

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsetting av Ekornes

"Hva er verdien av Ekornes aksjen?"

Eksamenskode og navn:

BTH 36201 Bacheloroppgave – Økonomi og administrasjon

Innleveringsdato:

06.06.2013

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"

Innholdsfortegnelse

| | |
|--|-----------|
| Sammendrag | iv |
| 1. Innledning..... | 1 |
| 1.1 Oppgavens problemstilling | 1 |
| 1.2 Formål med oppgaven: | 1 |
| 1.3 Bedriftsbeskrivelse: | 2 |
| 1.3.1 Ekornes ASA, Visjon og Forretningside' | 2 |
| 1.3.2 Historie..... | 3 |
| 1.4 Ekornes mål og verdier: | 3 |
| 1.4.1 Resultatgrad de siste 6 årene:..... | 3 |
| 1.4.2 Totalkapitalrentabilitet de siste 6 årene: | 4 |
| 1.4.3 Egenkapitalandel de siste 6 årene | 4 |
| 1.4.4 Utvikling i omsetning de siste 10 årene:..... | 4 |
| 2. Metode og dataanalyse: | 4 |
| 2.1 Analyseformål og undersøkelsesspørsmål | 5 |
| 2.2 Design og databehov:..... | 5 |
| 2.3 Datainnsamling: | 6 |
| 2.4 Dataanalyse: | 7 |
| 2.5 Rapportering: | 8 |
| 3. Verdsettingsmodeller: | 8 |
| 3.1 Innledning | 8 |
| 3.2 Inntjeningsbaserte modeller:..... | 9 |
| 3.2.1 Dividendemodeller | 9 |
| 3.2.2 Kontantstrømbaserte modeller | 11 |
| 3.2.3 Egenkapitalmetoden..... | 12 |
| 3.2.4 Totalkapitalmetoden | 12 |
| 3.2.5 Resultat/ multippelbaserte metoder | 12 |
| 3.2.6 Normalresultatmetoden..... | 13 |
| 3.2.7 P/E – metoden(Price to earnings) | 14 |
| 3.2.8 P/B-metoden(Price to book) | 14 |
| 3.3 Balansebaserte modeller: | 14 |

| | |
|--|-----------|
| 3.3.1 Matematisk verdi..... | 15 |
| 3.3.2 Substansverdi..... | 15 |
| 3.3.3 Likvidasjonsverdi(Realisasjonsverdi)..... | 16 |
| 4. Avkastningskravet..... | 16 |
| 4.1 Kapitalverdimodellen(KVM)..... | 17 |
| 4.2 Avkastningskrav til totalkapitalen(WACC)..... | 17 |
| 5. Strategisk Analyse:..... | 18 |
| 5.1. Eksternanalyse..... | 18 |
| 5.1.2 Porters Five Forces..... | 18 |
| 5.1.3 Analyse av Ekornes ASA ved bruk av "Porters Five Forces-modellen"..... | 19 |
| 5.2 Internanalyse..... | 22 |
| 5.2.1 Styrker..... | 22 |
| 5.3 Oppsummering strategisk analyse..... | 23 |
| 6. Regnskapsanalyse..... | 23 |
| 6.1 Analyse av lønnsomhet..... | 24 |
| 6.1.1 Totalkapitalrentabilitet:..... | 24 |
| 6.1.2 Egenkapitalrentabilitet..... | 24 |
| 6.2 Analyse av finansiering..... | 25 |
| 6.2.1 Finansieringsgrad 1..... | 25 |
| 6.2.2 Likviditetsgrad1(Finansieringsgrad 2)..... | 25 |
| 6.2.3 Arbeidskapital..... | 26 |
| 6.3 Analyse av soliditeten..... | 26 |
| 6.3.1 Egenkapitalandel..... | 26 |
| 6.3.2 Gjeldsgrad..... | 27 |
| 6.3.3 Rentedeckningsgrad..... | 27 |
| 6.4 Analyse av likviditet..... | 27 |
| 6.4.1 Likviditetsgrad 1..... | 28 |
| 6.4.2 Likviditetsgrad 2..... | 28 |
| 6.5 Oppsummering regnskapsanalysen..... | 29 |
| 7. Verdsettelse av Ekornes ASA..... | 29 |
| 7.1 Valg av metode..... | 29 |
| 7.2 Avkastningskravet..... | 29 |
| 7.2.1 Avkastningskrav Egenkapital..... | 30 |
| 7.2.2 Risikofri rente..... | 30 |
| 7.2.3 Markedets risikopremie..... | 31 |
| 7.2.4 Egenkapitalens betaverdi..... | 31 |

| | |
|--|-----------|
| 7.2.5 Avkastningskravet til egenkapitalen | 32 |
| 7.3 Avkastningskravet til totalkapitalen..... | 32 |
| 7.3.1 Egenkapitalandel(E)..... | 33 |
| 7.3.2 Gjeldsandel(G)..... | 33 |
| 7.3.3 Gjeldskostnad | 33 |
| 7.3.4 Weighted Average Cost of Capital..... | 34 |
| 7.4 Totalkapitalmetoden | 34 |
| 7.4.1 Driftsresultat | 34 |
| 7.4.2 Avskrivninger | 36 |
| 7.4.3 Investeringer..... | 36 |
| 7.4.4 Arbeidskapital..... | 37 |
| 7.5 Fremtidige kontantstrømmer | 38 |
| 7.6 Diskontering av kontantoverskuddene | 38 |
| 7.7 P/E | 40 |
| 8. Sensitivitetsanalyser | 40 |
| 8.1 Avkastningskravet | 41 |
| 9. Konklusjon | 41 |
| Referanser | 43 |
| Litteraturhenvisning | 43 |
| Praktisk økonomi & finans nr. 2/2011..... | 43 |
| Internettreferanser | 44 |
| Vedlegg 1: Porters Five Forces teori | 46 |
| Vedlegg 2: Resultatregnskap 2012 | 52 |
| Vedlegg 3: Balanse 2012 | 53 |
| Vedlegg 4: Tallmateriale og beregning av beta | 55 |

Sammendrag

Dette er en bacheloroppgave i økonomi og administrasjon ved BI Trondheim. Oppgavens tema er verdsetting, der jeg har valgt å foreta en verdivurdering av møbelprodusenten Ekornes ASA. Selve verdivurderingen er i hovedsak basert på tilgjengelig sekundærdata hentet fra årsrapporter og andre nettressurser fra Ekornes. Verdiestimeringen er gjort med utgangspunkt i en strategisk- og regnskapsanalyse, samt fastsetting av avkastningskrav og budsjettering av fremtidige kontantstrømmer. Dette skal gi grunnlag for å svare på oppgavens problemstilling som er; ”Hva er verdien av Ekornes aksje?”

Oppgaven innledes med en begrunnelse for valg av tema, og en presentasjon av problemstilling. Deretter følger en kort beskrivelse av selskapet, der mål og verdier, visjon og historie presenteres. Videre følger det et metode -kapittel der jeg redegjør litt rund valg av metoder for datainnsamling og dataanalyser som skal benyttes for å kunne besvare problemstillingen. Neste kapittel inneholde en teori del der jeg presenterer en del teori rund ulike verdsettingsmodeller, samt teori rundt avkastningskrav. Etter dette kommer den strategiske analysen som er ment å si noe om Ekornes’ interne og eksterne forhold som påvirker konkurransekraften i markedet. I denne delen benytter jeg meg av Porters Five Forces og en SWOT-analyse. Dette er en viktig del av oppgaven som gir grunnlag for estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene. Regnskapsanalysen er også en viktig analyse for å kartlegge den økonomiske situasjonen, og for å kunne vurdere fremtidig utvikling. Gjennom denne analysen bruker jeg historiske regnskapstørrelser og beregner viktige nøkkeltall som forteller noe om lønnsomhet, finansiering, likviditet og soliditet.

Deretter kommer den delen av oppgaven der jeg foretar selve verdivurderingen. Først beregnes avkastningskravet. Da bruker jeg kapitalverdimodellen(CAPM) til å beregne egenkapitalens avkastningskrav, før jeg bruker WACC til å beregne totalavkastningskravet. Etter det tar jeg utgangspunkt i regnskapsanalysen, strategiske analysen samt historiske regnskapstørrelser for å beregne fremtidige budsjetter. Jeg har valgt å bruke totalkapitalmetoden, som er en kontantstrømbasert verdsettingsmodell for beregning av totalkapitalens verdi.

Disse kontantstrømmene neddiskonteres med avkastningskravet og gir en totalverdi på selskapet på 3 745 230 330. For å finne verdien på egenkapitalen trekkes rentebærende gjeld, og vi får en egenkapitalverdi på 3 666 988 330, som gir en verdi per aksje på 99,6. Videre foretar jeg en beregning av P/E tallet til Ekornes, samt foretar noen sensitivitetsanalyser for å illustrere hvordan ulike parameter påvirker verdien på selskapet.

1. Innledning

Denne prosjektoppgaven er det avsluttende arbeidet i et 3 årlig bachelorstudium i økonomi og administrasjon ved BI Trondheim. Oppgaven skal bygge på studiets faglig innhold der vi selv skal velge problemstilling om et bedriftsøkonomisk tema. I denne prosessen har jeg vært inne på mange ulike temaer og problemstillinger. Valget falt tilslutt på å skrive en verdsettelsesoppgave. Bakgrunnen for dette valget er at verdsettelse er et spennende tema der jeg får mulighet til å benytte mye interessant kunnskap og metoder som jeg har lært over mine 3 år som student på BI.

Etter valget av tema måtte jeg prøve å finne et aktuelt selskap som kunne være interessant å skrive en verdsettelsesoppgave om. Etter litt vurdering frem og tilbake bland børsnoterte selskaper på Oslo Børs, falt valget etter hvert på Ekornes ASA, som er Nordens største møbelprodusent. Etter å ha undersøkt litt på Ekornes sine nettressurser fikk jeg inntrykk av at dette kunne være et interessant selskap å bygge oppgaven min på.

1.1 Oppgavens problemstilling

Jeg har definert følgende problemstilling for oppgaven:

” Hva er verdien av Ekornes aksjen?”

Dette er spørsmål som denne bacheloroppgaven skal prøve å gi svar på. Det som er viktig å belyse er at man aldri kan spå 100% hva som kommer til å skje i fremtiden. Oppgaven vil primært bygge på sekundærdata hentet fra nettressurser og årsrapporter. Jeg skal prøve å analysere disse dataen, samt andre forhold som er relevant for utviklingen til Ekornes ASA for å prøve å estimere verdien av selskapet. Likevel er det begrenset hvilke opplysninger jeg har tilgang til. Det vil også bety at jeg blir nødt til å foreta egne forutsetninger og antagelser for å kunne estimere verdien av Ekornes ASA. Svaret på problemstillingen vil derfor bygge på forutsetningene jeg legger til grunn. Dermed vil jeg påpeke at min konklusjon vil komme til å variere fra hva andre verdsettelses vil konkludere med.

1.2 Formål med oppgaven:

Formålet med denne oppgaven kommer klart frem i problemstillingen. Ved å foreta en regnskapsanalyse og en strategisk analyse av Ekornes ASA, ønsker jeg gjennom bruk av relevante verdsettelsesmodeller å estimere verdien av konsernet.

Dette er relevant som et avsluttende arbeid innenfor et studium i økonomi og administrasjon der jeg skal anvende kunnskaper og teori som er forankret i studiets faglige innhold.

1.3 Bedriftsbeskrivelse:

Ekornes ASA

(Alle tall og fakta i beskrivelsen av selskapet er hentet fra Ekornes' egne nettressurser, www.ekornes.no)

1.3.1 Ekornes ASA, Visjon og Forretningside'

Ekornes ASA er Nordens største møbelprodusent og eier kjente merkenavn slik som Stressless, Svane og Ekornes. Produksjon foregår i 7 forskjellige fabrikkanlegg, der 6 av disse er lokalisert i Norge og et er lokalisert i USA. Ekornes ASA er moderselskapet i Ekornes konsernet. De ulike fabrikkene er organisert etter de forskjellige produktkategoriene, mens alle fellesfunksjoner slik som økonomiforvaltning, markedsføring, innkjøp-og produktutvikling og konsernledelse ligger under moderselskapet Ekornes ASA. Stressless er at av verdens mest kjente merkenavn innen møbelbransjen, mens Ekornes og Svane begge er mest kjent innen møbelbransjen her hjemme i Norge. Ekornes ASA sine produkter selges over store deler av verden der de distribueres gjennom egne salgsselskaper i utvalgte markeder. (EKORNES)

Ekornes har ulike visjoner for de forskjellige markedene og merkevarene, men den overordnede visjonen til konsernet er:

"Å være en av verdens mest attraktive leverandører av møbler til hjemmeinnredning" (EKORNES)

Forretningsidéen: *"Ekornes skal gjennom målrettet og konsistent arbeid kontinuerlig øke verdien av merkevarene vi forvalter. Dette handler om å være tydelig på merkeinnhold, og fortelle verden om dette. Det handler også om at alle deler av selskapet må støtte opp under dette merkeinnholdet".* Forretningsidéen bygger på å tilby produkter som på pris og design appellerer til et bred publikum, samtidig som produktene skal være fremragende med hensyn til funksjon og komfort.(EKORNES)

3.1.2 Historie

Ekornes lange historie strekker seg helt tilbake til 1934. Da ble J.E. Ekornes Fjærfabrikk etablert av grunnlegger Jens Ekornes. I løpet av årene som har gått har Ekornes etter hvert utviklet seg til å bli et merkenavn innen møbelbransjen og er representert over store deler av verden. I mars 1995 ble selskapet børsnotert på Oslo Børs. Selskapets aksjekapital var på 32.231.980 kr fordelt på 6.446.396 aksjer à kr 5. Dette var starten på en periode med betydelig vekst for selskapet. Per 31.12.11 hadde Ekornes- konsernet 1577 ansatte og en totalomsetning på NOK 2757,6 mill. (EKORNES). Selskapet har etablert seg som den største møbelprodusenten i Norden, og er kjent for merkenavn som Stressless@, Ekornes@ og Svane@. Selskapet har per januar 2012 en markedsverdi på 3572,20 NOK mill. fordelt på 36 826 753 aksjer. (OSLO BØRS)

1.4 Ekornes mål og verdier:

Ekornes ASA har som mål å være blant møbelbransjens mest lønnsomme og solide aktører. På bakgrunn av dette har de satt seg følgende mål for økonomisk utvikling:

- Resultatgrad på minimum 25%
- Årlig avkastning på totalkapitalen på minimum 25%
- Egenkapitalandel på minimum 25%
- Årlig vekst i omsetning på minimum 5 % (Ekornes)

For å få bedre innsikt i selskapets økonomiske utvikling har jeg her samlet sammen en del nøkkeltall fra årsregnskapet for å kunne sammenligne opp mot målsetningene:

1.4.1 Resultatgrad de siste 6 årene:

| 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 21,10 % | 18,40 % | 17,50 % | 19,50 % | 18,80 % | 14,30 % | 13,40% |

Her ser vi en oversikt over oppnådd resultatgrad de seneste 6 årene. Hvis vi sammenligner dette med målsetning ser vi at den ikke er oppnådd de seneste årene, og at resultatgraden har fått et betydelig fall i 2011.

1.4.2 Totalkapitalrentabilitet de siste 6 årene:

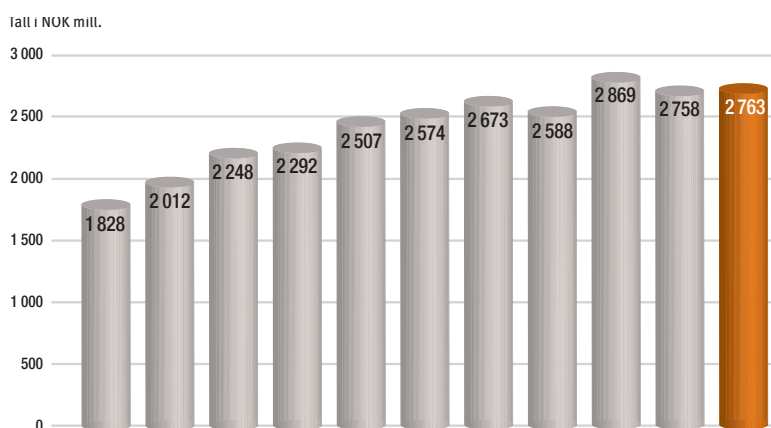
| 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------|---------|---------|---------|------|------|---------|
| 31,30 % | 26,70 % | 25,10 % | 25,40 % | 25 % | 18 % | 17,40 % |

Her ser vi at selskapet oppnådde målsetning med en avkastning minimum 25% fra 2006-2010, mens i 2011 fall den under målsetning ned til 18%. Dette kan sees i sammenheng med utviklingen av resultatgrad.

1.4.3 Egenkapitalandel de siste 6 årene

| 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------|---------|---------|---------|------|------|---------|
| 67,20 % | 69,70 % | 57,50 % | 76,70 % | 77 % | 79 % | 77,90 % |

Her ser vi at målsetning er oppnådd de seneste 6 årene:

1.4.4 Utvikling i omsetning de siste 10 årene:

(EKORNES)

2. Metode og dataanalyse:

(All teori hentet fra (Gripsrud, Olsson og Silkoset,2010))

I dette kapitlet vil jeg redegjøre for metode og dataanalyse som blir benyttet for å svare på problemstillingen jeg har definert som grunnlag for denne bacheloroppgaven.

En metode betyr en planmessig framgangsmåte(Gripsrud, Olsson og Silkoset,2010). Det vil si en prosess med bruk av hensiktsmessige metoder og framgangsmåter for å framskaffe kunnskap og svar om det vi ønsker å finne ut.



2.1 Analyseformål og undersøkesspørsmål

I den forberedende fasen av en forskningsprosess bør man definere hva formålet med analysen er. Altså, hva ønsker jeg å få svar på, og hvorfor er dette aktuelt? Grunnen til at dette er aktuelt er fordi jeg skriver en bacheloroppgave innen økonomi og administrasjon, og dette temaet treffer fagområder som studiet bygger på. I den sammenheng har jeg definert følgende problemstilling: ”Hva er verdien av Ekornes aksjen?”. Problemstillingen en formuler kort og presist, og det kommer tydelig fram hva jeg ønsker og få svar på gjennom forskningsprosessen; nemlig hvilken verdi aksjene til Ekornes ASA har. Deretter har jeg definert en rekke undersøkesspørsmål som jeg mener er viktig å besvare for å komme fram til en mest mulig korrekt konklusjon på problemstillingen.

Undersøkesspørsmål:

- Hvor sterk posisjon besitter Ekornes på møbelmarkedet?
- Hvordan er Ekornes’ økonomiske situasjon, hvordan har utviklingen vært, og hvordan vil utviklingen bli?
- Hvordan er utviklingen i møbelbransjen, og hvordan blir Ekornes påvirket av denne?
- Hvilke eksterne og interne forhold påvirker Ekornes’ konkurransevne, og i hvilken grad?

Disse er alle undersøkesspørsmål som skal analyseres og belyses for å komme fram til en konklusjon på hovedproblemstillingen.

2.2 Design og databehov:

Med design menes det en beskrivelse av hvordan hele forskningsprosessen skal utføres for at man skal kunne løse den definerte problemstillingen. I den forbindelse er det avgjørende at man vet hvilke type data man trenger, hvordan disse dataene skal framskaffes, og ikke minst hvordan de skal behandles og analyseres. Et design omfatter alle stadiene i en forskningsprosess etter at formålet er definert, og fungerer dermed som en skisse for hvordan prosessen skal løses. Når man skal velge design er det avhengig av hvor mye kunnskap man har om

området, og hvilke ambisjoner man har med tanke på å analysere og begrunne sammenhenger. Det er vanlig å skille mellom tre hovedtyper av forskningsdesign;

- Eksplorativt(Utforskende)
- Deskriptivt(Beskrivende)
- Kausalt(Årsak – virkning)

Som det framkommer av problemstillingen min, ønsker jeg å finne verdien på Ekornes aksjen. Dermed vil det vær et deskriptivt forskningsdesign som vil vær mest aktuelt for denne oppgaven. Et slikt design forutsetter at man har grunnleggende forståelse for problemområdet, der formålet med designet er å beskrive en situasjon på et bestemt område. Det kan eksempelvis være nivået på en enkel variabel eller sammenhengen mellom flere variabler man ønsker å belyse.

2.3 Datainnsamling:

Videre i prosessen må man gjøre rede for hvilke metoder for datainnsamling man benytter for å skaffe til veie den informasjonen man trenger. Her skilles det mellom kvalitative og kvantitative metoder. Kvantitative metoder innebærer innsamling av data der dataen uttrykkes i tall og mengdeenheter. Typisk kvantitativ data vil eksempelvis være regnskapstall. Kvalitativ metoder vil være datamateriale som ikke er tall og mengder, men kan eksempelvis være dokumentanalyse, kommunikasjon med mennesker, lyd, bilder etc.

Det er problemstillingen som bestemmer hvilken metode som vil være mest gunstig å benytte, men som oftest vil både kvalitative og kvantitative metoder kunne kombineres når man skal svare på en problemstilling.

Videre når man skal samle inn data skiller vi mellom primær- og sekundærdata. Primærdata vil si data som er spesielt tilpasset og samlet inn med tanke på vårt forbruk. Det vil si informasjon som man skaffer til veie for første gang gjennom å oppsøke den primære kilden. Det kan eksempelvis framskaffes gjennom intervjuer, observasjoner, spørreundersøkelser etc. Sekundærdata innebærer data som er samlet inn av andre og som i utgangspunktet har blitt brukt til andre formål. Slike data kan eksempelvis være årsrapporter, forskningsartikler etc.

I denne oppgaven har jeg utelukkende benyttet meg av sekundærdata hentet fra årsrapporter, nettressurser osv. Ekornes ASA er som kjent et børsnotert selskap som dermed er pålagt å offentliggjøre all informasjon som har påvirkning på

børsverdien. Dermed har jeg hatt stor tilgjengelighet på mye informasjon som er relevant og nødvendig for min besvarelse av problemstillingen. Jeg har også benyttet meg av både kvalitative og kvantitative metoder. Store deler av oppgaven bygger på økonomiske regnskapstall der jeg har tolket og analysert Ekornes sin økonomiske situasjon gjennom kvantitativ sekundærdata i form av årsrapporter, regnskapstall og børsnoteringer. I tillegg har jeg gjennomført en såkalt strategisk analyse av bedriften, der jeg har måttet gå igjennom kvalitative sekundærdata i form av artikler, bransjeforhold, makroøkonomiske forhold, markedssituasjon etc.

2.4 Dataanalyse:

Etter at man har innhentet den dataen man trenger, må den bearbeides og analyseres. For å gjøre dette arbeidet lettere bør man må aller først skaffe seg en totaloversikt over dataene man besitter. Dette for å kunne redusere og vurdere hvilke av dataene man faktisk trenger å analysere og tolke. Videre når man har selektert hvilke datamaterialer man skal benytte starter man analyseprosessen. Analyse av kvalitativ data skjer gjennom bearbeidelse og fortolkning av skriftlige dokumenter, intervjuer etc, mens kvantitativ data analyseres gjennom tallbehandling. Datarensing er spesielt viktig ved analyse av kvantitative data. Poenget med dette er å rense unna eventuelle feil eller feilkodinger i datamatriksen (Gripsrud, Olsson og Silkoset, 2010)

I mitt tilfelle har jeg som sagt gjennomført analyser både av kvalitativ og kvantitativ data. Gjennom en analyse av Ekornes sin strategiske situasjon har jeg analysert eksterne og interne forhold, samt muligheter, trusler, styrker og svakheter. Dette har jeg gjort gjennom å bruke ulike analyseverktøy slik som "Porters Five Forces", SWOT-analyse, og en resurssanalyse.

I tillegg til den strategiske analysen, har det også vært nødvendig med en regnskapsanalyse. Dette for å få en oversikt over Ekornes sin økonomiske situasjon og for å kunne si noe om fremtidig utvikling. Analysing av regnskapstall står veldig sentralt i en verdsettingsprosess. Her har jeg benyttet meg av ulike analysemetoder der jeg kommer fram til det jeg mener er det viktigste nøkkeltallene for å kartlegge den økonomiske situasjonen. Det innebærer analyser av rentabilitet, finansiering, likviditet, soliditet og lønnsomhet.

2.5 Rapportering:

Som siste ledd i en forskningsprosess kommer rapporteringen. Rapporten er ment å vise formålet med undersøkelsen, fremgangsmåte og konklusjon på problemstillingen. I dette tilfellet skal rapporten leveres som en bacheloroppgave, der det foreligger klare retningslinjer og regler for hvordan oppgaven skal utformes.

3. Verdsettingsmodeller:

3.1 Innledning

I dette kapitlet vil det bli presentert generell teori rundt ulike verdsettingsmodeller. Verdsetting av en bedrift er en prosess som står veldig sentralt i forbindelse med mange ulike situasjoner. Eksempler på slike situasjoner kan være:

- Kjøp og salg av bedrifter eller deler av bedrifter.
- Utløsning av minoritetsaksjonærer.
- Fusjoner, for å fastsette bytteforhold.
- Fisjoner, for å fastsette reell verdi av utfisjonert nettformue.
- Fordeling av aksjer mellom arvinger i en generasjonsskiftesituasjon.
- Eiendomstaksering.
- Emisjoner, beregning av emisjonskurs

(Boye, Dahl, 1997)

I alle de tenkte senarioene som er nevnt over står verdsetting som en sentral prosess. Det som er viktig å nevne er at verdsetting på ingen som helst måte fungerer som noen eksakt vitenskapelig prosess der man kan regne seg frem til en "riktig" verdi. Verdien man tilslutt kommer frem til vil være avhengig av ulike forutsetninger man legger til grunn. For at man på en best mulig måte skal kunne ta rimelig forutsetninger er man nødt til å gjennomføre en grundig analyse av forhold som er knyttet opp mot virksomheten man verdsetter.

Slike forhold vil normalt være:

- Hvilken type virksomhet man verdsetter.
- Markeds- og bransjeutsikter.
- Produkter og produktkvalitet.
- Finansielle forhold og utvikling.
- Makroøkonomiske forhold.
- Markedsposisjon og konkurrentanalyse
- Virksomhetens ressurser.

Disse forholdene vil senere i oppgaven bli analysert i en strategisk- og en regnskapsanalyse. På bakgrunn av analyse vil jeg så velge hvilken metode jeg vil bruke i min verdivurdering av Ekornes. I hovedsak skiller vi verdsettingsmetoder inn i to hovedgrupper, inntjeningsbaserte og balansebaserte modeller.

3.2 Inntjeningsbaserte modeller:

Det finnes en rekke forskjellige verdsettelsesmodeller der man tar utgangspunkt i et selskaps inntjening. Her skiller vi gjerne mellom:

- Dividendemodeller
- Kontantstrømbaserte modeller
- Resultatbaserte modeller

De ulike modellene skiller seg kraftig fra hverandre i oppbygging. Det kreves også at en del forutsetninger legges til grunn for at de ulike modellene kan brukes med en rimelig grad av presisjon. Generelt kan vi si at det er følgende forhold som taler for bruk av slike inntjeningsbaserte modeller:

- I det lange løp er ikke et selskap mer verdt enn den verdien selskapet klarer å forrente med et avkastningskrav som reflekterer risiko hos alle parter i en transaksjon
- Verdien er avhengig av oppfattet risiko hos alle parter
- Verdien for en part er den verdien selskapet kan forrente, neddiskontert med interessentens avkastningskrav

I tillegg er det en del momenter som taler i mot bruk av inntjeningsbaserte modeller:

- Framtidig inntjening er alltid usikker og vanskelig å estimere
- Det er vanskelig å predikere hvor lenge inntjeningen kan vedvare, og hvilke investeringer som kreves for å opprettholde inntjeningen.
- Avkastningskravet er vanskelig å estimere, og verdiestimatet er veldig sensitivt for størrelsen på avkastningskravet.

(Praktisk økonomi & Finans nr. 2/ 2011)

3.2.1 Dividendemodeller

(Dividende = Aksjeutbytte)

Dividendemodeller er sjelden brukt ved verdivurdering her hjemme i Norge. Slike modeller benyttes i mye større grad i USA, der dette kan ha en sammenheng med at amerikanske selskaper utdeler en større andel av

overskuddet til sin aksjonærer enn norske selskaper. Likevel er det mye som tyder på at norske aksjeselskaper stadig legger større vekt på utbytte, og dette kan medføre hyppigere bruk av dividendemodeller også i Norge (Boye Knut, Dahl A. Gunnar, Verdssettelse i teori og praksis 1997)

Teoretisk kan verdien av en aksje ved bruk av dividendemodeller beregnes slik:

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

- P_0 = Verdien av en aksje, evt verdien av selskapets egenkapital
- D_t = Forventet dividende pr. aksje i år t , evt totalt utbetalt dividende til dagen aksjonærer
- K = Avkastningskravet

(Boye, Dahl 1997)

Det vil sannsynligvis være problematisk og utfordrende å prognostisere dividende for en aksje for all framtid. Derfor er det vanlig å gjøre visse forenklinger ved bruk av en dividendemodell. Eksempelvis kan man ta forutsetninger om at dividenden vil øke prosentvis like mye hvert år i all framtid. Da vil modellen kunne omskrives til denne formen (Gordons formel):

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

g = Årlig prosentvis vekst i dividenden.

Som vi ser ut i fra modellen kan den ikke brukes dersom veksten i dividenden er større eller lik avkastningskravet. Modellen viser også at verdien av aksjen øker jo høyere forventet vekst er, og at verdien avtar dersom avkastningskravet øker. Avkastningskravet påvirkes blant annet av risiko. Det vil si at jo høyere risikoen er, desto høyere blir avkastningskravet.

Det vil likevel være urealistisk å forvente at veksten vil vedvare i samme tempo for selskaper der veksten er meget høye eller lav. For slike selskaper kan man forutsette at dividenden vokser sterkere/svakere enn for et gjennomsnittsselskap i en periode, for deretter vokse omtrent i samme tempo som økonomien i senere år. Hvis vi legger den forutsetningen til grunn kan det være nyttig å benytte en to-vekst-modell. Pris/bok-modellen er en slik variant. Modellen er egnet å bruke

dersom det forventes høy eller lav avkastning de nærmeste årene, der avkastningen senere forventes å tilsvare avkastningskravet til aksjonærene (Boye og Dahl, 1997).

Modellen kan framstilles slik:

$$P_0 = B_0 + B_0(r - k) \frac{(1 + k)^n - (1 + g)^n}{(1 + k)^n(k - g)}$$

$$P_0/B_0 = 1 + (r - k) \frac{(1 + k)^n - (1 + g)^n}{(1 + k)^n(k - g)}$$

B_0 = Bokført verdi for egenkapitalen på tidspunkt 0, r = Avkastning i perioden med lav/høy avkastning, g = Veksten i dividenden i perioden

Normalt ved bruk av dividendemodeller forutsettes det at den finansielle risikoen holder seg konstant. Det vil si et konstant avkastningskrav (Boye, Dahl, 1997).

3.2.2 Kontantstrømbaserte modeller

Enkelt forklart går kontantstrømbaserte modeller ut på å estimere framtidige kontantstrømmer, enten til totalkapitalen (egenkapital + rentebærende gjeld), eller direkte til egenkapitalen. Deretter neddiskonteres disse kontantstrømmene med et relevant avkastningskrav, der nåverdien representerer verdien på verdsettelsestidspunktet. I følge Boye og Dahl (1997) hevder de at kjøp av et selskap er ensbetydende med å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd, og dermed at den korrekte måten for beregning av et selskaps verdi er ved bruk av kontantstrømbaserte modeller. Ved bruk av kontantstrømbaserte modeller skilles det gjerne mellom totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden.

Ved bruk av egenkapitalmetoden for å beregne egenkapitalen direkte, kan det oppstå problemer med å fastsette avkastningskravet. Dette fordi den finansielle risikoen ikke er kjent (egenkapitalandel). Dermed blir det også problematisk å justere avkastningskravet dersom den finansielle risikoen endres. Det er lettere å beregne avkastningskravet til den totale kapitalen. Dette fordi avkastningskravet er lite påvirket av finansieringen. En annen ting som taler for bruk av totalkapitalmetoden er at det er lettere å beregne kontantoverskuddene til totalkapitalen. På basis av dette vil det i de fleste tilfeller være enklest å beregne totalverdien på selskapet, for så å trekke fra rentebærende gjeld for å finne

egenkapitalen. Når man benytter slike kontantstrømbaserte modeller er det som oftest aktuelt å beregne fremtidsbudsjetter for en tidsperiode på 7-10 år frem i tid. Deretter må det anslåes en verdi ved budsjettperiodens slutt, der man beregner terminalverdien. Dette kan gjøres ved å bruke Gordons formel, som er en konstant-vekst-modell der man eksempelvis forutsetter at kontantoverskuddene vokser i takt med inflasjonsmål. (Boye og Dahl 1997,)

3.2.3 Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden tar man utgangspunkt i årsresultatet etter skatt, og kontantstrømmene kan beregnes på følgende måte:

$$\begin{array}{l}
 \text{Resultat etter skatt} \\
 + \text{ Avskrivninger} \\
 - \text{ Investeringer} \\
 - \text{ Økning omløpsmidler} \\
 + \text{ Økning rentefri gjeld} \\
 + \text{ Økning rentebærende gjeld} \\
 \hline
 \Rightarrow \text{ Kontantstrøm}
 \end{array}$$

3.2.4 Totalkapitalmetoden

Ved bruk av totalkapitalmetoden beregnes kontantoverskuddene som blir tilgjengelige til å betjene egenkapitalen og rentebærende gjeld. Beregningen av kontantoverskuddene kan gjøres slik:

$$\begin{array}{l}
 \text{Driftsresultat} \\
 - \text{ Skatt} \\
 \\
 + \text{ Avskrivninger} \\
 - \text{ investeringer} \\
 - \text{ Økning omløpsmidler} \\
 + \text{ Økning rentefri gjeld}
 \end{array}$$

3.2.5 Resultat/ multippelbaserte metoder

I følge Knut Boye og Gunnar A. Dahl i ”Verdsettelse i teori og praksis” fra 1997 hevdes det at den mest korrekte bedriftsøkonomiske måten å verdsette et selskap på er ved bruk av kontantstrømbaserte modeller, der man neddiskonterer selskapets fremtidige netto kontantstrømmer. Resultatmodeller er derimot mindre nøyaktige modeller der det forutsettes at resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til fremtidige netto kontantstrømmer(Boye, Dahl, 1997).

3.2.6 Normalresultatmetoden

En av de mest anvendte resultatmodellene er normalresultatmetoden. Den går i praksis ut på å beregne et normalisert inntjeningsnivå basert på de ressursene virksomheten besitter på verdsettelsestidspunktet. Det normaliserte resultatet beregnes ved at man tar utgangspunkt i historiske årsresultater, samt budsjetter for gjerne ett til to år fram i tid. Før man beregner det normaliserte resultatet justeres de budsjetterte- og bokførte resultatene for unormale poster, forsømte kostnader og poster av engangskarakter. Dette kan eksempelvis være:

- aktivitetsområder som har påvirket tidligere resultat, men som ikke eksisterer i fremtiden
- unormalt store kostnader knyttet til forskning, markedsføring etc.
- Kunstig lave/høye lønninger som ikke representerer situasjonen i fremtiden.
- Etc.

Ut i fra analyser og justeringer av historiske resultater og fremtidige budsjetter beregnes et normalresultat som måles i verdsettingstidspunktets kroneverdi. Dette normalresultatet kapitaliseres med et avkastningskrav som gjenspeiler risikoen som er knyttet opp mot sannsynligheten for å oppnå normalresultatet, og lengden på tidsperioden den normaliserte inntjeningen kan forventes å skapes. Siden normalresultatet er målt i faste kroner er det viktig at det kapitaliseres med et realavkastningskrav. Det vil bety at inflasjonskompensasjonen i avkastningskravet må justeres ut. Ved bruk av normalresultatmetoden må følgende forhold estimeres:

- Tidsperiode for kapitalisering
- Fremtidig normalresultat
- Avkastningskrav
- Fremtidig realvekst i normalresultatet
- Ved bruk av begrenset tidshorisont må eventuell restverdi ved slutten estimeres.

For at normalresultatmetoden skal kunne brukes med en størst mulig grad av presisjon er det viktig at faktorene som skal estimeres er velbegrunnet og godt dokumentert. Dette for at små endringer i enkelte variabler vil kunne forårsake betydelige endringer i verdiestimatet. (Boye og Dahl, 1997)

3.2.7 P/E – metoden(*Price to earnings*)

P/E- faktoren kan illustreres slik:

$$P/E = \text{Markedspris pr. aksje} / \text{Resultat pr. aksje}$$

P/E- metoden er en ofte praktisert variant av avkastningsverdimetoden. Metoden innebærer at resultatet før ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med en P/E faktor. P/E-faktoren er ment å reflektere risiko og potensialet for vekst. Faktoren brukes som et analytisk nøkkeltall for børsnoterte aksjer der faktoren kartlegger forholdet mellom aksjens kursverdi og resultat. P/E- tallet er en faktor som varierer kraftig mellom bransjer og bedrifter. Grunnen til dette er at metoden sammenligner P/E- tallet med selskaper som det er naturlig å sammenligne seg med. Det vil ofte være børsnoterte selskaper som opererer innenfor samme virksomhet og bransje. Dette kan i noen tilfeller være problematisk da børsnoterte selskaper ofte er diversifiserte, og at det er få bedrifter som opererer innenfor samme bransje. Det innebærer at de bedriftsspesifikke forholdene vil skille seg så mye fra de andre aktørene at relevansen i en observert P/E- faktor vil i praksis være liten. (Boye og Dahl, 1997)

3.2.8 P/B-metoden(*Price to book*)

$$P/B = \frac{\text{EK markedsverdi}}{\text{EK bokført verdi}}$$

Som illustrert i modellen ovenfor finne P/B tallet ved å dividere egenkapitalens markedsverdi med egenkapitalens bokførte verdi. P/B tallet beregnes i prosent, og sier noe om hvordan et selskap prises i forhold til egenkapitalen. Eksempelvis et P/B-tall på 0,75 indikerer at selskapet er priset til 75% av egenkapitalen. (Boye og Dahl, 1997)

3.3 *Balansebaserte modeller:*

Inntjeningsbaserte verdsettingsmodeller tar som nevnt ovenfor utgangspunkt i fremtidig inntjening og verdiskapning til virksomheten man verdsetter. Ved bruk av balansebaserte verdsettingsmodeller tar man utgangspunkt i balansen og selskapets eiendeler. De mest bruket metodene er:

- Matematisk verdi
- Substansverdi
- Likvidasjonsverdi

Generelt er det følgende forhold som taler for bruk av balansebaserte metoder:

- Eksisterer det et annenhåndsmarked for eiendelene selskapet besitter har man konkrete markedsverdier for disse eiendelene å forholde seg til.
- Allerede eksisterende eiendeler er lettere å verdsette en fremtidige inntjening.
- Dersom en kjøper er interessert i å kjøpe fysiske gjenstander eller produksjonskapasitet, vil det være mulig å vurdere alternativkost i beslutningen.

Forhold som taler i mot:

- Et selskaps verdidrivere består av langt flere faktorer enn underliggende eiendeler. Forhold som organisasjon, teknologi, kompetanse og nettverk verdsettes ikke ved bruk av balansebaserte metoder.
- En kjøper vil sannsynligvis ikke betale for underliggende substanser hvis ikke selskapet evner å forrente eiendelene.

(Praktisk økonomi & Finans nr. 2/ 2011)

3.3.1 Matematisk verdi

Matematisk verdi er en lite benyttet metode ved verdivurdering. Grunnen til dette er at den matematiske verdien uttrykker de regnskapsmessige verdien av virksomhetens egenkapital, der denne verdien baserer seg på aksjeloven/regnskapslovens vurderingskriterier. Regnskapslovens regler er basert på laveste verdis prinsipp, og dette kan føre til at reelle verdier og inntjeningsbaserte verdier fort vil kunne avvike mye fra bokført egenkapital. Dermed vil selskapet kunne verdsettes til laver verdi enn hva den reell verdien tilsier, og matematisk verdi vil dermed være av liten interesse(Boye, Dahl, 1997).

3.3.2 Substansverdi

I boka ” Verdssettelse i teori og praksis” av Boye og Dahl(1997) defineres substansverdis som; ”*Markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld inkludert latent skattegjeld når dette er relevant*”. I enkelte tilfeller eksistere det ikke et marked for virksomhetens eiendeler. Da blir man nødt til å erstatte markedsverdiene med gjenanskaffelsesverdier for eiendelene justert for verdiforringelse. På grunn av at verdssettelsen baserer seg på going concern-betraktninger- altså fortsatt drift, vil substansverdien beregnet på markedsverdier være å foretrekke framfor gjenanskaffelsesverdi. Substansverdimetoden kan med

fordel benytte dersom det eksisterer et annenhåndsmarked der eiendelene kan omsettes uavhengig av virksomheten. Metoden kan også brukes hvis kjøp av en bedrift er et alternativ til kjøp av eget anlegg.

Substansverdien tar utgangspunkt i den siste tilgjengelige balansen ved verdsettingstidspunktet. Denne verdien korrigeres for mer- eller mindreverdier i selskapets eiendeler og gjeld. Omløpsmidler og gjeld vil som regel være greie å verdsette, da det som oftest foreligger markedsverdier. Den største utfordringen ligger som oftest i vurdering av anleggsmidlene. Det finnes som regel betydelige verdier i anlegg og tomter utover hva regnskapsmessig verdi tilsier. Derfor vil taksering ofte være nødvendig når substansverdien av anleggsmidler skal vurderes. (Boye Knut, Dahl A. Gunnar, Verdsettelse i teori og praksis 1997)

3.3.3 Likvidasjonsverdi(Realisasjonsverdi)

Likvidasjonsverdien tar på samme måte som ved bruk av substansverdien utgangspunkt i bokført egenkapital basert på siste tilgjengelige balanse. I motsetning til substansverdien som forutsetter going concern, brukes likvidasjonsverdien ved avvikling av selskap, der verdien reflekterer det teoretiske laveste beløpet eierne sitter igjen med dersom virksomheten avvikles. Verdien tar utgangspunkt i bokført verdi korrigert for realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld. Dette innebærer at likvidasjonsverdien nærmest utelukkende blir lavere enn substansverdien. Grunnen til dette er at man beregner de verdiene man kunne ha oppnådd for de enkelte eiendelene i markedet uavhengig av den driften som er i virksomheten. Disse verdiene vil som oftest være lavere enn bokført verdi(Praktisk økonomi & Finans nr. 2/ 2011). I tillegg vil det også medføre ekstra kostnader knyttet til avvikling og likvidasjon som ikke beregnes ved substansverdiberegninger.

4. Avkastningskravet

Avkastningskrav er prisen for bruk av kapital og reflekterer forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer(Boye og Dahl 1997). Det vil si den nødvendige avkastningen eller kompensasjonen en investor krever tilbake ved å foreta en investering. Dermed bør ikke en investering gjennomføres dersom avkastningen er lavere enn avkastningskravet(Bredesen 2005). Avkastningskravet står sentralt i en markedsøkonomi og brukes blant annet som diskonteringsrente ved verdsetting av bedrifter eller prosjekter(Boyes og Dahl 1997).

Boye og Dahl(1997) presiserer at fastsettelse av et avkastningskrav på ingen måte er noen eksakt vitenskap, og at prosessen krever en god blanding av teori og sunn fornuft. Jeg skal nå ta for meg en del teori rundt avsetting av et avkastningskrav

4.1 Kapitalverdimodellen(KVM)

Kapitalverdimodellen eller ”Capital Asset Pricing Model” er en mye brukt modell når man skal beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Det er vanlig å ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen når man skal beregne risikotillegg og kapitalkostnaden for et prosjekt(Bredesen, 2005). Ved bruk av kapitalverdimodellen forutsettes det at egenkapitalkostnaden består av to elementer- risikofri rente og en risikopremie. Risikopremien reflekterer kompensasjon for den systematiske risikoen som en investor påtar seg ved en investering. Modellen viser sammenhengen mellom systematisk risiko og avkastningskravet. Det vil si at hvis en investor skal være villig til å investere egenkapital i et prosjekt, må investoren oppnå en avkastning som er gitt ved:

$$r_e = r_f + \beta_e \cdot [E(r_m) - r_f]$$

der:

r_e = Egenkapitalkostnaden eller avkastningskravet for EK, r_f = Risikofri rente, β_e = Betaverdien for EK, $E(r_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen m
(Bredesen Ivar, *Investering og finansiering* 2005)

Som nevnt over viser kapitalverdimodellen sammenhengen mellom systematisk risiko og avkastningskravet, der avkastningskravet reflekterer tre forhold:

- Pengenes tidsverdi. Den risikofrie renten skal kompensere for nyttetap ved utsatt konsum, og for effekten av inflasjon uten å trekke inn risiko.
- Markedets risikopremie, som viser hvordan markedet prissetter risiko.
- Systematiske risikoen til et investeringsobjekt må ved beta(β)

4.2 Avkastningskrav til totalkapitalen(WACC)

Ved verdsetting av en virksomhet eller et prosjekt diskonteres ofte kontantstrømmer til totalkapitalen(Totalkapitalmetoden). For at dette skal være mulig trenger man et totalavkastningskrav som reflekterer den avkastningen investeringen må gi over tid for å betjene kravene fra både eiere og kreditorer(Boye og Dahl 1997). Dette avkastningskravet kan finnes ved bruk av ”Weighted Average Cost of Capital”-WACC:

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

R_t = totalkapitalkostnaden, R_e = Egenkapitalkostnaden, E/V =

Egenkapitalandelen, G/V = Gjeldsandelen, $(1-s)$ = Skattesats, E = Markedsverdi av EK, G = Markedsverdi av Gjeld, V = Total markedsverdi av selskapet

5. Strategisk Analyse:

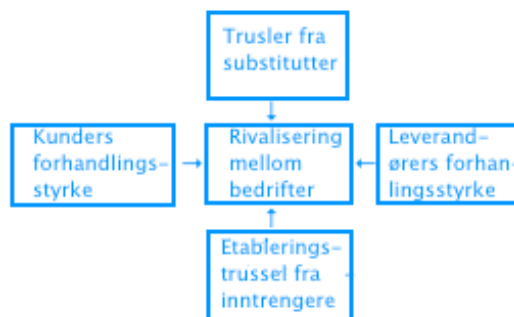
Dette kapitlet vil bestå av en strategisk analyse av Ekornes ASA sine interne og eksterne forhold. Dette for å kartlegge konsernets muligheter og trusler i markedet de opererer i, og få en bedre oversikt over selskapets styrker og svakheter. Denne analysen vil være viktig for å kunne si noe om hvilken posisjon Ekornes befinner seg i og hvordan utviklingen vil komme til å bli.

5.1. Eksternanalyse

En analyse av Ekornes eksterne forhold er en sentral og viktig del i den strategiske analysen. Gjennom å analysere markedet bedriften opererer innenfor ønsker jeg å få et klarere svar på hvilken posisjon bedriften innehar i forhold til andre aktører, og hvordan denne posisjonen påvirker Ekornes ASA strategiske valg og verdiskapning. Analyseverktøyet jeg vil benytte i den eksterne delen av strategianalysen vil være Porters Five Forces.

5.1.2 Porters Five Forces

”Porters Five Forces”, eller ”Porters fem krefter” er et analyseverktøy utviklet av Harvard-økonomen Michael Porter i 1980. Metoden brukes til å analysere bransje- og konkurransekraftene i et marked, og analysen vil gi svar på hvor store verdier som skapes innenfor en bedrifts konkurransearena, og hvilke aktører innenfor denne konkurransearenaen som er i sterk nok posisjon til å hente ut disse verdiene. De ulike aktørene det er snakk om her vil være konkurrenter, inntrengere, substitutter, leverandører og kunder og kan illustreres slik: (Løwnendahl og Wenstøp, 2012)



(I vedlegg 1 finnes det en bredere presentasjon av modellen)

5.1.3 Analyse av Ekornes ASA ved bruk av "Porters Five Forces-modellen"

(Analysen er gjort med grunnlag i årsrapporter og fakta fra Ekornes sine nettressurser)

Konkurrentanalyse av møbelmarkedet:

Den Norske møbel og interiørindustrien består av rund 500 bedrifter, som i 2011 produserte møbler og interiør form om lag 15 milliarder kr. Av denne produksjonen ble om lag 5,3 milliarder(35%) eksportert. Litt over 1/3 av industrien er lokalisert i Møre og Romsdal, og resten av industrien er spredt rundt om i Sør-Norge. Industrien består i hovedsak av små og mellomstore bedrifter. Det eksisterer likevel noe store konsern, der Ekornes ASA har befestet en posisjon som Nordens største møbelprodusent.

(<http://www.insidenorway.no/norsk-industri-moebel-interioer>)

Konkurransenintensiteten i møbelmarkedet er relativt høy med om lag 500 bedrifter som opererer på konkurransearenaen her i Norge. Størsteparten av disse bedriften defineres som små og mellomstore bedrifter. Markedet består også av større aktører slik som Ekornes, Hjellegjerde og Stokke. For Ekornes si del som er Nordens største møbelprodusent er det likevel kun Hjellegjerde som jeg velger å definere som en reell konkurrent på det norske marked. Internasjonalt er konkurransebildet preget av mange små og mellomstore leverandører, der brorparten er fra Asia. I årsrapporten fra 2012 skriver Ekornes selv at det ikke finnes noen reell konkurrent til Stressless® på det globale markedet. Likevel eksisterer det en trussel av kopiprodukter og misbruk av selskapets merkenavn. Ekornes har en aktiv holdning for beskyttelse av teknologi, design og merkenavn. Disse rettighetene er registrert i mer enn 40 land, og eventuelle overtredelser blir konsekvent fulgt opp, skriver Ekornes i sin årsrapport fra 2012.

Inntrengeranalyse:

Møbelbransjen er en bransje der vi allerede har mange aktører som er etablert på markedet, og som domineres av noen få store aktører med velfungerende varemerker. Dermed vil en nyetablering på markedet ville bety at man må komme opp med et produkt som er innovativt og skiller seg ut fra det som allerede eksisterer på markedet. En slik nyetablering vil også bety store kostander i oppstartsfasen da produktene skal markedsføres og distribueres ut til markedet. Produktdifferensiering er også en inngangsbarriere som vil møte nyetableringer på møbelmarkedet. Ekornes har sammen med andre møbelprodusenter eksistert på markedet over lang tid, og har klart å skape et rykte og en posisjon som er vanskelig å konkurrere mot. Ekornes besitter en meget sterk posisjon på markedet, og spesielt Stressless®-kolleksjonen står sterkt globalt, der Nord-Amerika og sentral-Europa er de viktigste markedene. Likevel oppstår det stadig nye leverandører, spesielt fra lavkostland i Asia. Disse aktørene kommer med produkter som etterligner allerede eksisterende produkter på markedet. Dette er en situasjon Ekornes overvåker nøye og er aktiv på å beskytte seg selv mot kopieringsforsøk og misbruk av designe og varemerker.

Ut i fra dagens markedssituasjon er det ingen umiddelbar fare for at mulige inntrengere kan utfordre Ekornes sin posisjon på markedet med det første. Selv om markedssituasjonen er preget av noe ustabilitet de seneste årene, befester fortsatt Ekornes sin sterke posisjon der lønnsomheten er blant de høyeste i bransjen. Den største trusselen på sikt vil være nye leverandører fra Asia. Det er et marked Ekornes overvåker nøye og er bevisste på. Videre sier Ekornes i sine årsrapporter at de stadig jobber med å utvikle seg på alle plan i organisasjonen for å videre forsterke sin posisjon og henge med på utviklingen i markedet. Dermed vil jeg vurdere trusselen fra inntrengere som relativt liten, og at Ekornes' posisjon i markedet er meget sterk.

Substituttanalyse:

På møbelmarkedet finnes det naturligvis andre leverandører som konkurrerer med Ekornes sine produkter. Derimot klarer jeg ikke å identifisere direkte substitutter til produktene Ekornes tilby. Det finnes etter min oppfatning ingen naturlige substitutter til hvilestoler, sofaer og madrasser, og derfor velger jeg å se bort i fra

denne konkurransekraften som en trussel mot Ekornes' sin posisjon på konkurransearenaen.

Kundenes forhandlingsmakt:

Når vi nå skal analysere Ekornes sine kunder vil dette i stor grad innebære forhandlere som den største kundegruppen. Ekornes distribuerer sine produkter gjennom eksterne møbelforhandlere, i hovedsak gjennom Møbelringen og Living, men også gjennom frittstående forhandlere av møbler og madrasser. Derfor vurderer jeg Ekornes sine forhandlere som den viktigste kundegruppen selskapet må forholde seg til.

I årsrapporten for 2012 skriver Ekornes at arbeidet med å optimalisere distribusjonsstrukturen er en kontinuerlig prosess. Dette for å øke det totale antall forhandlere, men også for å kompensere for forhandlere som har falt bort på grunn av generelle bransjeforhold, eller som Ekornes har valgt å avslutte samarbeid med. Videre poengteres det at de benytter seg av avanserte analyseverktøy for å sikre at potensialet til forhandlerne er så stort at deres distribusjonsstrategi oppleves som selektiv og sterk, slik at Ekornes kan opprettholde høyt fokus og prioritering hos sine forhandlere. Videre på sine nettressurser definere Ekornes sin markedsstrategi inn mot forhandler slik:

” Ekornes skal, i alle markeder, distribuere sine merkevarer gjennom solide og selektivt utvalgte distribusjonskanaler. Dette kan være kjeder, frittstående forhandlere eller annen relevant distribusjon. Dette skal optimaliseres slik at prioritet hos forhandlerne opprettholdes, samtidig som vi har tilstrekkelig tilgjengelighet for konsumenten.

Selektivitet og klart definerte markeds- og produktkonsepter skal gi grunnlag for å etablere forretningsforhold som forplikter både forhandler og Ekornes. Hensikten er å gi hver enkelt forretningspartner motivasjon, og egeninteresse, til å investere i Ekornes sin merkevarebygging og markedskonsept. Konseptet omfatter blant annet:

- 1. Bruk av studioløsning for å sikre mest mulig effektiv utstilling og salg av produktene.**
- 2. Markedsføring basert på tett samarbeid og kostnadsdeling mellom Ekornes og forhandler.**
- 3. Grundig opplæring og oppfølging av den enkelte salgsrepresentant.**

4. Fokus på å gjøre Ekornes sine merkevarer kjent blant konsumentene.

5. Basere kommunikasjonen på differensierende produktfordeler.

6. Analytisk tilnærming til valg av medier for kommunikasjon som baseres på en klar oppfatning om målgrupper og hvordan de mest effektivt kan nås.

Det er en viktig målsetning for Ekornes at våre produkter er de mest lønnsomme våre forhandlere har i sine butikker. På den måten gir samarbeidet det beste grunnlag for videre utvikling og vekst til glede for begge parter.”

(Ekornes)

Strategien til Ekornes er tydelig på at samarbeidet med forhandler skal være sterkt og lønnsomt for begge parter. Dette er med på å gi Ekornes høy prioritet hos sine forhandlere, og dermed også et sterkt og tett samarbeid der begge parter er gjensidig avhengig av hverandre. Selv om størsteparten av Ekornes' sine produkter distribueres og selges gjennom få, men store møbelforhandlere kan man være sårbare hvis en av forhandlerne velger å avbryte samarbeidet. Likevel oppfatter jeg ikke det som en reell trussel da Ekornes sine varemerker er viktige og står sterkt hos både Møbelringen og Living. I 2006 valgte Ekornes å bryte med Skeidar, som er en relativt stor møbelforhandler. Det viser at selv om Ekornes distribuerer gjennom få forhandlere sitter de med mye makt og har faktisk mulighet til å bryte med en så stor forhandler som Skeidar. Dermed vurderer jeg ikke kundenes forhandlingsposisjon å være veldig sterk ovenfor Ekornes, og at dette ikke utgjør noen stor trussel mot Ekornes sin konkurranseevne.

5.2 Internanalyse

I motsetning til den eksterne analysen skal jeg nå analysere Ekornes' interne forhold. Der den eksterne analysen tar utgangspunkt i omgivelsene rundt, tar den interne analysen utgangspunkt i hvordan et skape merverdi med hovedfokus på interne ressurser (Løwnendahl og Wenstøp, 2012). Analyseverktøyet jeg vil bruke er en SWOT-analyse. Dette er et analyseverktøy for både interne og eksterne forhold. Det interne dele går ut på å analysere bedriftens styrker og svakheter, mens den eksterne delen analyserer muligheter og trusler i markedet.

5.2.1 Styrker

En av Ekornes største styrker er et godt renome' og et sterkt merkenavn. Dette er med på å gi selskapet økt konkurransekraft og en sterk posisjon i markedet. Dette

kommer tydelig fram i årsrapporten fra 2012 der Ekornes beskriver sin lønnsomhet som bland den beste i bransje på tross av urolige og utfordrende markedsforhold. Dette forteller at selskapet har en sterk posisjon i markedet, og at dette er en av deres største ressurser. Videre er selskapet stadig opptatt av utvikling av ny teknologi for å bedre produksjonskapasitet og produktutvikling. Jeg velger også å definere selskapets relasjoner til sine samarbeidspartnere som en styrke. Ekornes er opptatt av å opprettholde et bærekraftig samarbeid til sine forhandlere for å skape lønnsomhet for begge parter.

5.3 Oppsummering strategisk analyse

Gjennom å analysere Ekornes' strategiske situasjon kan jeg konkludere med at selskapet besitter en sterk posisjon i møbelbransjen. Ekornes, med sitt sterke merkenavn og gode renome' er blant de mest lønnsomme innen sin bransje, på tross av vanskelige markedsforhold. Markedet består av få aktører som kan true Ekornes' posisjon, der nyetableringer fra lavkostland i Asia representerer den største trusselen på sikt. Med utgangspunkt i den strategiske analysen og Ekornes strategiske posisjon vil jeg vurdere framtidsutsiktene å være gode.

6.Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata. Formålet med en slik analyse er å si noe om bedriften økonomiske utvikling og stiling. Regnskapsanalyse kan defineres slik: ” Alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling”

Hvorfor er det aktuelt å foreta en regnskapsanalyse i en verdivurdering av et selskap?

Å foreta en regnskapsanalyse av Ekornes er en sentral prosess i arbeidet med å kunne estimere fremtidige utvikling hos selskapet. Når jeg senere skal prognostisere fremtidige kontantstrømmer til Ekornes vil en regnskapsanalyse kunne gi et helhetsbilde over selskapets økonomiske situasjon og utvikling, og dermed gi bedre forutsetninger for å kunne si noe om hvordan utviklingen kommer til å utarte seg. En regnskapsanalyse bør kunne gi svar på:

- Hvordan har likviditeten utviklet seg?
- Hvordan har lønnsomhetsutviklingen vært?
- Hvordan har den finansielle situasjonen utviklet seg?

Det skiller vanligvis mellom to typer regnskapsanalyse; intern og ekstern regnskapsanalyse. En intern regnskapsanalyse kjennetegnes ved at man har ubegrenset tilgang på informasjon, og er en analyse som oftest vil gjøres av en med intern tilhørighet i selskapet. Den eksterne regnskapsanalysen bygger på informasjon som er tilgjengelig for offentligheten, og er den type regnskapsanalyse som vil bli foretatt i dette tilfellet. En slik analyse krever en god del regnskapsdata over en lengre tidsperiode, og jeg vil benytte meg av regnskap og årsrapporter fra de 5 seneste årene som grunnlag for analysen. *(All talldata benyttet i analysen er hentet fra årsrapporter fra 2008-2012)*

6.1 Analyse av lønnsomhet

6.1.1 Totalkapitalrentabilitet:

Totalkapitalrentabiliteten er et måletall som viser en bedrifts avkastning på den totale kapitalen som er samlet i bedriften. Totalkapitalrentabiliteten sier noe om hvor godt bedriften har vært drevet, og gir uttrykk for inntjeningen over en gitt periode. TKR viser hvor effektivt bedriften har forvaltet sine ressurser, og er uavhengig av hvordan eiendelene i bedriften er finansiert. (Kristoffersen 2005)

Totalkapitalrentabiliteten uttrykkes slik:

$$\text{TKR} = (\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100\% / \text{Gjennomsnittlig total kapital}$$

(Regnskapstall NOK 1000)

| T K R | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-----------|
| Driftsresultat | 462 733 | 499 653 | 534 043 | 386 531 | 348 674 |
| Finansinntekter | 6 203 | 3 933 | 5 284 | 5 086 | 2 582 |
| Gj. snitteig total kapital | 1 867 674 | 1 983 371 | 2 156 145,5 | 2 182 201,5 | 2 143 051 |
| T K R | 25,1% | 25,4% | 25% | 17,9% | 16,4% |

6.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser eiernes avkastning på investeringer i bedriften, og vil derfor være det nøkkeltallet som vil være mest interessant for eierne (Kristoffersen 2005). Egenkapitalrentabiliteten kan beregnes både før og etter skatt, men siden det er mest ønskelig for eierne å få vite hvor stor del av resultatet som tilfaller egenkapitalen vil jeg i dette tilfellet beregne egenkapitalrentabiliteten etter skatt. (Kristoffersen 2005)

Egenkapitalrentabiliteten defineres slik:

$EKR = \text{Ordinært resultat} \times 100\% / \text{Gjennomsnittlig egenkapital}$

(Tall i NOK 1000)

| EKR | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Årsresultat | 347 565 | 324 743 | 380 876 | 273 894 | 335 075 |
| Gj. snittlig egenkapital: | 1 184 482,5 | 1 336 761,5 | 1 657 251,5 | 1 701 190,5 | 1 681 285,5 |
| EKR | 29,3% | 24,3% | 23% | 16,1% | 19,9% |

6.2 Analyse av finansiering

Finansiering vil si hvordan en bedrift anskaffer og anvender kapital. Når jeg nå skal analysere Ekornes sin finansiering vil jeg beregne Finansierungsgrad 1, Likviditetsgrad 1 (finansierungsgrad 2) og arbeidskapital. Likviditetsgrad 1 er et nøkkeltall som brukes for å beregne likviditeten, men kan også brukes til å analysere finansieringen. Disse nøkkeltallene analyseres for å vise forholdet mellom anskaffelse og anvendelse av kapitalen i bedriften. (Kristoffersen 2005)

6.2.1 Finansierungsgrad 1

Finansierungsgrad 1 er et nøkkeltall som viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Dette nøkkeltallet beregnes ved å dele anleggsmidler på langsiktig kapital, der langsiktig kapital består av egenkapital + langsiktig gjeld. Finansierungsgrad 1 bør være mindre enn 1 (Kristoffersen 2005)

| Finans. grad 1 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Anleggsmidler: | 1 047 284 | 958 101 | 961 792 | 978 547 | 932 661 |
| Langsiktig kapital: | 1 131 918 | 1 637 352 | 1 819 652 | 1 714 977 | 1 782 946 |
| Finansierungsgrad 1: | 0,93 | 0,59 | 0,53 | 0,57 | 0,52 |

6.2.2 Likviditetsgrad 1 (Finansierungsgrad 2)

Likviditetsgrad 1 viser hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld, og beregnes slik:

Likviditetsgrad 1 bør være større enn 1 (Kristoffersen, 2005)

Likviditetsgrad 1 = Omløpsmidler / Kortsiktig gjeld.

| Likviditetsgrad 1 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--|------------|---------|--------------|---------|---------|
| Omløpsmidler: | 872 467 | 965 386 | 1 112 720 | 972 519 | 996 175 |
| Kortsiktig gjeld: | 490 819 | 409641 | 445642 | 384133 | 404047 |
| Likviditetsgrad 1(Finans. grad 2) | 1,78 | 2,36 | 2,,5 | 2,53 | 2,46 |

6.2.3 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er et nøkkeltall som illustrerer forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Tallet beregnes ved å trekke kortsiktig gjeld fra omløpsmidler. Arbeidskapitalen bør være positiv, og et negativt resultat på denne størrelsen vil som regel også bety dårlig likviditet (Kristoffersen, 2005)

| Arbeidskapital | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| Omløpsmidler: | 872 467 | 965 386 | 1 112 720 | 972 519 | 996 175 |
| Kortsiktig gjeld: | 490 819 | 409 641 | 445 642 | 384 133 | 404 047 |
| Arbeidskapital : | 381 648 | 555 745 | 667 078 | 588 386 | 592 128 |

6.3 Analyse av soliditeten

Soliditeten til en bedrift sier noe om hvor godt rustet bedriften er til å tåle tap. Når jeg nå skal analysere soliditeten til Ekornes vil jeg beregne følgende nøkkeltall:

- egenkapitalandel
- gjeldsgrad
- rentedekningsgrad

6.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen til en bedrift viser hvor stor andel av eiendelen som er finansiert med egenkapital. Forholdstallet viser hvor mye bedriften kan tåle av tap før også gjeldsandelen blir påført tap. Jo større egenkapitalandelen er, jo bedre er soliditeten til bedriften. (Kristoffersen 2005)

Egenkapitalandelen defineres slik: $EKA = \text{Egenkapital} \times 100\% / \text{Totalkapital}$

| EKA | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Egenkapital: | 1 103 533 | 1 569 990 | 1 744 514 | 1 657 867 | 1 704 704 |
| Totalkapital: | 1 919 751 | 2 046 991 | 2 265 294 | 2 099 109 | 2 186 99 |
| EKA: | 57,5% | 76,7% | 77% | 79% | 77,9% |

6.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er et forholdstall som uttrykker forholdet mellom kapital som er finansiert med gjeld og kapital som er finansiert med egenkapital. Jo mindre kapital som er finansiert med gjeld, jo bedre er soliditeten i bedriften.

Gjeldsgraden kan beregnes i prosent eller antall ganger, og uttrykkes slik:

Gjeldsgrad = $\text{Gjeld} \times 100\% / \text{Egenkapital}$ eller $\text{Gjeld} / \text{Egenkapital}$ (Kristoffersen, 2005)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Gjeld: | 816 218 | 477 003 | 520 780 | 441 243 | 482 289 |
| Egenkapital: | 1 103 533 | 1 569 990 | 1 744 514 | 1 657 867 | 1 704 704 |
| Gjeldsgrad: | 0,73 | 0,30 | 0,30 | 0,27 | 0,28 |

6.3.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er et forholdstall som viser hvor kapabel en bedrift er til å betale sine rentekostnader. Størrelsen på rentedeckningsgraden er avhengig av lønnsomheten og renter på gjelden bedriften betjener. Er lønnsomheten god vil det også bety en høy rentedeckningsgrad, og bedriften vil i større grad kunne pådra seg høyere gjeldsforpliktelser hvis nødvendig.

Rentedekningsgraden defineres slik:

$RDG = \text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader} / \text{Rentekostnader}$

(Kristoffersen, 2005)

| Rentedekningsgrad | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Ordinært resultat før skatt: | 496 965 | 461 934 | 536 420 | 389 636 | 484 025 |
| Rentekostnad: | 8 571 | 2 739 | 2 871 | 3 634 | 4093 |
| Rentedekningsgrad: | 59 | 169,7 | 187,8 | 108,2 | 119,3 |

6.4 Analyse av likviditet

Likviditet er en betegnelse på en bedrifts betalingssituasjon, og sier noe om foretakets evne til å betale sine regninger. Når jeg nå skal foreta en analyse av

Ekornes' likviditet skiller jeg mellom likviditetsgrad 1 og 2. Der likviditetsgrad 1 bør være større enn 2 og likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 (Kristoffersen 2005). Ved beregning av disse likviditetsgradene vil jeg ta utgangspunkt i balanseregnskapene for analyseperioden.

Likviditetsgradene defineres slik:

- Likviditetsgrad 1= Omløpsmidler/kortsiktig gjeld
- Likviditetsgrad 2= Mest likvide omløpsmidler/ kortsiktig gjeld

6.4.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er beregnet tidligere i regnskapsanalysen som finansieringsgrad 2.

Likviditetsgrad 1= Omløpsmidler/ Kortsiktig gjeld

| Likvid. grad 1 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| Omløpsmidler: | 872 467 | 965 386 | 1 112 720 | 972 519 | 996 175 |
| Kortsiktig gjeld: | 490 819 | 409 641 | 445 642 | 384 133 | 404 047 |
| Likviditetsgrad 1 | 1,78 | 2,36 | 2,,5 | 2,53 | 2,46 |

6.4.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er som nevnt tidligere definert som: *Mest likvide omløpsmidler/ kortsiktig gjeld*. De mest likvide omløpsmidlene er omløpsmidler som ved enkle transaksjoner kan omgjøres til likvider. Det vil som regel innebære samtlige omløpsmidler med unntak av varebeholdningen(Kristoffersen, 2005).

Dermed kommer jeg frem til de mest likvide omløpsmidlene på følgende måte:

Omløpsmidler – varebeholdning= mest likvide omløpsmidler

| Likvid. grad 2 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|----------------------------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| Omløpsmidler: | 872 467 | 965 386 | 1 112 720 | 972 519 | 996 175 |
| Varebeholdning: | 285 181 | 243 512 | 297 471 | 264 892 | 315 952 |
| Mest likvide omløpsmidler: | 587 286 | 721 874 | 815 249 | 707 627 | 680 223 |
| Kortsiktig gjeld: | 490 819 | 409641 | 445642 | 384133 | 404 047 |
| Likviditetsgrad 2: | 1,2 | 1,76 | 1,83 | 1,84 | 1,68 |

6.5 Oppsummering regnskapsanalysen

Etter å ha gjennomført denne regnskapsanalysen av Ekornes' økonomiske situasjon sitter jeg igjen med et inntrykk av at selskapet befinner seg i en solid økonomisk situasjon. Likviditeten og soliditeten til selskapet befinner seg på et solid og relativt konstant nivå. Derimot ser vi en tendens til at selskapets lønnsomhet varierer, og har opplevd en nedgang de seneste årene. Dette ser vi også ved at selskapet ikke har oppnådd egne målsettinger med årlig resultatgrad 25%, avkastning på total kapital 25%, og årlig vekst i omsetning på 5%. Likevel vurderer jeg Ekornes' økonomiske situasjon som meget solid der lønnsomheten er blant den høyeste i bransje.

7. Verdssettelse av Ekornes ASA

7.1 Valg av metode

Når jeg nå skal i gang med min verdivurdering av Ekornes velger jeg å benytte meg av kontantstrømmodellen. Dette er en av de mest benyttete metodene ved verdsettelse, og er i følge Boye og Dahl(1997) den mest korrekte metoden for beregning av et selskaps verdi. Metoden innebærer at jeg må gjøre omfattende analyser av Ekornes sine bedriftsinterne data for å kunne estimere fremtidige kontantstrømmer med mest mulig presisjon. Disse analysene har jeg gjennomført og har blitt presentert tidligere i oppgaven under den strategiske- og regnskapsanalysen. Kontantstrømmene vil derfor basere seg på mine antagelser og forutsetninger av analysene. Verdivurderingen vil derfor være forbundet med stor usikkerhet. For å beregne avkastningskravet som skal brukes til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene vill jeg først beregne egenkapitalkostnaden ved bruk av kapitalverdimodellen før jeg avsetter avkastningskravet til total kapitalen ved bruk av WACC. I tillegg til total kapitalmetoden vil benytte meg av P/E metoden som en sammenligning og kontroll til verdiesimatet. Jeg kommer også til å gjennomføre sensitivitetsanalyser for å illustrere hvordan de ulike parameterne påvirker verdivurderingen.

7.2 Avkastningskravet

I dette kapitlet av oppgaven skal jeg beregne avkastningskravet til Ekornes. Gjennom bruk av kapitalverdimodellen skal jeg først beregne avkastningskravet

til egenkapitalen, der jeg deretter vil komme fram til total kapitalavkastningskravet ved å bruke WACC.

7.2.1 Avkastningskrav Egenkapital

Som tidligere nevnt i oppgaven vil jeg bruke kapitalverdimodellen (CAPM) til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen kan defineres slik:

$$r_e = r_f + \beta_e \cdot [E(r_m) - r_f]$$

r_e = Egenkapitalkostnaden eller avkastningskravet for EK, r_f = Risikofri rente, β_e = Beta verdien for EK, $E(r_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen m (Bredesen, 2005)

7.2.2 Risikofri rente

Risikofri rente (R_f) kan tolkes som den avkastningen en investor minimum må oppnå for å stille sine midler til disposisjon, der forutsetningen er at det ikke er knyttet risiko til avkastningen (Bredesen, 2005). I følge Bredesen (2005) er det vanlig at investorer bruker avkastningen på statsobligasjoner som en verdi for den risikofrie renta. Statsobligasjoner er lån lagt ut av nasjonale myndigheter, der man ofte antar at det ikke er knyttet kredittrisiko til et slikt lån fordi myndighetene i prinsippet har ubegrenset tilgang til penger.

Boye og Dahl (1997) mener at ved valg av statsobligasjonsrente som verdi i en diskonteringsrente bør avhenge av inflasjonsforutsetninger man har lagt til grunn i de budsjetterte kontantstrømmene, men at en eventuell likviditetspremie bør fjernes fra den lange statsobligasjonsrenta.

På bakgrunn av dette observerer jeg at den 10-årige statsobligasjonsrenta per 27/05-2013 ligger på 2,23% (Norges bank). Bruken av en så lav risikofri rente vil kunne medføre en del komplikasjoner. Som i dette tilfellet der avkastningskravet skal brukes til å diskontere kontantstrømmer vil det oppstå problemer når realrenten er lavere enn inflasjonsmålet på 2,5%, og man får en negativ verdi i terminalverdien. På bakgrunn av dette har jeg valgt å justere opp den risikofrie renta fra 2,23 til 3,5 %. Dette gir da en risikofri rente etter skatt på 2,5 %

7.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er gitt som differansen mellom hva eieren forventer å få i avkastning og risikofri rente stilt av en investor([regjeringen.no](http://www.regjeringen.no)). Fra årene 1967-94 har totalindeksen på Oslo Børs i gjennomsnitt gitt en meravkastning på 6% i forhold til kort statsrente. Dette i en periode der variasjonen i meravkastningen har vært stor. Etter en normalisering og modernisering av Oslo Børs har disse svingningene i meravkastningen blitt mer stabil. I tillegg som følge av flere utenlandske investorer på markedet har investorene blitt mer diversifiserte. Disse faktorene samt at inflasjonsrisikoen har blitt betydelig redusert gjør det rimelig å anta at den normale markedspremie for Oslo Børs sannsynligvis ligger på rundt 5%

(<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>)

På bakgrunn av dette velger jeg å fastsette markedets risikopremie til 5%

7.2.4 Egenkapitalens betaverdi

Beta er et mål som sier noe om hvordan en aksje svinger i forhold til markedet. Dersom en aksjes beta er lik 1, betyr det at aksjen svinger like mange prosent som resten av markedet. Derimot hvis betaen er større eller mindre enn 1, svinger aksjen henholdsvis mer eller mindre enn markedet. Eksempelvis hvis markedet har en oppgang på 10 % og aksjens betaverdi mot markedet er 0,8 betyr det at aksjen er ned 2%. Betaverdien er en del av den systematiske risikoen til aksjen, som innebærer at risikoen ikke kan spres over flere aksjer i en portefølje bestående av flere aksjer(Oslo børs). Beregning av aksjebetaen kan defineres slik:

$$\beta_j = \frac{\sigma_j \cdot \rho_{jm}}{\sigma_m}$$

σ_j = Avkastningens standardavvik for aksje j

ρ_{jm} = Korrelasjon mellom aksje j og markedet

σ_m = standardavviket til markedsavkastningen

Siden $\sigma_j \times \sigma_m \times \rho_{jm}$ tilsvarer kovariansen mellom aksje j og markedet, kan betaen også uttrykkes som:

$$\beta_j = \frac{\sigma_{jm}}{\sigma_m^2}$$

σ_m^2 = Variansen til markedsavkastningen

Ved bruk av denne formelen kan Ekornes' egenkapitalbeta estimeres med utgangspunkt i historiske aksjekurser. Dette har jeg gjort ved å samle sammen ukentlige aksjekurser fra 1 januar 2009, til 1 mai 2013, både for Ekornes aksje og for OSEAX(Oslo All Share Index). På bakgrunn av disse dataene regnet jeg ut:

$$\sigma_{jm} = 0,000479968$$

$$\sigma_m^2 = 0,000972561$$

$$\text{Beta} = 0,000479968 / 0,000972561 = 0,493508867$$

Til sammenligning har Dagens Næringsliv beregnet betaverdien på grunnlag av ett år til: 0,2481(www.dn.no) . Denne betaverdien er mye lavere enn den jeg beregnet fra periode 2009-2013. Det viser at svingningene i Ekornes aksjen er mye lavere enn det generelle markedet det siste året. Å bruke en betaverdi beregnet med utgangspunkt i en så kort tidsperiode blir for usikkert og viser ikke tydelig nok hvordan aksjesvingningene er i forhold til markedet over tid. Derfor velger jeg å bruke betaverdien jeg regnet ut på 0,4935. Grunnet noe usikkerhet knyttet til estimeringen velger jeg å justere opp betaverdien, og dermed legge til grunn en betaverdi på 0,5. (Beregning og tallgrunnlag er vedlagt i vedlegg 4)

7.2.5 Avkastningskravet til egenkapitalen

Når jeg nå har fastsatt alle parameterne som inngår i kapitalverdimodellen kan jeg regne ut egenkapitalkostnaden til Ekornes.

$$r_e = r_f + \beta_e \cdot [E(r_m) - r_f]$$

$$\text{Egenkapitalkostnad} = 0,0250 + 0,5 \times 0,05 = 0,05 = 5\%$$

Egenkapitalkostnaden til Ekornes ligger på 5% etter skatt. Dette er et lavt avkastningskrav til egenkapitalen. Mye av grunnen til dette ligger i det svært lav rentenivået på den risikofrie renten.

7.3 Avkastningskravet til totalkapitalen

Jeg har som nevnt valgt å bruke totalkapitalmetoden ved min verdivurdering av Ekornes. Dermed er jeg avhengig av å beregne et totalkapitalavkastningskrav for

bruk som diskonteringsrente av de estimerte kontantstrømmene. For å gjøre dette vil jeg bruke WACC(Weighted Average Cost of Capital).

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

Totalkapitalkostnaden er et veid gjennomsnitt av egenkapital- og gjeldskostnadene, der vektene skal være andelen av kapitalbehovet som finansieres med henholdsvis egenkapital og gjeld. Egenkapitalandel og gjeldsandel uttrykker hvor stor del av den totale kapitalen til selskapet som består av egenkapital og gjeld, og regnes ut på bakgrunn av markedsverdier.

7.3.1 Egenkapitalandel(E)

For å finne markedsverdien til egenkapitalen benytter jeg børsverdien av Ekornes i stedet for bokført verdi. 1 mai 2013 var aksjekursen til Ekornesaksjen 92,50 kr. Multipliseres aksjekursen med antall utstedte aksjer 36 826 753, gir det en markedsverdi på egenkapitalen på: $36\,826\,753 \times 92,50 = 3\,406\,474\,653$ kr. Boye og Dahl(1997) argumenterer med at ved måling av rentabilitet og ved vurdering av investeringsprosjekter elimineres som oftest ikke-rentebærende gjeld fra selskapets kapitalbase, da denne hensynstas i budsjetteringen av de fremtidige kontantstrømmene. Dermed blir egenkapitalandelen = $EK/Totalkapital(Egenkapital + rentebærende gjeld) = 3\,406\,474\,653 / (3\,406\,474\,653 + 78\,242\,000) = 0,97755 = 97,75\%$

7.3.2 Gjeldsandel(G)

Gjeldsandelen blir: $Rentebærende gjeld/egenkapital + rentebærende gjeld = 78\,242\,000 / (3\,406\,474\,653 + 78\,242\,000) = 0,02263 = 2,26\%$

7.3.3 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden, også kalt gjeldsrente er det eierne av gjelden krever i avkastning for å disponere mer gjeld til en virksomhet. I motsetning til egenkapitalkostnaden som må estimeres kan gjeldskostnaden observeres direkte i markedet.

Eksempelvis hvis en virksomhet har utestående obligasjonslån, kan man ut i fra den effektive renten som oppnås på disse få et anslag på gjeldskostnaden(Bredesen 2005).

Når jeg nå skal beregne gjeldskostnaden til Ekornes velger jeg å dividere rentekostnader på rentebærende gjeld for år 2012: $rentekostnad\ 4093/$

rentebærende gjeld 78 242. Dette gir en rentekostnad på 5,231. Sammenligner vi dette med bankenes gjennomsnittlig utlånsrente for 2012 ser vi en rente på 4,84% (www.ssb.no/bank-og-finansmarked). På basis av disse observasjonene velger jeg å fastsette Ekornes' gjeldskostnad til 5%.

7.3.4 Weighted Average Cost of Capital

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

Egenkapitalkostnaden etter skatt = 5%, Egenkapitalandel = 97,75%, Gjeldsandel = 2,26%, Gjeldskostnaden = 5%, Totalavkastningskravet = $0,05 \times 0,9775 + 0,05 \times (1 - 28) \times 0,0226 = 0,04969 = 4,7\%$

7.4 Totalkapitalmetoden

Driftsresultat
 - Skatt

 + Avskrivninger
 - investeringer
 - Økning omløpsmidler
 + Økning rentefri gjeld

Jeg skal nå estimere disse størrelsene for 10 år frem i tid for å komme fram til kontantstrømmene som skal neddiskonteres. Grunnlaget for mine estimerer baserer seg på mine analyser av Ekornes sin strategiske og økonomiske situasjon og utvikling.

7.4.1 Driftsresultat

Driftsinntekter og driftskostnader omfatter alle inntekter og kostnader som er knyttet til den ordinære aktiviteten i et foretak i løpet av et inntektsår. Den ordinære aktiviteten vil være all aktivitet som innebærer produksjon av varer og tjenester i virksomheten. Driftsresultatet viser lønnsomheten av den ordinære driften av foretaket før det tas hensyn til finansiering og avkastning av finansielle plasseringer (Kristoffersen, 2005)

| År | Driftsinntekt | Endring: |
|------|---------------|----------|
| 2008 | 2 673 134 | 3,87 % |
| 2009 | 2 587 940 | -3,19 % |
| 2010 | 2 868 807 | 10,82 % |
| 2011 | 2 757 593 | -3,88 % |

| | | |
|------|-----------|--------|
| 2012 | 2 763 000 | 0,04 % |
|------|-----------|--------|

Her ser vi utviklingen i Ekornes sine driftsinntekter de 5 seneste årene. Driftsinntektene har variert veldig og har i løpet av denne 5-års perioden en gjennomsnittlig økning på 1,53%. Fra tidligere vet vi at Ekornes har definert en av sine økonomiske målsetninger som en årlig økning i omsetning på minimum 5 %. Denne målsetningen er kun oppnådd fra 2009-2010. I den seneste årsrapporten fra 2012 skriver Ekornes at en opprettholdelse og positiv trend i omsetning er en solid prestasjon sett i lyset av utfordrende markedsforhold. Videre skriver de at omsetningen er noe lavere fra tidligere år grunnet høyere råvarekostnader og en utflating i omsetning. Det er viktig for Ekornes å komme tilbake til en situasjon med økende omsetning, og det jobbes derfor med en rekke tiltak på produkt- og markedssiden for at dette skal bli mulig.

Sett i lys av de siste 5 års utvikling og hva Ekornes skriver i sin årsrapport fra 2012 om utfordrende markedsforhold tror jeg det er lite trolig at målsetningen med årlig 5 % vekst i omsetning vil kunne oppnås med det første. Likevel er selskapets lønnsomhet blant den beste i bransjen og det jobbes målrettet for å bedre omsetningen. På bakgrunn av dette tror jeg lønnsomheten vil bli noe bedre i fremtiden og forutsetter en årlig vekst i driftsinntekter på 2%.

| År: | Driftskostnader | Endring: | % av Driftsinntekter |
|------|-----------------|----------|----------------------|
| 2008 | 2 210 401 | 4,83 % | 82,69% |
| 2009 | 2 088 287 | -5,52 % | 80,69% |
| 2010 | 2 334 765 | 11,80 % | 81,38% |
| 2011 | 2 371 062 | 1,55 % | 85,98% |
| 2012 | 2 363 705 | 0,31 % | 85,55% |

Her ser vi utviklingen i driftskostnader de siste 5 årene. Det viser en gjennomsnittlig økning i kostnader på 2,59% årlig. Vi ser at utviklingen i driftskostnader ligger noenlunde lik utviklingen på driftsinntektene, der driftskostnadene i snitt ligger på 83,26% av driftsinntektene. Likevel ser vi en utviklende trend der driftskostnadene øker i forhold til inntektene og har de to siste årene ligget på 85-86% av inntektene. Dette skyldes i følge årsrapporten fra 2012 at prisene på viktige råvarer ligger på historisk høyt nivå.

Siden driftskostnadene ligger på et jevnt nivå med utviklingen i driftsinntekter velger jeg å estimere fremtidige driftskostnader som en prosentandel av

driftsinntektene. Selv om gjennomsnittlig driftskostnader ligger på 83,26% av driftsinntektene velger jeg å estimere disse noe høyere som følge av økte råvarekostnader de seneste årene. Dermed legger jeg til grunn en utvikling i driftskostnader på 88% av driftsinntektene i fremtiden.

7.4.2 Avskrivninger

En avskrivning er en periodisering av en virksomhets utgift ved anskaffelse av driftsmidler. Avskrivningene viser det årlige ressursforbruket ved bruk av driftsmidlet. Dette kan være anlegg, maskiner, varebiler etc. En avskrivning er dermed i prinsippet en kostnad på lik linje med andre kostnader som lønnskostnader, rentekostnader etc. (Kristoffersen, 2005)

| År | Avskrivninger | Endring |
|------|---------------|---------|
| 2008 | 105 690 | 10,29 % |
| 2009 | 109 570 | 3,67 % |
| 2010 | 116 456 | 6,28 % |
| 2011 | 125 542 | 7,80 % |
| 2012 | 125 131 | -0,33 % |

Her ser de årlige avskrivningene de siste 5 årene. Det viser gjennomsnittlige avskrivninger på 116 479 000 som gir en økning på 5,54 % i snitt per år.

Avskrivningene viser kostnadene ved bruk av driftsmidler og gir et uttrykk for hvor mye som minimum bør investeres for å opprettholde eller forbedre

virksomhetens kapasitet. I sine definerte mål og verdier skriver Ekornes at investeringer skal skje på nivå med konsernets avskrivninger, og at i perioder der det er behov for større enkeltinvesteringer vil investeringene ligge på et høyere nivå en avskrivningene. Sammenlignet med gjennomsnittlige investeringer de siste 5 årene ligger snittet på avskrivningene på 94,86% av anleggsinvesteringer.

Basert på Ekornes' målsetninger om at investeringer skal ligge på nivå med avskrivningene velger jeg å fastsette årlige avskrivninger som 95 % av årlige investeringer. Dermed blir årlige avskrivninger: $130\,000\,000 \times 0,95 = 123\,500\,000$ millioner kr.

7.4.3 Investeringer

| År | IB AM | UB AM | Avskrivninger | Anleggsinvesteringer |
|------|-----------|-----------|---------------|----------------------|
| 2008 | 901 114 | 1 047 284 | 105 690 | 251 860 |
| 2009 | 1 047 284 | 958 101 | 109 570 | 20 387 |
| 2010 | 958 101 | 961 792 | 116 456 | 120 147 |
| 2011 | 961 792 | 978 547 | 125 542 | 142 297 |

| | | | | |
|------|---------|---------|---------|--------|
| 2012 | 978 547 | 932 661 | 125 131 | 79 245 |
|------|---------|---------|---------|--------|

I tabellen over ser vi investeringene Ekornes har gjort fra 2008-2012.

Anleggsinvesteringene per år finner vi ved å ta differansen mellom utgående balanse anleggsmidler og inngående balanse anleggsmidler og legge på årets avskrivninger. Gjennomsnittlige investeringer ligger på 122 787 000 millioner kr per år. I årsrapporten fra 2012 skriver Ekornes at årets investeringer på 79 245 000 er betydelig mindre enn hva som var planlagt, og at budsjetterte investeringer for 2013 er beregnet til 141 millioner. Ekornes definerer sin investeringsstrategi der selskapet skal gjennomføre målrettede investeringer for å:

- Utvikle konkurransekraft gjennom bruk av moderne og effektiv teknologi.
- Opprettholde en høy miljøstandard.
- Utvikle og ta i bruk nye teknologi for utvikling av nye produkter.
- Utvikle produksjonskapasiteten i samsvar med markedets etterspørsel.

Når de ikke framkommer mye informasjon om levetid på eksisterende anleggsmidler eller framtidsplaner om nyinvesteringer, blir det en vanskelig å skulle estimere framtidige investeringer. Jeg velger derfor å ta utgangspunkt i gjennomsnittlige investeringer på ca 123 000 000 millioner kr. I årsrapporten fra 2012 kommer det fram at neste års investeringer er budsjettert til 141 millioner. Jeg tror ikke investeringene vil ligge på 141 millioner årlig i fremtiden, men at det vil skje en økning i investeringer på bakgrunn av det som kommer fram i investeringsstrategien til Ekornes. Det jobbes også med produktutvikling og tiltak for å øke omsetningen i selskapet igjen, og dette er noe som vil kunne kreve framtidige investeringer. Dermed har jeg valgt å legge til grunn en årlig investering på 130 000 000 millioner kr i de framtidige kontantstrømmene.

7.4.4 Arbeidskapital

Arbeidskapital kan finnes ved å trekke kortsiktig gjeld fra omløpsmidler. Arbeidskapitalen er en viktig størrelse i regnskapet og en gylden regel er at kapital som er bundet i anleggsmidler, ikke skal være finansiert med kortsiktig gjeld. På bakgrunn av dette bør arbeidskapitalen ikke være negativ, da det som oftest innebærer dårlig likviditet (Kristoffersen, 2005).

| År | Omløpsmidler | Kortsiktig Gjeld | Arbeidskapital | Endring AK |
|------|--------------|------------------|----------------|------------|
| 2008 | 872 467 | 787 833 | 84 634 | -358 271 |
| 2009 | 1 088 890 | 409 641 | 679 249 | 594 616 |
| 2010 | 1303 503 | 445 642 | 857 861 | 178 612 |
| 2011 | 1 120 562 | 384 133 | 735 829 | -122 032 |

| | | | | |
|------|-----------|---------|---------|---------|
| 2012 | 1 254 333 | 404 047 | 850 286 | 114 457 |
|------|-----------|---------|---------|---------|

Tabellen ovenfor viser arbeidskapitalen for de siste 5 årene. Gjennomsnittlig endring i arbeidskapitalen gir en endring på 81 476 000 million per år. Dette er likevel ikke et nøyaktig estimat for fremtidige kontantstrømmer. Jeg velger derfor å sette arbeidskapitalen til gjennomsnittlig arbeidskapital i prosentandel av gjennomsnittlig driftsinntekt de 5 siste årene. Det gir en arbeidskapital på 24 % av driftsinntektene.

7.5 Fremtidige kontantstrømmer

| TK-metoden | 2012 | Estimater | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|----------------|-----------|----------------|----------------|----------------|
| Driftsinntekter | 2 763 000 | 2% | 2 818 260 | 2 874 625 | 2 932 118 |
| Driftskostnader | 2 363 705 | 88% av DI | 2 488 869 | 2 529 670 | 2 580 264 |
| Driftsresultat | 399 295 | | 329 391 | 344 955 | 351 854 |
| -Skattekostnad 28% | 111 803 | 28% | 92 229 | 96 587 | 98 519 |
| Driftsresultat etter skattekostnad | 287 492 | | 237 162 | 248 368 | 253 335 |
| + Avskrivninger | 125 131 | 123 500 | 123 500 | 123 500 | 123 500 |
| -Investeringer | 79 245 | 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 000 |
| Endring Arbeidskapital | 114 457 | 81 500 | 81 500 | 81 500 | 81 500 |
| Kontantoverskudd | 218 921 | | 149 162 | 160 368 | 165 335 |

| 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 2 990 760 | 3 050 575 | 3 111 587 | 3 173 819 | 3 237 295 | 3 302 041 |
| 2 631 869 | 2 684 506 | 2 738 197 | 2 792 961 | 2 848 820 | 2 905 796 |
| 358 891 | 366 069 | 373 390 | 380 858 | 388 475 | 396 245 |
| 100 489 | 102 499 | 104 549 | 106 640 | 108 773 | 110 949 |
| 258 402 | 263 570 | 268 841 | 274 218 | 279 702 | 285 296 |
| 123 500 | 123 500 | 123 500 | 123 500 | 123 500 | 123 500 |
| 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 000 |
| 81 500 | 81 500 | 81 500 | 81 500 | 81 500 | 81 500 |
| 170 402 | 175 570 | 180 841 | 186 218 | 191 702 | 197 296 |

7.6 Diskontering av kontantoverskuddene

For å kunne komme fram til et verdiesimat på verdsettingstidspunktet må fremtidige kontantoverskudd diskonteres med avkastningskravet for

totalkapitalen. Boye og Dahl(1997) hevder at ved bruk av kontantstrømbaserte modeller bør man utarbeide budsjetter for 7-15 år fram i tid. Dette har jeg nå gjort for Ekornes fra 2013-2021. I tillegg til diskonteringen av disse kontantoverskuddene må man anslå en verdi av selskapet ved budsjettperiodens slutt. I følge Boye og Dahl(1997) er følgende modeller mest brukt ved beregning av denne terminalverdien:

- Gordons formel(konstant - vekst- modellen), Der konstant vekst er en forutsetting, der man eksempelvis forutsetter at det siste kontantoverskuddet øker i takt med inflasjonsmål
- Resultatmodell der verdien finnes ved å multiplisere siste resultat med et P/E- tall som reflekterer som reflekterer forventet vekst og risiko etter utløpet av budsjettperioden
- Bokført verdi for verdistørrelsen ved slutten av budsjettperioden.

(Boye og Dahl,1997)

Den mest brukte av disse modellene for beregning av terminalverdien er Gordons formel. Formelen har tidligere blitt presentert i oppgaven, og jeg går derfor ikke dypere inne på teorien nå. Gordons formel forutsetter konstant vekst der avkastningskravet trekkes med en vekstfaktor(normalt inflasjon). Dermed kan ikke formelen brukes dersom avkastningskravet er lik eller mindre enn inflasjonsmålet. I dag ligger inflasjonsmålet i Norge på ca 2,5 %(Norges- bank). På grunn av et veldig lavt avkastningskrav, der blant annet en historisk lav risikofri rente påvirker, finner jeg det lite hensiktsmessig å benytte Gordons formel ved beregning av terminalverdien. Da dette vil gi en mye høyere verdi en hva som er realistisk. På bakgrunn av dette velger jeg å finne terminalverdien ved å multiplisere budsjettperiodens siste resultat med et P/E-tall. Dette finner jeg ved å ta kursverdien per 01.05-2013 som er 92,50 dividert på resultat per aksje som er 6,95(årsrapport 2012). Dette gir et P/E- tall på 13,31.

$$\begin{aligned} \text{Totalkapitalverdi} = & \frac{149\,162}{(1+0,047)} + \frac{160\,368}{(1+0,047)} + \frac{165\,335}{(1+0,047)} + \frac{170\,402}{(1+0,047)} + \frac{175\,570}{(1+0,047)} + \frac{180\,841}{(1+0,047)} + \frac{186\,218}{(1+0,047)} \\ & + \frac{191\,702}{(1+0,047)} + 197\,296 \times 13,31(\text{P/E}) = 3\,745\,230\,330 \end{aligned}$$

Mitt verdiesimat av Ekornes` totalkapital ved bruk av totalkapitalmetoden ga en verdi på 3 745 230 330. For å finne verdien på egenkapitalen tar vi verdien på totalkapitalen og trekker i fra rentebærende gjeld:

Totalkapital= 3 745 230 330 – rentebærende gjeld = 78 242 000

Egenkapitalverdi = 3 666 988 330

Dividerer vi egenkapitalverdien på antall utstedte aksjer 36 826 753, gir det en verdi per aksje på; $3\,666\,988\,330 / 36\,826\,753 = 99,57 = 99,6$ kr per aksje.

Sammenligner vi dette verdiestimatet med dagens aksjekurs per 01.05.2013 på 92,50 kr ser vi at verdiestimatet ikke er langt unna dagens markedsverdi. Selv om verdivurderingen ble nokså nær reell markedsverdi er det likevel knyttet stor usikkerhet til estimatet. Derfor velger jeg å beregne P/E - tallet til Ekornes som en slags rimelighetsvurdering og sammenligning til verdiestimatet.

7.7 P/E

Denne metoden innebærer at resultatet før ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med en P/E faktor. P/E-faktoren er ment å reflektere risiko og potensialet for vekst. P/E- tallet finnes ved å dividere dagens aksjekurs på fortjeneste per aksje. Deretter multipliseres denne faktoren med ordinært resultat etter skatt for å finne et verdianslag på selskapet(Boye og Dahl 1997)

Aksjekurs per 01.05.2013 = 92,50(Oslo Børs)

Fortjeneste per aksje 2012= 6,95 (Årsrapport 2012)

$P/E = 92,5/6,95 = 13,31$

Ordinært resultat etter skatt 2012 = 335 075 000

Verdi = 335 075 000*13,31 = 4 459 848 250

Denne verdien beregnet ved bruk av P/E metoden gir et verdiestimat som ligger noe over både dagens markedsverdi og verdiestimatet beregnet ved bruk av totalkapitalmetoden.

8. Sensitivitetsanalyser

Med usikkerheten som følger ved en verdivurdering anbefaler Boye og Dahl(1997) at det gjennomføres sensitivitetsanalyser for å vise hvordan verdivurderingen påvirkes dersom enkelte parameter forandres. Boye og Dahl(1997) nevner driftsmargin, vekstforutsetninger og avkastningskrav som aktuelle parameter. Av hensyn til plass velger jeg å kun foreta sensitivitetsanalyser av avkastningskravet.

8.1 Avkastningskravet

Avkastningskravet er en verdi som påvirkes av mange faktorer, og er dermed et parameter det er knyttet en del usikkerhet til. I verdivurderingen har jeg beregnet og lagt til grunne et totalavkastningskrav på 4,7%. Dette er et lavt avkastningskrav, påvirket blant annet av en historisk lav risikofri rente, og en relativt lav betaverdi. Derfor er det aktuelt å se hvordan en endring i avkastningskravet påvirker den totale verdien av selskapet.

| Avkastningskrav | 4,70 % | 5,70 % | 6,70 % | 7,70 % | 8,70 % | 9,70 % |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Totalverdi | 3 745 230 | 3 624 829 | 3 581 654 | 3 541 044 | 3 502 810 | 3 466 783 |
| Aksjeverdi | 99,7 | 96,3 | 95,1 | 94 | 93 | 92 |

Ut i fra sensitivitetsanalysen ser vi at jo høyere avkastningskravet blir, desto lavere blir verdien på totalkapitalen.

9. Konklusjon

Gjennom denne bacheloroppgaven ønsket jeg å gjøre en verdivurdering av Ekornes ASA, der problemstillingen ble definert som; ”Hva er verdien av Ekornes aksje?”. For å besvare problemstillingen har jeg gjennomført en strategisk- og regnskapsanalyse der jeg har benyttet meg av analyseverktøyene Porters Five Forces og SWOT. Disse analysene har gitt meg en oversikt over Ekornes strategiske og økonomiske situasjon, der jeg har kunnet konkludert med at selskapet befinner seg i en sterk posisjon både strategisk og finansielt. Videre i oppgaven har jeg fastsatt avkastningskravet til egenkapitalen på 5% ved bruk av kapitalverdimodellen. Dette kravet har jeg så brukt på å fastsette totalkapitalavkastningskravet(WACC), på 4,7%. Videre har jeg estimert fremtidige kontantstrømmer med utgangspunkt i historiske regnskap og de to analysene. Verdsettingsmodellen jeg valgte å bruke var totalkapitalmetoden, som er en kontantstrømbaser modell der driftsresultat etter skatt +avskrivninger-investeringer-endering i arbeidskapital gir framtidige kontantoverskudd. Disse kontantstrømmene beregnet jeg for 9 år fram i tid og diskonterte med totalavkastningskravet og estimerte en terminalverdi ved budsjettperiodens slutt. Dette ga en nåverdi på totalkapitalen på 3 745 230 330 kr. Deretter trekket jeg i fra rentebærende gjeld fra denne verdien, og fikk en verdi på egenkapitalen på 3

666 988 330. Divideres denne verdien med antall aksjer gir det en aksjeverdi på 99,7 kr. Til sammenligning er dagens markedskurs på 93,5 kr.

Dermed blir konklusjonen ut i fra mitt verdiestimat en aksjeverdi på Ekornesaksjen på 99,7 kr.

Det er viktig å presisere at dette ikke er noen eksakt verdi. Verdivurderingen tar utgangspunkt i en rekke forutsetninger og antagelser jeg har lagt til grunn. Dette fører med seg en del usikkerhet til konklusjonen, og verdiestimatet bør derfor sees i lys av dette.

Referanser

Litteraturhenvisning

Gripsrud, Olsson og Silkoset(2010), *Metode og dataanalyse 2.* Utgave, Cappelen Akademiske Forlag (Gripsrud, Olsson og Silkoset,2010)

Boye Knut, Dahl A. Gunnar(1997), *Verdsettelse i teori og praksis, 1.utgave 1997, 4 utgave 2010, Cappelen Akademiske forlag* (Boye og Dahl 1997)

Bredesen Ivar(2005), Investering og finansiering, Gyldendal akademiske forlag (Bredesen, 2005)

Kristoffersen Trond(2005) ,Årsregnskap – en grunnleggende innføring, 2.utgave , Fagbokforlaget(Kristoffersen, 2005)

Løwendahl Bente, Wenstøp Fred(2012), ”*Grunnbok i strategi*”, 3.utgave, Cappelen Damm AS(Løwendahl og Wenstøp,2012)

Praktisk økonomi & finans nr. 2/2011

Internettreferanser

Oslo Børs-

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=EKO

E24 Børs- <http://bors.e24.no/e24/portal/e24no/instrument?ticker=EKO.OSE>

Ekornes- alle plasser det refereres til (Ekornes) er informasjonen hentet fra www.ekornes.no. Her finnes også pdf-filer med årsrapporter og ”Mål og verdier” som er benyttet i oppgaven.

Norges Bank-statsobligasjoner- <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>

Norges banks-Inflasjonsmål- <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>

Risikopremien i det norske marked-

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2012-2013.jhtml>

Norsk industri- møbel og interiør- http://www.norskindustri.no/om_mobel/

Inside Norway- Møbel og interiør- <http://www.insidenorway.no/norsk-industri-moebel-interioer/category132.html>

Regjeringen.no- ord og uttrykk-markedspremien-

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>

Yahoo Finance- <http://finance.yahoo.com/q?s=EKO.OL>,

<http://finance.yahoo.com/q?s=^OSEAX&q1=0>

Hjellegerde- <http://www.hjellegerde.no/>

Statistisk sentralbyrå- Utlånsrente - <http://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofrent/kvartal/2013-05-22?fane=tabell&sort=nummer&tabell=114335>

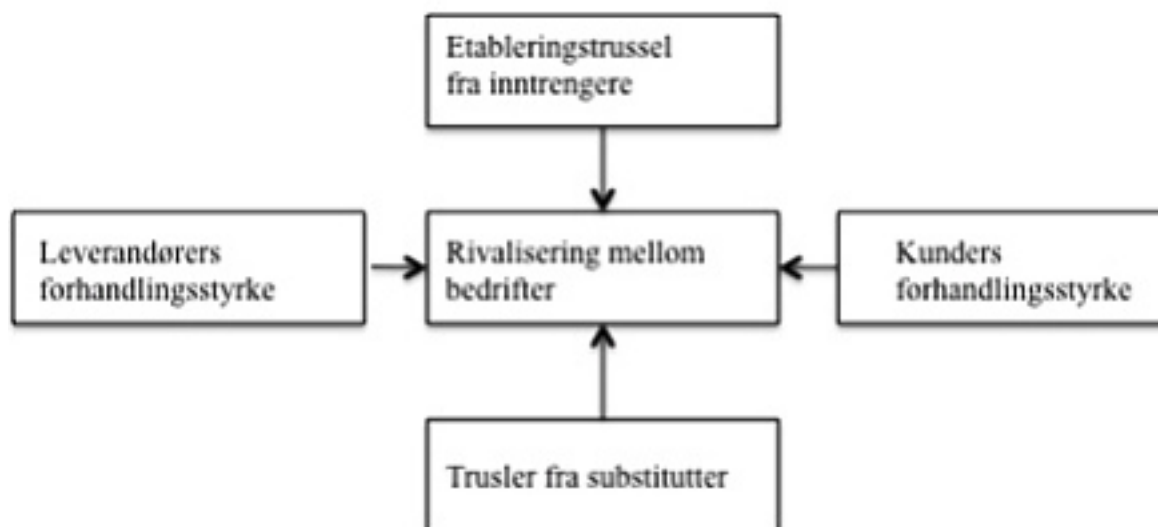
Dagens næringsliv-

<http://www.dn.no/bedriftsbasen/proff/?companyNo=964976430&id=Z0I9P7RT>

Vedlegg 1: Porters Five Forces teori

Porters five forces:

”Porters five forces”, eller ”Porters fem krefter” er et analyseverktøy utviklet av Harvard-økonomen Michael Porter i 1980. Metoden brukes til å analysere bransje- og konkurransekraftene i et marked, og analysen vil gi svar på hvor store verdier som skapes innenfor en bedrifts konkurransearena, og hvilke aktører innenfor denne konkurransearenaen som er i sterk nok posisjon til å hente ut disse verdiene. De ulike aktørene det er snakk om her vil være konkurrenter, inntrengere, substitutter, leverandører og kunder og kan illustreres slik:



Konkurrentanalyse:

Ved å analysere konkurrentene i en bransje vil vi kunne skape oss et bilde av hvor høy og stabil konkurranseintensiteten er innad i denne bransjen. En høy og lite stabil konkurranseintensitet vil bety at det er desto vanskeligere for en bedrift å skape seg en posisjon som vil kunne skape lønnsomhet og stabilitet over tid. For å illustrere hva som bestemmer konkurranseintensiteten i et marked vil jeg ta for meg noen sentrale forhold som er med å påvirke konkurransen.

- *Mange og jevnstore konkurrenter:* konkurranseintensiteten i et marked vil logisk nok øke desto flere konkurrenter som opererer innenfor samme konkurransearena. Det er likevel ikke bare antall konkurrenter som avgjør, men også hvor like de er. Det kan dermed være like utfordrende å kjempe

mot 2 eller 3 konkurrenter som oppfattes som relativt like seg selv, enn å konkurrere mot 10 andre der man skiller seg litt ut.

- *Lav markedsvekst:* hvis et marked er i vekst, vil det være mulig for alle aktører å vokse uten at det nødvendigvis går på bekostning av hverandre. Derimot hvis et marked er i en nedgangsperiode med lav vekst vil konkurransen være hardere og det vil bli hardere kamp om kundene.
- *Høye faste kostnader/lagerkostnader:* bedrifter med høye faste kostnader er avhengig av maksimal kapasitetsutnyttelse for å klare å dekke sine kostnader og for å skape lønnsomhet. Grunnen til høye faste kostnader kan være f. eks bedrifter som har gjort store investeringer og som dermed trenger å produsere og selge i store volum for å kunne nedbetale investeringene. Slike bedrifter er svært sårbare mot variasjon i etterspørselen, og vil deretter være villige til å strekke seg langt for å opprettholde produksjonen. Andre bedrifter som har produkter som er kostbare og vanskelig å lagre over lengre tid, er også typiske eksempler på bedrifter som er villige til å gå langt for å sikre sin egen etterspørsel. Slike markeder har typisk for å bli mer ustabile og konkurransen blir hardere.
- *Produktdifferensiering:* Dette er en faktor som er veldig viktig og som er med på å redusere den fjerde konkurransen. Det vil si at hvis kunder og leverandører er merkebevisste og lojale mot en bedrift og deres tjenester vil deres preferanser ikke likestille alle bedriftene i markedet. Dermed vil enkelte bedrifter kunne selge til en høyere pris og fortsatt bli foretrukket, selv om andre bedrifter tilbyr like bra kvalitet. Dermed kan produktdifferensiering bety at det enkelte aktører er vanskelig å konkurrere mot og det blir hardere å etablere seg på markedet.
- *Strategi:* Som oftest vil bedrifter konkurrere med andre bedrifter som har like krav til lønnsomhet som seg selv. Likevel ser man enkelte ganger at en konkurrent kan være del av en mye større virksomhet som har helt andre krav økonomisk enn de resterende aktørene på konkurransearenaen. Dersom et marked blir av strategiske hensyn sett på som interessante, kan en slik aktør tillate tap for å klare å etablere seg på dette markedet. Andre

scenarioer ved slike aktører er at de kan av strategiske hensyn finne det nødvendig å være en del av en konkurransearena uavhengig om lønnsomheten er god i det eksakte markedet, så lenge deres tilstedeværelse vil kunne gagne hele virksomheten på sikt. Slike forhold vil kunne medføre ustabilitet i markedet fordi enkelte aktører har råd til å implementere strategier som medfører tap.

- *Høye avviklingsbarrierer:* Å avvikle en virksomhet fra en konkurransearena er en prosess som vil kunne innebære en del kostnader. Økonomiske, strategiske og følelsesmessige forhold er med på å avgjøre hvor høy avviklingsbarrieren er for å avvikle en virksomhet. Slike forhold kan vær investeringer i maskineri, eiendom og kompetanse. Det kan også være strategiske årsaker, som frykt for tap av omdømme, merkevare og relasjoner til samarbeidspartnere. Hvis avvikling av en virksomhet vil medføre for store tap av disse kostnadene vil enkelte bedrifter vær villige til å strekke seg langt for å likevel kunne oppretthold sin posisjon på konkurransearenaen, selv om verdiskapningen er dårlig. I slike konkurransearenaer der avviklingsbarrieren er høy, vi det kunne medføre en ustabilitet i konkurranseintensiteten fordi mange aktører er villige til å strekke seg langt for å slippe belastningen som medfører ved avvikling.

Selv om man konkurrerer innenfor et spesifikt marked vil det likevel ikke vær slik at alle innenfor det samme markedet er like store konkurrenter. Hvis vi f. eks bruker et kjøpesenter som et eksempel. Der vil man vanligvis finne en del klesbutikker. Man vil kunne finne klesbutikker med klær for ungdom, med klær for barn, og med klær for damer og herrer. Alle disse butikkene opererer innenfor samme marked. Likevel utgjør de ingen trussel mot hverandre. Det vil si at klesbutikken som selger klær for ungdom konkurrerer mot andre butikker som har tilpasset seg mot samme segment. Dermed snakker vi altså om strategiske grupper innenfor en konkurransearena, der gruppene kan identifiseres på grunnlag av produktutvalg, kundefokus, lokalisering etc. Å kunne identifisere disse gruppene er viktig for å vite hvem som er sine hardeste konkurrenter. Dette for å kunne tilpasse en best mulig markedsstrategi inn mot de viktigste konkurrentene og kundegruppen man ønsker å nå.

Inntrengeranalyse:

Ved å analysere muligheten for nyetablering på en konkurransearena, får man et klarere bilde på hvor enkelt det er for inntrengere å komme inn på markedet.

Desto høyere inngangsbarrieren er for nyetablering på en konkurransearena, desto sterkere styrker det de allerede etablerte aktørene på markedet. Forhold som avgjør hvor høy inngangsbarrieren for nyetablering vil normal være:

- *Skalaøkonomi:* Skalaøkonomi er en stordriftsfordel som eksisterer dersom enhetskostnadene synker ved økende produksjonsvolum. Det betyr at hvis det eksisterer skalaøkonomi innenfor noen aktiviteter på en konkurransearena, vil det kunne bety at store bedrifter favoriseres fordi de lettere kan produsere og markedsføre sine produkter til en billigere penge. Skalafordeler er ikke noe som nødvendigvis bare eksisterer innenfor produksjonsaktiviteter i en bedrift, men kan også oppstå mellom bedrifter i et større konsern. Det vil si at dersom to bedrifter i et konsert eksempelvis deler markedsføringskostnader og dermed reduserer kostnadene for hver enkelt bedrift ved at dette gjøres i stor skala, vil det bety at en inntrenger på konkurransearenaen vil måtte finne noen å øke volum med for å være konkurransedyktig.
- I tillegg til det vi her nå har definert som skalaøkonomi, oppstår det også noe som kalles breddefordeler som er en mulig inngangsbarriere. Breddefordeler kan oppstå hvis eksempelvis to aktiviteter i en bedrift kan dele samme teknologi og kompetanse, og dermed dele kostnadene. Dette kan innebære en stor barriere for inntrengere som ønsker å etablere seg, men som da blir nødt til å satse stort for å bli konkurransedyktig.
- *Produktdifferensiering:* Som nevnt tidligere vil kunders og leverandørers merkebevissthet og lojalitet kunne bety fordeler hos enkelte bedrifter, og derav vanskeligere for andre bedrifter på konkurransearenaen. Hvis man ønsker å etablere seg på et marked der det eksisterer produktdifferensiering vil man f. eks måtte investere stort i reklame, markedsføring og andre kundetiltak for å bevisstgjøre markedet.
- *Kapitalinvesteringer:* Når en ny bedrift skal etablere seg på en konkurransearena, vil det bety en rekke investeringer. Disse investeringen kan variere fra eiendom, anleggsmidler, ansettelse av mye folk etc. Jo større og mer risikable disse investeringene er, desto mer kostbart vil det være å etablere seg på markedet.

- *Byttekostnader:* Byttekostnader vil si kostnader som er forbundet ved bytting av leverandør. Dette vil kunne innebære en inngangsbarriere der en allerede etablert aktør har en fordel, og de nyetablerte må overbevis kunden om at det er verdt å påta seg kostnadene ved å bytte til deres produkter.
- *Distribusjonskanaler:* Et annet etableringshinder for nye aktører på en konkurransearena vil være tilgang på distribusjonskanaler. Noen ganger vil disse distribusjonskanalene være opptatt av konkurrenter, og man blir nødt til å ta til takke med dårligere distribusjon eller bygge opp en helt nye kanal selv. Desto dyrere og vanskeligere det er for nykommere å få tilgang til distribusjon, desto høyere er inngangsbarrieren for å komme inn på markedet.
- Andre forhold som medfører etableringshinder for nykommere på en konkurransearena vil kunne være patenter og lisenser som medfører at teknologi ikke er tilgjengelig for alle, og at nyetablerte dermed må finne andre løsninger for å kunne være med å konkurrere. Andre hindre kan eksempelvis være lokalisering og offentlige organer, der konkurrenter allerede okkuperer de mest gunstige lokasjonene og også har lettere for å få synspunkter gjennom hos offentlige organer som følge av stabil sysselsetting over tid, der nyetablerte ikke har samme forhistorie og troverdighet.

Substituttanalyse:

En substituttanalyse er en analyse som vil gi en oversikt over hvor lett det er for kunder å erstatte tilbud fra bedrifter på en konkurransearena med tilbud fra andre typer bedrifter. Substitutter vil si aktører som tilbyr produkter/ tjenester som kan dekke en kundes behov på en annen måte enn hva bedrifter på konkurransearenaen kan. Eksempelvis kan dette være å leie en film i stedet for å dra på kino. For å vurdere hvor sterk trusselen er fra substitutter har vi en del faktorer som spiller inn:

- *ytelse og pris på substitusjonsmarkedet kontra vår konkurransearena:* For bedrifter på en konkurransearena blir det viktig å følge med på hvor godt kvalitetsmessig substituttproduktet er opp mot pris. Hvis ytelsen på produkter holder høy kvalitet samtidig som prisen er lav, vil dette kunne påvirke lønnsomheten i egen konkurransearena.

- *Byttekostnader:* På lik linje med mulige inntrengere på konkurransearenaen vil byttekostnader også eksistere i forhold til substitutter. Desto høyere og mer kostbar disse byttekostnadene vil bli for kunden ved å velge et substituttsprodukt, desto mindre interessert vil kunden sannsynligvis være i å velge disse produktene. Hvis substituttsproduktet derimot blir mer attraktiv for kunden ved eksempelvis en prisnedgang, vil byttekostnadene kun forsinke prosessen.
- *Produktdifferensiering:* Som nevnt både i konkurrent-og inntrengeranalysen er produktdifferensiering også en faktor i substituttanalysen. Dersom en bedrift har opparbeidet seg lojalitet ovenfor kunder og leverandører, vil denne lojaliteten kunne gjøre trusselen fra substitutter mindre.

Kundeanalyse:

Ved å analysere kundene som opererer på konkurransearenaen ønsker vi å kartlegge hvor sterk forhandlingsmakten til kundene er. En indikator på høy kundemakt vil være dersom det eksisterer få kunder i forhold til bedrifter på markedet. Kunden sitter også med høy forhandlingsmakt dersom det eksisterer lave eller ingen byttekostnader og det er liten grad av produktdifferensiering

Leverandøranalyse:

Ved å analysere leverandørene på en konkurransearena ønsker vi på samme måte som ved kundeanalysen og kartlegge hvor sterk forhandlingsmakten til leverandørene er. Leverandørene sitter med høy forhandlingsmakt dersom det eksisterer få leverandører i forhold til konkurrenter, høye byttekostnader og stor grad av produktdifferensiering. Leverandørene sitter også med gode forhandlingskort dersom leverandørene er i posisjon til å kunne integrere seg selv framover på konkurransearenaen. Et annet forhold som vil kunne gi leverandørene stor makt er dersom deres tjenester er sjeldne og/eller svært viktig for en bedrift

Vedlegg 2: Resultatregnskap 2012

| (Tall i NOK 1 000) | Note | 2012 | 2011 |
|---|-----------|------------------|------------------|
| Driftsinntekter og driftskostnader | | | |
| Salgsinntekter | | 2 709 906 | 2 685 457 |
| Andre driftsinntekter | | 2 472 | 1 847 |
| Sum driftsinntekter | 1 | 2 712 378 | 2 687 303 |
| Vareforbruk | | 691 759 | 708 403 |
| Lønn og sosiale kostnader | 2, 16, 17 | 792 981 | 773 520 |
| Ordinære avskrivninger | 6 | 125 131 | 125 542 |
| Andre innkjøps-, salgs- og adm. kostnader | 17 | 753 834 | 763 597 |
| Sum driftskostnader | | 2 363 705 | 2 371 062 |
| DRIFTSRESULTAT | | 348 674 | 316 241 |
| Finansielle inntekter og kostnader | | | |
| Finansinntekter | 3 | 2 582 | 5 086 |
| Verdiendring urealiserte terminkontrakter | 3 | 110 115 | -42 740 |
| Gevinst realiserte terminkontrakter | 3 | 50 330 | 70 290 |
| Netto agio (Balansejusteringer og vekslinger) | 3 | -21 897 | 2 435 |
| Finanskostnader | 3 | -5 779 | -4 416 |
| Netto finansposter | | 135 351 | 30 655 |
| Ordinært resultat før skattekostnad | | 484 025 | 346 896 |
| Skattekostnad på ordinært resultat | 4 | -148 950 | -103 774 |
| ÅRETS RESULTAT | | 335 075 | 243 121 |
| Resultat per aksje | 13 | 9.10 | 6.60 |
| Utvannet resultat per aksje | 13 | 9.10 | 6.60 |

Resultat per aksje iht. prinsipper for avlagt regnskap tidligere år:

| | | | |
|--------------------|----|------|------|
| Resultat per aksje | 13 | 6.95 | 7.44 |
|--------------------|----|------|------|

Vedlegg 3: Balanse 2012

| (Tall i NOK 1 000) | Note | 2012 | 2011 |
|--|------|------------------|------------------|
| EIENDELER | | | |
| Anleggsmidler | | | |
| Bygninger, tomter m.m. | 6 | 605 188 | 633 214 |
| Maskiner og utstyr | 6 | 244 830 | 257 646 |
| Driftsløsøre, inventar o.l. | 6 | 45 505 | 51 925 |
| Sum driftsmidler | | 895 523 | 942 785 |
| Software og lisenser | 6 | 19 905 | 16 399 |
| Utsatt skattefordel | 4, 8 | 4 351 | 3 508 |
| Sum immaterielle eiendeler | | 24 255 | 19 907 |
| Andre langsiktige fordringer og plasseringer | 7 | 12 882 | 15 855 |
| Sum langsiktige plasseringer | | 12 882 | 15 855 |
| Sum anleggsmidler | | 932 661 | 978 547 |
| Omløpsmidler | | | |
| Varelager | 9 | 315 952 | 264 892 |
| Kundefordringer | 10 | 354 514 | 365 549 |
| Andre kortsiktige fordringer | | 52 374 | 44 711 |
| Verdi av terminkontrakter | 15 | 258 158 | 148 043 |
| Kontanter og bankinnskudd | 11 | 273 335 | 297 368 |
| Sum omløpsmidler | | 1 254 333 | 1 120 562 |
| SUM EIENDELER | | 2 186 993 | 2 099 109 |

| (Tall i NOK 1 000) | Note | 2012 | 2011 |
|--|--------|------------------|------------------|
| EGENKAPITAL OG GJELD | | | |
| Egenkapital | | | |
| Innskutt egenkapital | | | |
| Aksjekapital | 12, 18 | 36 827 | 36 827 |
| Overkursfond | 12 | 386 321 | 386 321 |
| Annen innskutt egenkapital | 12 | 1 983 | 1 983 |
| Sum innskutt egenkapital | | 425 130 | 425 130 |
| Opptjent egenkapital | | | |
| Omregningsdifferanse | 12 | 7 956 | 19 841 |
| Annen egenkapital | 12 | 1 271 618 | 1 212 896 |
| Sum opptjent egenkapital | | 1 279 574 | 1 232 736 |
| Sum egenkapital | | 1 704 704 | 1 657 867 |
| Forpliktelser og langsiktig gjeld | | | |
| Langsiktig pensjonsforpliktelse | 16 | 12 932 | 16 626 |
| Utsatt skatt | 4, 8 | 65 309 | 40 484 |
| Sum langsiktig gjeld | | 78 242 | 57 110 |
| Kortsiktig gjeld | | | |
| Leverandørgjeld | | 95 336 | 93 505 |
| Skyldige offentlige avgifter | | 37 137 | 38 338 |
| Betalbar skatt | 5 | 86 512 | 71 357 |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 14 | 0 | 0 |
| Annen kortsiktig gjeld | 16 | 185 062 | 180 933 |
| Sum kortsiktig gjeld | | 404 047 | 384 133 |
| SUM EGENKAPITAL OG GJELD | | 2 186 993 | 2 099 109 |
| Pantstillelser for konserngjeld | 14 | 0 | 0 |

Vedlegg 4: Tallmateriale og beregning av beta

| Ekornes | | | OSEAX | | | | |
|--------------|-----------|-------------|--------------|-----------|-------------|--|------------|
| Date | Adj Close | Returns | Date | Adj Close | Returns | | Beta |
| Mai 1, 2013 | 92 | -0,03916449 | Mai 1, 2013 | 539,84 | 0,04169963 | | 0,49350887 |
| Apr 24, 2013 | 95,75 | 0,01322751 | Apr 24, 2013 | 518,23 | 0,03373095 | | |
| Apr 17, 2013 | 94,5 | 0 | Apr 17, 2013 | 501,32 | -0,02398567 | | Kovarians |
| Apr 10, 2013 | 94,5 | 0,00265252 | Apr 10, 2013 | 513,64 | -0,01599648 | | 0,00047997 |
| Apr 3, 2013 | 94,25 | 0,00265957 | Apr 3, 2013 | 521,99 | 0,00624578 | | |
| Mar 27, 2013 | 94 | 0,01075269 | Mar 27, 2013 | 518,75 | -0,0092628 | | Varians |
| Mar 20, 2013 | 93 | -0,02617801 | Mar 20, 2013 | 523,6 | -0,00840845 | | 0,00097256 |
| Mar 13, 2013 | 95,5 | -0,0255102 | Mar 13, 2013 | 528,04 | 0,00550319 | | |
| Mar 6, 2013 | 98 | -0,01010101 | Mar 6, 2013 | 525,15 | 0,00976792 | | |
| Feb 27, 2013 | 99 | -0,00502513 | Feb 27, 2013 | 520,07 | -0,0049935 | | |
| Feb 20, 2013 | 99,5 | -0,04326923 | Feb 20, 2013 | 522,68 | 0,00703235 | | |
| Feb 13, 2013 | 104 | 0,05316456 | Feb 13, 2013 | 519,03 | 0,00382942 | | |
| Feb 6, 2013 | 98,75 | 0,02067183 | Feb 6, 2013 | 517,05 | 0,00092921 | | |
| Jan 30, 2013 | 96,75 | 0,01044386 | Jan 30, 2013 | 516,57 | 0,00615492 | | |
| Jan 23, 2013 | 95,75 | 0,04076087 | Jan 23, 2013 | 513,41 | 0,01268295 | | |
| Jan 16, 2013 | 92 | 0,01098901 | Jan 16, 2013 | 506,98 | 0,0072517 | | |
| Jan 9, 2013 | 91 | -0,02150538 | Jan 9, 2013 | 503,33 | 0,00481115 | | |
| Jan 2, 2013 | 93 | 0,03333333 | Jan 2, 2013 | 500,92 | 0,01216407 | | |
| Des 26, 2012 | 90 | 0,01694915 | Des 26, 2012 | 494,9 | 0,00767618 | | |
| Des 19, 2012 | 88,5 | 0,03508772 | Des 19, 2012 | 491,13 | 0,00328894 | | |
| Des 12, 2012 | 85,5 | 0,00884956 | Des 12, 2012 | 489,52 | 0,0164874 | | |
| Des 5, 2012 | 84,75 | -0,04775281 | Des 5, 2012 | 481,58 | -0,00882952 | | |
| Nov 28, 2012 | 89 | -0,01111111 | Nov 28, 2012 | 485,87 | 0,00496411 | | |
| Nov 21, 2012 | 90 | -0,05263158 | Nov 21, 2012 | 483,47 | 0,01449975 | | |
| Nov 14, 2012 | 95 | -0,0052356 | Nov 14, 2012 | 476,56 | -0,02105544 | | |
| Nov 7, 2012 | 95,5 | 0,09770115 | Nov 7, 2012 | 486,81 | -0,0021318 | | |
| Okt 31, 2012 | 87 | -0,02521008 | Okt 31, 2012 | 487,85 | 0,01512755 | | |
| Okt 24, 2012 | 89,25 | 0,01420455 | Okt 24, 2012 | 480,58 | -0,03660492 | | |
| Okt 17, 2012 | 88 | -0,01123596 | Okt 17, 2012 | 498,84 | 0,00245167 | | |
| Okt 10, 2012 | 89 | 0,05637982 | Okt 10, 2012 | 497,62 | -0,0039233 | | |
| Okt 3, 2012 | 84,25 | 0,053125 | Okt 3, 2012 | 499,58 | 0,00851906 | | |
| Sep 26, 2012 | 80 | -0,01840491 | Sep 26, 2012 | 495,36 | -0,01647937 | | |
| Sep 19, 2012 | 81,5 | 0,01875 | Sep 19, 2012 | 503,66 | 0,01442095 | | |

| | | | | | |
|--------------|--------|-------------|--------------|--------|-------------|
| Sep 19, 2012 | 81,5 | 0,01875 | Sep 19, 2012 | 503,66 | 0,01442095 |
| Sep 12, 2012 | 80 | 0 | Sep 12, 2012 | 496,5 | 0,02576287 |
| Sep 5, 2012 | 80 | -0,06705539 | Sep 5, 2012 | 484,03 | -0,00474976 |
| Aug 29, 2012 | 85,75 | 0,00882353 | Aug 29, 2012 | 486,34 | -0,00350374 |
| Aug 22, 2012 | 85 | -0,03409091 | Aug 22, 2012 | 488,05 | 0,0017241 |
| Aug 15, 2012 | 88 | 0,07317073 | Aug 15, 2012 | 487,21 | 0,01356384 |
| Aug 8, 2012 | 82 | -0,02380952 | Aug 8, 2012 | 480,69 | 0,01593575 |
| Aug 1, 2012 | 84 | 0,03384615 | Aug 1, 2012 | 473,15 | 0,0240677 |
| Jul 25, 2012 | 81,25 | -0,06609195 | Jul 25, 2012 | 462,03 | -0,02638289 |
| Jul 18, 2012 | 87 | 0,05454545 | Jul 18, 2012 | 474,55 | 0,02479107 |
| Jul 11, 2012 | 82,5 | -0,0060241 | Jul 11, 2012 | 463,07 | -0,00583954 |
| Jul 4, 2012 | 83 | 0,01219512 | Jul 4, 2012 | 465,79 | 0,04943111 |
| Jun 27, 2012 | 82 | -0,00906344 | Jun 27, 2012 | 443,85 | -0,01872568 |
| Jun 20, 2012 | 82,75 | -0,02647059 | Jun 20, 2012 | 452,32 | 0,0429329 |
| Jun 13, 2012 | 85 | -0,06593407 | Jun 13, 2012 | 433,7 | -0,00977214 |
| Jun 6, 2012 | 91 | -0,01355014 | Jun 6, 2012 | 437,98 | -0,00551759 |
| Mai 30, 2012 | 92,25 | 0,00271739 | Mai 30, 2012 | 440,41 | -0,00102073 |
| Mai 23, 2012 | 92 | 0,04545455 | Mai 23, 2012 | 440,86 | -0,03258651 |
| Mai 16, 2012 | 88 | -0,02428207 | Mai 16, 2012 | 455,71 | -0,00170869 |
| Mai 9, 2012 | 90,19 | -0,02041925 | Mai 9, 2012 | 456,49 | -0,03722529 |
| Mai 2, 2012 | 92,07 | 0,10727601 | Mai 2, 2012 | 474,14 | -0,00162136 |
| Apr 25, 2012 | 83,15 | -0,02748538 | Apr 25, 2012 | 474,91 | -0,00283459 |
| Apr 18, 2012 | 85,5 | -0,04703522 | Apr 18, 2012 | 476,26 | 0,02359869 |
| Apr 11, 2012 | 89,72 | -0,02552406 | Apr 11, 2012 | 465,28 | -0,02379254 |
| Apr 4, 2012 | 92,07 | -0,02971862 | Apr 4, 2012 | 476,62 | -0,01216606 |
| Mar 28, 2012 | 94,89 | -0,00980904 | Mar 28, 2012 | 482,49 | -0,00443628 |
| Mar 21, 2012 | 95,83 | -0,04675221 | Mar 21, 2012 | 484,64 | -0,01343539 |
| Mar 14, 2012 | 100,53 | 0 | Mar 14, 2012 | 491,24 | 0,0359342 |
| Mar 7, 2012 | 100,53 | -0,01835758 | Mar 7, 2012 | 474,2 | 0,04460844 |
| Feb 29, 2012 | 102,41 | 0,00926382 | Feb 29, 2012 | 453,95 | -0,05827317 |
| Feb 22, 2012 | 101,47 | -0,05256769 | Feb 22, 2012 | 482,04 | 0,02333086 |
| Feb 15, 2012 | 107,1 | -0,00870048 | Feb 15, 2012 | 471,05 | 0,01062004 |
| Feb 8, 2012 | 108,04 | 0,02670341 | Feb 8, 2012 | 466,1 | 0,0146505 |
| Feb 1, 2012 | 105,23 | -0,00444655 | Feb 1, 2012 | 459,37 | 0,02166226 |
| Jan 25, 2012 | 105,7 | 0,00897289 | Jan 25, 2012 | 449,63 | -0,0032808 |

| | | | | | |
|--------------|--------|-------------|--------------|--------|-------------|
| Jan 18, 2012 | 104,76 | 0,13782991 | Jan 18, 2012 | 451,11 | 0,00117626 |
| Jan 11, 2012 | 92,07 | 0,005131 | Jan 11, 2012 | 450,58 | 0,00367541 |
| Jan 4, 2012 | 91,6 | -0,00510481 | Jan 4, 2012 | 448,93 | 0,02748787 |
| Des 28, 2011 | 92,07 | 0,10105238 | Des 28, 2011 | 436,92 | 0,02010226 |
| Des 21, 2011 | 83,62 | 0,05955398 | Des 21, 2011 | 428,31 | 0,0351403 |
| Des 14, 2011 | 78,92 | -0,0117706 | Des 14, 2011 | 413,77 | -0,04937279 |
| Des 7, 2011 | 79,86 | 0,02410875 | Des 7, 2011 | 435,26 | -0,00341156 |
| Nov 30, 2011 | 77,98 | 0,01220145 | Nov 30, 2011 | 436,75 | 0,08447347 |
| Nov 23, 2011 | 77,04 | -0,10874595 | Nov 23, 2011 | 402,73 | -0,08899043 |
| Nov 16, 2011 | 86,44 | -0,14015717 | Nov 16, 2011 | 442,07 | 0,01190285 |
| Nov 9, 2011 | 100,53 | 0,04904518 | Nov 9, 2011 | 436,87 | 0,02041436 |
| Nov 2, 2011 | 95,83 | -0,01924061 | Nov 2, 2011 | 428,13 | -0,01829814 |
| Okt 26, 2011 | 97,71 | -0,0188774 | Okt 26, 2011 | 436,11 | 0,04088501 |
| Okt 19, 2011 | 99,59 | -0,09783495 | Okt 19, 2011 | 418,98 | -0,01251503 |
| Okt 12, 2011 | 110,39 | 0,1749867 | Okt 12, 2011 | 424,29 | 0,09593181 |
| Okt 5, 2011 | 93,95 | -0,01478607 | Okt 5, 2011 | 387,15 | -0,01942657 |
| Sep 28, 2011 | 95,36 | 0,01500798 | Sep 28, 2011 | 394,82 | -0,04165251 |
| Sep 21, 2011 | 93,95 | 0,02565502 | Sep 21, 2011 | 411,98 | 0,01577987 |
| Sep 14, 2011 | 91,6 | -0,03942953 | Sep 14, 2011 | 405,58 | -0,01853644 |
| Sep 7, 2011 | 95,36 | 0,0049531 | Sep 7, 2011 | 413,24 | -0,03597257 |
| Aug 31, 2011 | 94,89 | 0 | Aug 31, 2011 | 428,66 | 0,04033589 |
| Aug 24, 2011 | 94,89 | -0,05610266 | Aug 24, 2011 | 412,04 | -0,03442458 |
| Aug 17, 2011 | 100,53 | -0,02728592 | Aug 17, 2011 | 426,73 | 0,09766951 |
| Aug 10, 2011 | 103,35 | -0,05977074 | Aug 10, 2011 | 388,76 | -0,12100932 |
| Aug 3, 2011 | 109,92 | -0,0250133 | Aug 3, 2011 | 442,28 | -0,05707281 |
| Jul 27, 2011 | 112,74 | -0,03227468 | Jul 27, 2011 | 469,05 | -0,0024882 |
| Jul 20, 2011 | 116,5 | 0,07830433 | Jul 20, 2011 | 470,22 | 0,00491537 |
| Jul 13, 2011 | 108,04 | -0,02543749 | Jul 13, 2011 | 467,92 | -0,01654091 |
| Jul 6, 2011 | 110,86 | -0,03280405 | Jul 6, 2011 | 475,79 | 0,01797214 |
| Jun 29, 2011 | 114,62 | 0,01245473 | Jun 29, 2011 | 467,39 | 0,00693711 |
| Jun 22, 2011 | 113,21 | -0,03601839 | Jun 22, 2011 | 464,17 | 0,00112154 |
| Jun 15, 2011 | 117,44 | -0,06017926 | Jun 15, 2011 | 463,65 | -0,02022315 |
| Jun 8, 2011 | 124,96 | -0,02199264 | Jun 8, 2011 | 473,22 | -0,02233333 |
| Jun 3, 2011 | 127,77 | 0,03023706 | Jun 3, 2011 | 484,03 | 0,00696929 |
| Mai 24, 2011 | 124,02 | -0,05371586 | Mai 24, 2011 | 480,68 | -0,01421218 |

| | | | | | |
|--------------|--------|-------------|--------------|--------|-------------|
| Mai 18, 2011 | 131,06 | -0,02448828 | Mai 18, 2011 | 487,61 | -0,00420691 |
| Mai 11, 2011 | 134,35 | 0,00336072 | Mai 11, 2011 | 489,67 | 0,01075424 |
| Mai 4, 2011 | 133,9 | 0,00676692 | Mai 4, 2011 | 484,46 | -0,03073106 |
| Apr 27, 2011 | 133 | 0 | Apr 27, 2011 | 499,82 | 0,00381587 |
| Apr 20, 2011 | 133 | -0,00672143 | Apr 20, 2011 | 497,92 | -0,0089172 |
| Apr 13, 2011 | 133,9 | -0,01976574 | Apr 13, 2011 | 502,4 | -0,02180685 |
| Apr 6, 2011 | 136,6 | 0,01335312 | Apr 6, 2011 | 513,6 | 0,02457708 |
| Mar 30, 2011 | 134,8 | 0,02392708 | Mar 30, 2011 | 501,28 | 0,01362883 |
| Mar 23, 2011 | 131,65 | 0,08514672 | Mar 23, 2011 | 494,54 | 0,04153153 |
| Mar 16, 2011 | 121,32 | -0,06898933 | Mar 16, 2011 | 474,82 | -0,04485838 |
| Mar 9, 2011 | 130,31 | 0 | Mar 9, 2011 | 497,12 | 0,00505439 |
| Mar 2, 2011 | 130,31 | -0,00678354 | Mar 2, 2011 | 494,62 | 0,01468838 |
| Feb 23, 2011 | 131,2 | 0,0103188 | Feb 23, 2011 | 487,46 | -0,01505324 |
| Feb 16, 2011 | 129,86 | 0,0321914 | Feb 16, 2011 | 494,91 | 0,01674336 |
| Feb 9, 2011 | 125,81 | -0,02442618 | Feb 9, 2011 | 486,76 | -0,01789641 |
| Feb 2, 2011 | 128,96 | 0,01775708 | Feb 2, 2011 | 495,63 | 0,03812077 |
| Jan 26, 2011 | 126,71 | -0,02762643 | Jan 26, 2011 | 477,43 | -0,01335014 |
| Jan19, 2011 | 130,31 | -0,06446981 | Jan19, 2011 | 483,89 | -0,01917503 |
| Jan 12, 2011 | 139,29 | 0 | Jan 12, 2011 | 493,35 | 0,01301821 |
| Jan 5, 2011 | 139,29 | -0,01589657 | Jan 5, 2011 | 487,01 | -0,00145575 |
| Des 29, 2010 | 141,54 | 0 | Des 29, 2010 | 487,72 | 0,00799835 |
| Des22, 2010 | 141,54 | 0,06782346 | Des22, 201 | 483,85 | 0,04336482 |
| Des 15,2010 | 132,55 | 0,0460895 | Des 15,2010 | 463,74 | -0,00337409 |
| Des 8, 2010 | 126,71 | 0,00715364 | Des 8, 2010 | 465,31 | 0,03376952 |
| Des 1, 2010 | 125,81 | -0,05084874 | Des 1, 2010 | 450,11 | 0,00957743 |
| Nov 24, 2010 | 132,55 | 0,03143724 | Nov 24, 2010 | 445,84 | -0,0004708 |
| Nov 17, 2010 | 128,51 | -0,11176389 | Nov 17, 2010 | 446,05 | -0,0171863 |
| Nov 10, 2010 | 144,68 | -0,01228837 | Nov 10, 2010 | 453,85 | 0,0220926 |
| Nov 3, 2010 | 146,48 | 0,07943994 | Nov 3, 2010 | 444,04 | 0,00748741 |
| Okt27, 2010 | 135,7 | -0,01623894 | Okt27, 2010 | 440,74 | 0,00749783 |
| Okt 20, 2010 | 137,94 | 0,00980966 | Okt 20, 2010 | 437,46 | -0,00187095 |
| Okt 13, 2010 | 136,6 | 0,05555985 | Okt 13, 2010 | 438,28 | 0,01682017 |
| Okt 6, 2010 | 129,41 | -0,01364329 | Okt 6, 2010 | 431,03 | 0,01936903 |
| Sep 29, 2010 | 131,2 | 0,05035626 | Sep 29, 2010 | 422,84 | 0,01056355 |
| Sep 22. 2010 | 124,91 | -0,05442846 | Sep 22. 2010 | 418,42 | 0,0024437 |

| | | | | | |
|--------------|--------|-------------|--------------|--------|-------------|
| Sep 15, 2010 | 132,1 | 0,01032505 | Sep 15, 2010 | 417,4 | 0,014683 |
| Sep 8, 2010 | 130,75 | -0,00342988 | Sep 8, 2010 | 411,36 | 0,00947239 |
| Sep 1, 2010 | 131,2 | 0,06562703 | Sep 1, 2010 | 407,5 | 0,04831241 |
| Aug 25, 2010 | 123,12 | -0,00364166 | Aug 25, 2010 | 388,72 | -0,05609247 |
| Aug 18, 2010 | 123,57 | 0,00365497 | Aug 18, 2010 | 411,82 | 0,01591139 |
| Aug 11, 2010 | 123,12 | 0,00736377 | Aug 11, 2010 | 405,37 | -0,03455749 |
| Aug 4, 2010 | 122,22 | 0 | Aug 4, 2010 | 419,88 | 0,01319949 |
| Jul 28, 2010 | 122,22 | 0,01875469 | Jul 28, 2010 | 414,41 | 0,03395709 |
| Jul 21, 2010 | 119,97 | 0,01523229 | Jul 21, 2010 | 400,8 | -0,00688835 |
| Jul 14, 2010 | 118,17 | -0,0186846 | Jul 14, 2010 | 403,58 | 0,02613781 |
| Jul 7, 2010 | 120,42 | 0,04685734 | Jul 7, 2010 | 393,3 | 0,03753924 |
| Jun 30, 2010 | 115,03 | -0,05535025 | Jun 30, 2010 | 379,07 | -0,07649767 |
| Jun 23, 2010 | 121,77 | -0,03211191 | Jun 23, 2010 | 410,47 | -0,00945969 |
| Jun 16, 2010 | 125,81 | 0,0218486 | Jun 16, 2010 | 414,39 | 0,03143668 |
| Jun 9, 2010 | 123,12 | 0,05383891 | Jun 9, 2010 | 401,76 | 0,00580813 |
| Jun 2, 2010 | 116,83 | -0,03700956 | Jun 2, 2010 | 399,44 | 0,00718626 |
| Mai26, 2010 | 121,32 | 0,05057153 | Mai26, 2010 | 396,59 | -0,00738349 |
| Mai 19, 2010 | 115,48 | -0,02647108 | Mai 19, 2010 | 399,54 | -0,06034807 |
| Mai 12, 2010 | 118,62 | 0,03228614 | Mai 12, 2010 | 425,2 | 0,01834555 |
| Mai 5, 2010 | 114,91 | 0 | Mai 5, 2010 | 417,54 | -0,03239711 |
| Apr 28, 2010 | 114,91 | -0,03623249 | Apr 28, 2010 | 431,52 | -0,01654588 |
| Apr 21, 2010 | 119,23 | 0,02229272 | Apr 21, 2010 | 438,78 | 0,00050164 |
| Apr 14, 2010 | 116,63 | 0,01496824 | Apr 14, 2010 | 438,56 | 0,0102974 |
| Apr 7, 2010 | 114,91 | 0,03104531 | Apr 7, 2010 | 434,09 | 0,02083578 |
| Mar 31, 2010 | 111,45 | -0,00765738 | Mar 31, 2010 | 425,23 | 0,00829915 |
| Mar 24, 2010 | 112,31 | -0,04417021 | Mar 24, 2010 | 421,73 | 0,00687597 |
| Mar 17, 2010 | 117,5 | 0,00745949 | Mar 17, 2010 | 418,85 | -0,00427909 |
| Mar 10, 2010 | 116,63 | -0,02532174 | Mar 10, 2010 | 420,65 | 0,0253254 |
| Mar 3, 2010 | 119,66 | -0,01066556 | Mar 3, 2010 | 410,26 | 0,02649686 |
| Feb 24, 2010 | 120,95 | 0,10235144 | Feb 24, 2010 | 399,67 | 0,00880913 |
| Feb 17, 2010 | 109,72 | 0,06721136 | Feb 17, 2010 | 396,18 | 0,01858851 |
| Feb 10, 2010 | 102,81 | -0,07034994 | Feb 10, 2010 | 388,95 | -0,0620026 |
| Feb 3, 2010 | 110,59 | 0,04065117 | Feb 3, 2010 | 414,66 | 0,0321858 |
| Jan 27, 2010 | 106,27 | 0,01654869 | Jan 27, 2010 | 401,73 | -0,05712676 |
| Jan 13, 2010 | 104,54 | 0,00839201 | Jan 13, 2010 | 426,07 | -0,00622755 |

| | | | | | |
|--------------|--------|-------------|--------------|--------|-------------|
| Jan 6, 2010 | 103,67 | 0 | Jan 6, 2010 | 428,74 | 0,02059083 |
| Des 30, 2009 | 103,67 | 0 | Des 30, 2009 | 420,09 | 0,00217091 |
| Des 23, 2009 | 103,67 | -0,09093301 | Des 23, 2009 | 419,18 | 0,00217563 |
| Des 16, 2009 | 114,04 | 0,05602371 | Des 16, 2009 | 418,27 | 0,03670748 |
| Des 9, 2009 | 107,99 | 0,02877012 | Des 9, 2009 | 403,46 | -0,00554583 |
| Des 2, 2009 | 104,97 | -0,02016242 | Des 2, 2009 | 405,71 | -0,00855307 |
| Nov 25, 2009 | 107,13 | 0,00809259 | Nov 25, 2009 | 409,21 | 0,00454144 |
| Nov18, 2009 | 106,27 | 0,02507958 | Nov18, 2009 | 407,36 | 0,02910267 |
| Nov 11, 2009 | 103,67 | 0,15381191 | Nov 11, 2009 | 395,84 | 0,02567823 |
| Nov 4, 2009 | 89,85 | 0,01963232 | Nov 4, 2009 | 385,93 | 0,02534605 |
| Okt 28, 2009 | 88,12 | 0 | Okt 28, 2009 | 376,39 | -0,05477147 |
| Okt 21, 2009 | 88,12 | 0 | Okt 21, 2009 | 398,2 | 0,01784162 |
| Okt 14, 2009 | 88,12 | 0,03548766 | Okt 14, 2009 | 391,22 | 0,04870661 |
| Okt 7, 2009 | 85,1 | -0,00502748 | Okt 7, 2009 | 373,05 | 0,00598657 |
| Sep 30, 2009 | 85,53 | -0,01982581 | Sep 30, 2009 | 370,83 | -0,0018035 |
| Sep 23, 2009 | 87,26 | -0,02415567 | Sep 23, 2009 | 371,5 | -0,00064561 |
| Sep 16, 2009 | 89,42 | 0,08374742 | Sep 16, 2009 | 371,74 | 0,0288387 |
| Sep 9, 2009 | 82,51 | 0,00523879 | Sep 9, 2009 | 361,32 | 0,05513375 |
| Sep 2, 2009 | 82,08 | 0,06749902 | Sep 2, 2009 | 342,44 | -0,04471783 |
| Aug 26, 2009 | 76,89 | 0,04399185 | Aug 26, 2009 | 358,47 | 0,03793034 |
| Aug 19, 2009 | 73,65 | -0,03675124 | Aug 19, 2009 | 345,37 | -0,01547891 |
| Aug 12, 2009 | 76,46 | -0,0055924 | Aug 12, 2009 | 350,8 | -0,00357894 |
| Aug 5, 2009 | 76,89 | 0,01424614 | Aug 5, 2009 | 352,06 | 0,04326439 |
| Jul 29, 2009 | 75,81 | 0,00864822 | Jul 29, 2009 | 337,46 | -0,01574987 |
| Jul 22, 2009 | 75,16 | 0 | Jul 22, 2009 | 342,86 | 0,03768046 |
| Jul 15, 2009 | 75,16 | 0,0115747 | Jul 15, 2009 | 330,41 | 0,05404026 |
| Jul 8, 2009 | 74,3 | 0,01171024 | Jul 8, 2009 | 313,47 | -0,07339639 |
| Jul 1, 2009 | 73,44 | 0,03670243 | Jul 1, 2009 | 338,3 | 0,02836125 |
| Jun 24, 2009 | 70,84 | -0,09400179 | Jun 24, 2009 | 328,97 | -0,02423326 |
| Jun 17, 2009 | 78,19 | 0,11731923 | Jun 17, 2009 | 337,14 | -0,05332322 |
| Jun 10, 2009 | 69,98 | -0,06356216 | Jun 10, 2009 | 356,13 | 0,03613511 |
| Jun 3, 2009 | 74,73 | -0,03896605 | Jun 3, 2009 | 343,71 | 0,02688895 |
| Mai 27, 2009 | 77,76 | -0,01093869 | Mai 27, 2009 | 334,71 | -0,01691779 |
| Mai 20, 2009 | 78,62 | 0,0217024 | Mai 20, 2009 | 340,47 | 0,05686792 |
| Mai 13, 2009 | 76,95 | 0,02778149 | Mai 13, 2009 | 322,15 | 0,02188739 |

| | | | | | |
|--------------|-------|-------------|--------------|--------|-------------|
| Mai 6, 2009 | 74,87 | 0,12501878 | Mai 6, 2009 | 315,25 | 0,06864407 |
| Apr 29, 2009 | 66,55 | 0,08105913 | Apr 29, 2009 | 295 | 0,0424765 |
| Apr 22, 2009 | 61,56 | 0,10441335 | Apr 22, 2009 | 282,98 | 0,02674068 |
| Apr 15, 2009 | 55,74 | 0,03490531 | Apr 15, 2009 | 275,61 | 0,04982288 |
| Apr 8, 2009 | 53,86 | 0,01968951 | Apr 8, 2009 | 262,53 | -0,03125461 |
| Apr 1, 2009 | 52,82 | -0,00396002 | Apr 1, 2009 | 271 | -0,02024584 |
| Mar 25, 2009 | 53,03 | 0,05364594 | Mar 25, 2009 | 276,6 | 0,09440532 |
| Mar 18, 2009 | 50,33 | 0,00841515 | Mar 18, 2009 | 252,74 | -0,00597813 |
| Mar 11, 2009 | 49,91 | -0,03237689 | Mar 11, 2009 | 254,26 | -0,00051103 |
| Mar 4, 2009 | 51,58 | -0,01583667 | Mar 4, 2009 | 254,39 | 0,00106249 |
| Feb 25, 2009 | 52,41 | 0,02865554 | Feb 25, 2009 | 254,12 | -0,04602448 |
| Feb 18, 2009 | 50,95 | 0,02083751 | Feb 18, 2009 | 266,38 | -0,06355902 |
| Feb 11, 2009 | 49,91 | -0,04770082 | Feb 11, 2009 | 284,46 | 0,04041549 |
| Feb 4, 2009 | 52,41 | -0,05974166 | Feb 4, 2009 | 273,41 | -0,03275905 |
| Jan 28, 2009 | 55,74 | -0,03929679 | Jan 28, 2009 | 282,67 | 0,04198614 |
| Jan 21, 2009 | 58,02 | -0,04462374 | Jan 21, 2009 | 271,28 | 0,01992631 |
| Jan 14, 2009 | 60,73 | -0,01348278 | Jan 14, 2009 | 265,98 | -0,06765283 |
| Jan 7, 2009 | 61,56 | 0,10441335 | Jan 7, 2009 | 285,28 | 0,05581051 |
| Jan 1, 2009 | 55,74 | | Jan 1, 2009 | 270,2 | |