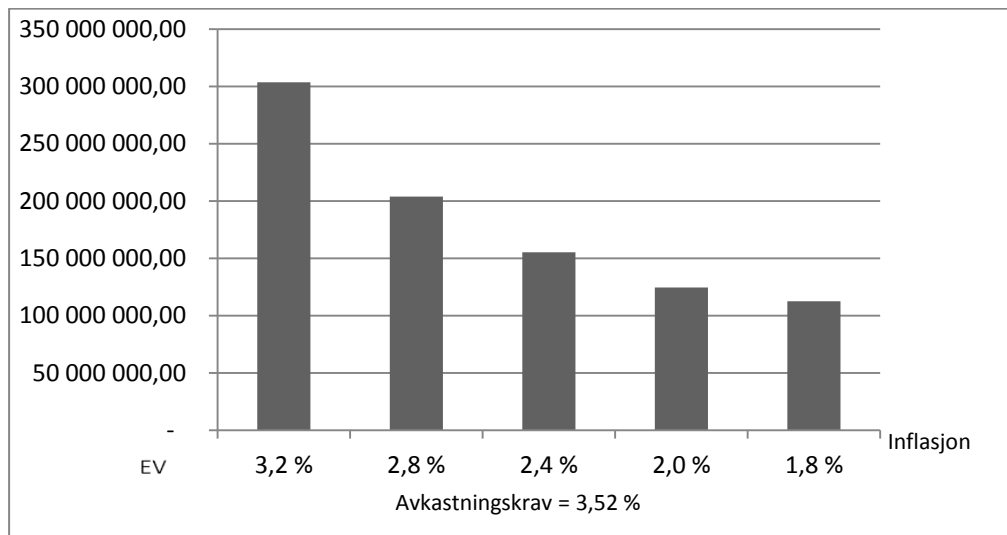


Vedlegg 14.





Vedlegg 15.



Vedlegg 16.

Variabler (kan endres)	
Inflasjon	2,40 %
Avkastningkrav	5,19 %
Realekst år 1-10	2,40 %
Realekst år 2022-	2,50 %

Arstell Ar	Forventet										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 - ∞
Inntekter	8 276 557,69	8 475 195,07	8 678 599,76	8 709 148,43	8 918 167,99	9 132 204,02	9 351 376,92	9 575 809,96	9 609 516,82	9 840 145,22	
Sum innbetaling	8 276 557,69	8 475 195,07	8 678 599,76	8 709 148,43	8 918 167,99	9 132 204,02	9 351 376,92	9 575 809,96	9 609 516,82	9 840 145,22	
Faste kostnader	4 909 378,60	5 027 203,69	5 147 856,58	5 271 405,13	5 397 918,86	5 527 468,91	5 660 128,16	5 795 971,24	5 935 074,55	6 077 516,34	
Avskrivninger kontor	45 753,53	32 027,47	22 419,23	15 693,46	10 985,42	7 689,80	5 382,86	3 768,00	2 637,60	1 846,32	
Avskrivninger Bygg	986 694,60	996 960,71	977 021,49	1 157 481,07	1 134 331,44	1 111 644,81	1 089 411,92	1 067 623,68	1 246 271,21	1 231 345,78	
Resultat før skatt	2 334 730,95	2 419 003,20	2 531 302,45	2 264 568,77	2 374 932,27	2 485 400,50	2 596 453,98	2 708 447,04	2 425 533,46	2 529 436,78	
Utsatt skattefordel	216 724,39	319 848,42	341 408,02	295 464,09	171 532,98	214 329,53	301 775,83	389 386,01	412 859,26	322 184,81	
Skatt	401 621,53	333 876,24	335 912,88	413 300,60	462 546,27	450 651,51	394 136,31	337 621,11	345 505,91	356 964,56	
Resultat etter skatt (NOPLAT)	1 933 109,42	2 085 126,96	2 195 389,57	1 851 268,17	1 912 385,99	2 034 748,99	2 202 317,67	2 370 825,94	2 080 027,55	2 172 472,22	
1 Avskrivninger	1 032 448,14	1 028 988,18	999 440,73	1 173 174,53	1 145 316,87	1 119 334,61	1 094 794,78	1 071 391,68	1 248 908,81	1 233 192,10	
2 Endring arbeidskapital											
Endring leverandørgjeld økn-/red.	11 744,57	9 684,25	9 916,68	10 154,68	10 398,39	10 647,95	10 903,50	11 165,18	11 433,15	11 707,54	
Endring kundefordringer økn-/red+	-596 844,14	-6 878,24	-16 718,19	-2 510,85	-17 179,69	-17 592,00	-18 014,21	-18 446,55	-2 770,43	-18 955,76	
Endring periodisering vedlikehold	128 355,12	-9 931,87	-10 170,23	-1 527,43	-10 450,98	-10 701,80	-10 958,64	-11 221,65	-1 685,34	-11 531,42	
Endring i andre tidsavgrensningsposter	-11 670,02	-8 346,47	-8 544,39	-1 992,98	-8 792,34	-9 000,81	-9 214,23	-9 432,71	-2 204,11	-9 706,52	
3 Investeringer											
Grunninvestering	-1 500 000,00		-7 000 000,00					-7 000 000,00			
Vekst investering											
Rasjonaliserings investering	-15 000,00								-100 000,00	-100 000,00	
Kontanstrøm (Free Cash Flow)	982 143,08	3 098 642,82	-3 830 685,84	3 028 566,11	3 031 678,24	3 127 436,94	3 269 828,86	-3 585 718,12	3 233 709,63	3 277 178,17	121 692 468,26

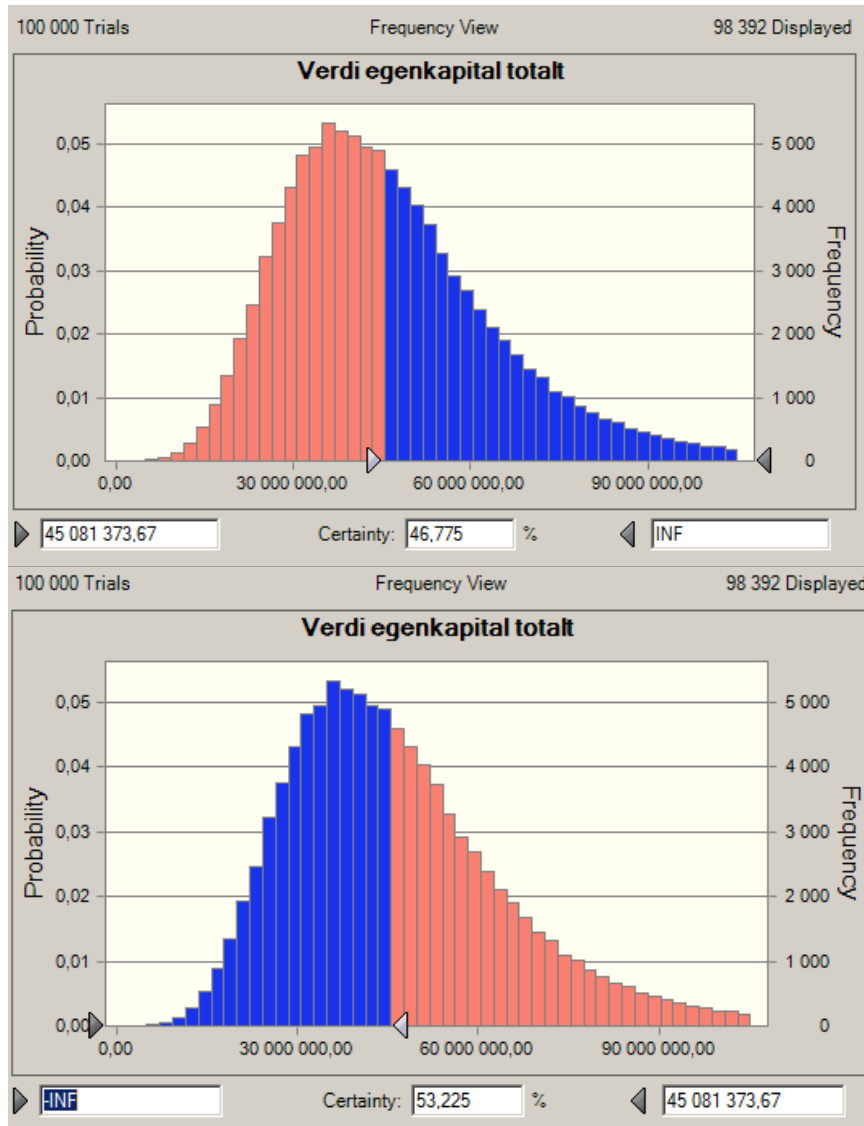
Nåverdi (Enterprise Value) 85 453 114,67

Ikke aktive eiendeler -

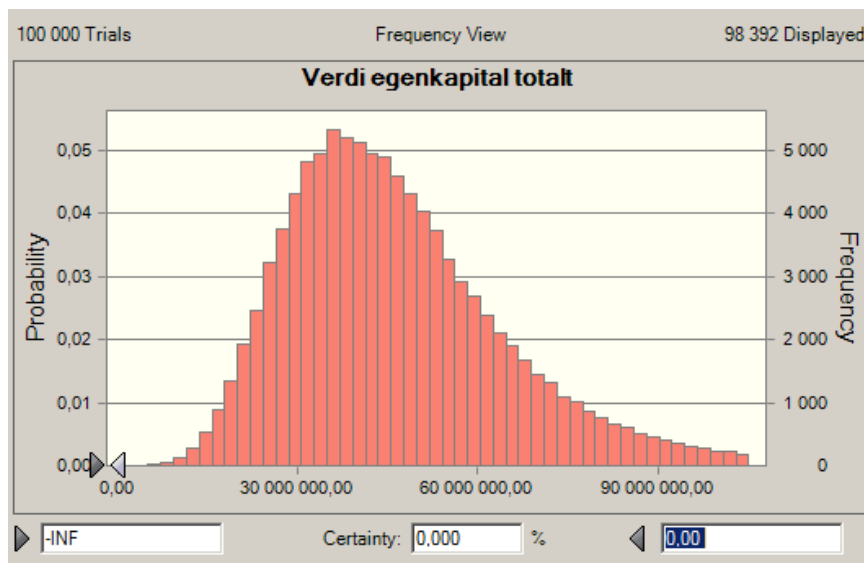
Rentebærende gjeld 40 371 741,00

Verdi egenkapital totalt 45 081 373,67

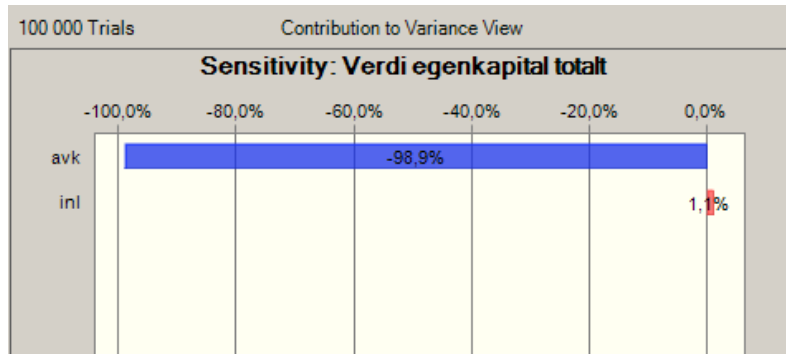
Vedlegg 17.



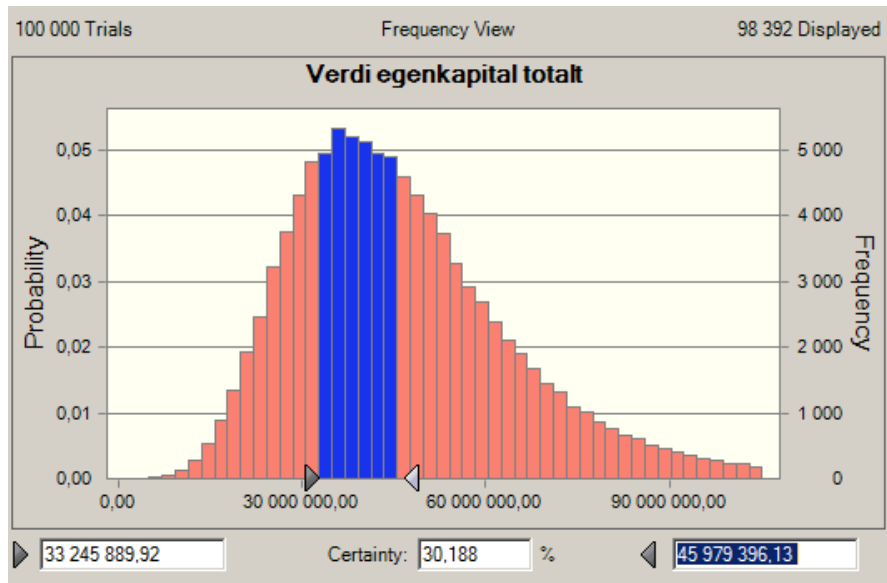
Vedlegg 18.



Vedlegg 19.



Vedlegg 20.



Vedlegg 21.

