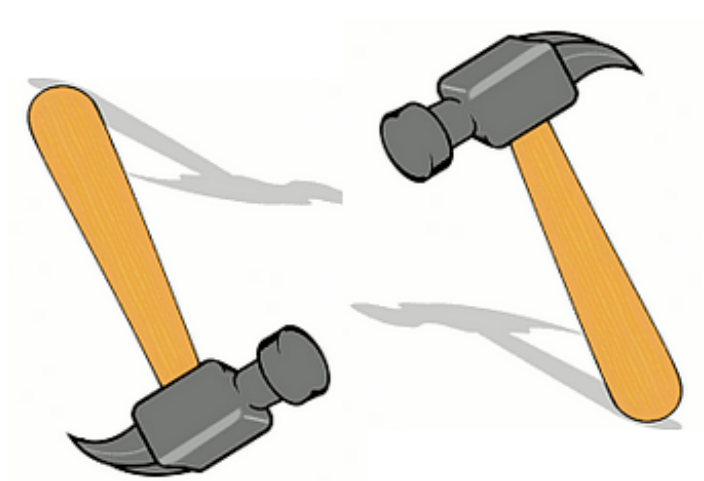


Trond Martin Dalseth
Espen Byberg Fosse
Nedzad Susic

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

- Verdivurdering av Rundtom Møbelfabrikk AS -



BTH 95031 Økonomistyring og investeringsanalyse

Utleveringsdato:
01.01.2013

Innleveringsdato:
06.06.2013

Stuedsted:
BI Trondheim

Forord

Først og fremst vil vi takke Handelshøyskolen BI for tre fine år. Her har vi tilegnet oss god kunnskap og kompetanse. Vi har hatt tre svært spennende år, med mange tøffe eksamensperioder.

Vi vil spesielt takke vår veileder for gode råd og motiverende veiledning. Vi vil også takke Rundtom Møbelfabrikk AS for at vi fikk lov å skrive om bedrift deres, samt hjelp vi fikk med alt fra informasjon til veiledning. En stor takk rettes også til Snøhetta regnskap som ytte god hjelp med tidligere regnskap og gode råd.

God Lesing

Trond Martin Dalseth

Espen Fosse

Nedzad Sisic

Innholdsfortegnelse

Table of Contents

Forord	i
Innholdsfortegnelse	ii
Sammendrag	vi
1.0 Tema – Valg av oppgave	1
1.1 Valg av bedrift.....	2
1.2 Problemstilling.....	2
2.0 Presentasjon av bedriften	2
3.0 Teori og metode for situasjonsanalysen	4
3.1 Intern analyse	4
3.2 Eksterne analyser	5
3.2.1 Porters Five Forces	5
3.2.2 PESTEL-analyse	6
3.3 SWOT-analyse	7
4.0 Internanalyse	7
4.1 Ressursanalyse	7
4.1.1 Styrker	7
4.1.2 Svakheter	8
4.2 VRIO-analyse	9
5.0 Ekstern analyse	10
5.1 PESTEL-Analyse.....	10
5.1.2 Introduksjon til markedet.....	10
5.1.3 Politiske forhold	10
5.1.4 Økonomiske forhold	11
5.1.5 Sosiokulturelle forhold.....	12
5.1.6 Teknologisk	13
5.1.7 Samfunnsmessige forhold	13
5.1.8 Legale forhold.....	14
5.2 Porters fem bransjekrefter (Five Forces)	14

5.2.1 Konkurrenter	14
5.2.2 Inntrengere	15
5.2.3 Substitutter	15
5.2.4 Leverandører	16
5.2.5 Kunder	16
5.3 Konklusjon	17
6.0 SWOT-analyse	17
7.0 Verdsettelsesmodeller	18
7.1 Free cash flow	18
7.2 FCFE	18
7.2.1 CAPM	19
7.3 FCFE	22
7.3.1 WACC	22
7.4 Multiplikator modellen	23
8.0 Analyse	23
8.1 CAPM	23
8.1.1 Beregning av beta	23
8.1.2 Risikofri rente	24
8.1.3 Markedets risikopremie	25
8.1.4 Likviditetspremie	26
8.1.5 Small stock premium	26
8.1.6 CAPM - Utrekning	26
8.2 WACC	26
8.2.1 Kostnaden av gjeld	27
8.2.2 Markedsverdi av gjeld	27
8.2.3 WACC - utregning	28
8.3 Resultatregnskap og forutsetninger	28
8.3.1 Budsjettperiode	28
8.3.2 Vekst	29
8.3.3 Sum driftsinntekter	29
8.3.4 Varekostnader	30
8.3.5 Lønnskostnader	30
8.3.6 Investeringsaktiviteter	31
8.3.7 Avskrivinger	32
8.3.8 Andre driftskostnader	33

8.3.9	Finansinntekter.....	33
8.3.10	Finanskostnader	34
8.3.11	Skattekostnad	34
8.3.12	Utbytte.....	34
8.4	BALANSE	35
8.4.1	EIENDELER.....	35
8.4.2	Egenkapital og gjeld.....	36
8.4.2.2.1	<i>Kortsiktig gjeld</i> Utbytte.....	38
9.0	Verdivurdering.....	40
9.1	Endring arbeidskapital.....	40
9.2	FCFE.....	40
9.2.1	Terminalverdi FCFE.....	40
9.2.3	Nåverdi FCFE	41
9.3	FCFF	41
9.3.1	Rentekostnad som inntekt.....	41
9.2.2	Terminal verdi FCFF	42
9.2.3	Nåverdi FCFF.....	42
9.3	Sensitivitetsanalyse	43
9.3	Multiplikator modellen	44
10.0	Simulering	46
10.1	Monte Carlo	46
10.1.1	Variierende verdier	46
10.1.2	Standardavvik.....	47
10.2	Resultat.....	48
11.0	Argumentasjon og kritikk av oppgaven	49
12.0	Konklusjon	51
13.0	Kilder.....	52
13.1	Bøker	52
13.2	Artikler	52
13.3	Nettsteder	52
	<i>Intervju av Jack Schwager: market sense and nonsense 2012, hentet: mar. 2013 ...</i>	52
	Dagens næringsliv.....	53
	Proff.no	53
14.0	Vedlegg.....	55

Vedlegg 1: historiske resultatregnskap og balanse	55
Vedlegg 2: Proforma modell.....	61
Vedlegg 3: Gjeld-investeringer-avskrivning.....	65
Vedlegg 4: Sensitivitets analyse	68
Vedlegg 5: simulering:.....	70
Vedlegg 6: diverse utregninger:.....	73
Vedlegg 7: avskrivninger.....	74
Vedlegg 8: resultat og balanse oversikt	77

Sammendrag

I denne oppgaven har vi i gruppa anvendt modeller for å verdsette egenkapitalen til Rundtom Møbelfabrikk AS.

Vi begynte prosessen med å analysere bedriften internt og eksternt. For internanalysen utførte vi en ressursanalyse og en VRIO-analyse.

Til eksternanalysen brukte vi PESTEL-analyse, og Porters analyse av de fem bransjekreftene. Til slutt summerte vi opp dette i en SWOT-analyse.

Videre begynte vi å se på hvilke metode vi skulle bruke til verdsettingen. Her kom vi frem til at vi skulle legge mest vekt på metoden FCFE, som regner nåverdien av egenkapitalen ut ifra kontantstrømmen til egenkapitalen.

Vi brukte også metoden FCFF, som regner nåverdien av egenkapitalen ut ifra kontantstrømmen til totalkapitalen, og i tillegg så vi på multiplikator-modellen.

De to sistnevnte metodene var for å vurdere resultatet vi oppnådde i FCFE-modellen.

Vi brukte mye tid på å komme frem til både avkastningskravene og terminalverdien, siden disse ga store utslag på nåverdien til egenkapitalen.

Når vi hadde kommet frem til disse resultatene utførte vi en sensitivitetsanalyse, og en simulering av typen Monte Carlo for å videre vurdere validiteten av resultatene.

Simuleringen ble vektlagt i konklusjonen, siden den ga oss ett intervall hvor verdien av egenkapitalen mest sannsynlig lå innenfor.

1.0 Tema – Valg av oppgave

Gjennom det siste året på BI har vi i gruppa valgt studieretningen *økonomistyring & investeringsanalyse*. Her har vi vært innom mange forskjellige og interessante temaer. Et av disse temaene skulle vi også skrive bacheloroppgaven om, men det å bestemme seg for hvilket, viste seg å være en utfordring. Valget falt til slutt på verdivurdering, basert på et ønske om praktisk anvendelse av vår fordypning. Verdivurdering har også stor tilknytning til dagens økonomi og samfunn, og er reelt for det vi ønsker å jobbe med når vi kommer ut i arbeidslivet.

I senere tid har vi lest om flere samfunnshendelser som er relevante i forhold til vår oppgave. Blant annet har børsnoterte Marine Harvest satt i gang en prosess der de vil ta over det delvis statseide oppdrettsselskapet Cermaq, ved betingelsen at Cermaq ikke kjøper det peruanske selskapet Copeinca.

I tillegg er vårens finansnyheter preget av virkelighetens Gordon Gekko, Carl Icahn, som vil kjøpe dataselskapet Dell.

Han møter imidlertid sterk motstand fra gründeren av selskapet, Michael Dell, som også vil kjøpe selskapet, men i motsetning til Icahn, ta selskapet av børs. Ifølge Icahn vil aksjonærene, ved at han selv kjøper selskapet, få en verdiøkning på grunn av den velkjente Carl Icahn-effekten, der aksjene har en tendens til å stige ekstra høyt ved at han selv går inn i selskapet.

Disse grunnene, og flere til, har gjort at vi i gruppen fatter interesse for temaet verdivurdering, og mener det vil være lærerikt, interessant, og ikke minst relevant.

Så lenge verden er preget av eiendeler, må det være noen som kan verdsette dem.

Det å sette en verdi på et selskap er tilsynelatende ingen enkel sak. Det er mange ulike momenter som påvirker den totale verdien av et selskap. I en slik oppgave ser vi oss nødt til å ta noen forutsetninger og vurdere tall ut ifra utarbeidede analyser, og lignende selskaper. Vi vil også foreta en sensitivitetsanalyse, dette for å se hvordan ulike faktorer spiller inn på verdien av et selskapet.

Det vi ønsker å oppnå ved å skrive denne oppgaven er å tilegne oss en dypere

forståelse for ulike verdsettelsesmetoder. I tillegg vil vi være en informasjonskilde til bedriften, og gjøre ledelsen oppmerksom på resultatene vi kommer frem til.

1.1 Valg av bedrift

Til verdsettelsesobjekt valgte vi en bedrift vi hadde kjennskap til fra tidligere. Høsten 2012 skrev vi en oppgave om bedriften i faget *strategi*, og utarbeidet analyser som PESTEL, VRIO og SWOT, noe som vil komme oss til gode i denne oppgaven.

Valget falt på en mindre møbelprodusent, Rundtom Møbelfabrikk AS.

Rundtom Møbelfabrikk er en bedrift som kjennetegnes av god kvalitet, elastisk og effektiv produksjon, samt få ansatte. De er en av flere møbelprodusenter som jobber for å drive lønnsom produksjon i Norge.

Dette har gjort oss interesserte i å sette oss inn i hvordan bedriften drives, og hvilke verdi en slik bedrift kan oppnå.

1.2 Problemstilling

Siden problemstillingen skal være en rød tråd gjennom hele oppgaven, ville vi at den skulle være så spesifikk som mulig. Slik får vi klare retningslinjer for prosjektet:

”Hva er verdien av egenkapitalen til Rundtom Møbelfabrikk AS?”

2.0 Presentasjon av bedriften

Rundtom Møbelfabrikk AS er et aksjeselskap lokalisert nord i Gudbrandsdalen, nærmere bestemt på Dombås, i Dovre kommune. Bedriften er en møbelprodusent av såkalte overflatemøbler som i hovedsak leveres til hotell og andre institusjoner, slik som sykehus, barnehager og kontorer.

Bedriften produserer ikke møblelement de selv har utviklet for masseproduksjon,

men jobber på oppdrag fra entreprenører og arkitekter og utvikler produktet sammen med kunden etter deres ønske og behov.

Eksempler på møblelement som blir produsert er skrivebord, nattbord, minibar, tv- og sengepanel, garderober, resepsjon, kjøkken, samt hyller og skap.

Bedriften har ni ansatte, deriblant en daglig leder, en formann og syv produksjonsansatte.

Bedriften er delt inn i tre hovedområder.

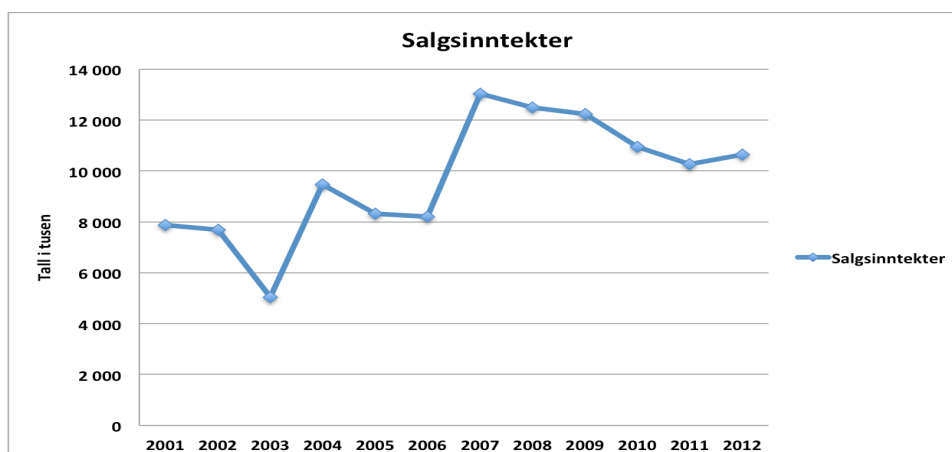
- Maskinhall
- Lakk
- Montering

Bedriften har eksistert siden 70-årene, men ble kjøpt opp av nye eiere i år 2000. Siden den gang har fabrikken blitt mer eller mindre totalrenovert, noe gjeldsposten og lånekostnadene bærer preg av.

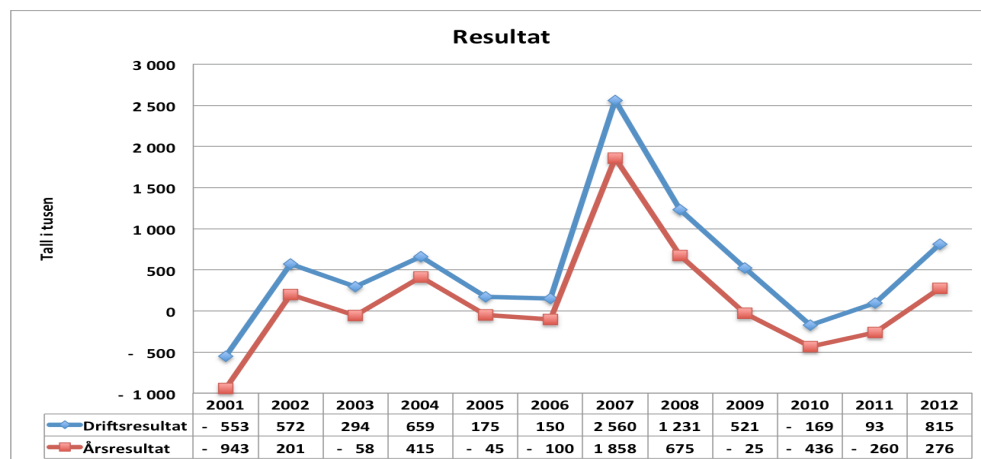
Rundtom Møbelfabrikk har investert i maskineri og utstyr som gir dem en bred produksjonslinje og frihet til å produsere varierte møbler i et større kvantum. Det gjør dem også egnet til å produsere for ulike markeder, slik som møblelement til hotell og innredninger til institusjoner.

Siden 2007 har omsetningen sunket fra over 13 millioner til i overkant av 10 millioner.

Slik er utviklingen i omsetningen:



Og resultatet:



Tapet i omsetningen anses for å være en konsekvens av finanskrisen som slo til i 2008. I tillegg måtte Rundtom Møbelfabrikk året etter ta et tap på fordringer på rundt 500 000 etter at en annen møbelprodusent hvor Rundtom hadde utestående midler gikk konkurs. Reiselivet og hotellbransjen for øvrig ble preget av krisen, samtidig som bankene strammet til på lånesiden. Dette resulterte i hotelleiere som ventet med renoveringer og nye investeringer.

En konsekvens av dette ble for Rundtom å produsere for andre entreprenører, hovedsakelig til institusjonsmarkedet.

Etter regjeringens løfte om barnehageplass til alle ble det skapt en bølge av ny-etableringer, og økt etterspørsel hos Rundtom fra totalentreprenører som ville sette bort produksjon av innredninger.

3.0 Teori og metode for situasjonsanalysen

I dette kapitlet skal vi foreta ulike analyser av bedriften internt og eksternt. Slik kan vi skape et godt beslutningsgrunnlag for forutsetninger vi må ta senere i oppgaven.

3.1 Intern analyse

Til å begynne med analyserer vi bedriften ved hjelp av en ressursanalyse.

I ressursanalysen skal vi finne frem til styrkene og svakhetene ved den interne driften av selskapet, og senere vurdere disse i en VRIO-analyse.

I følge O’Riordan (2006, 42–43) går VRIO-analysen ut på å måle bedriftens evne til utnytte en ressurs, som i artikkelen omtales som en eiendel.

Derfor ser vi på resultatet av ressursanalysen og vurderer dem etter følgende kriterier:

- Value (Verdifullhet)
- Rarity (Sjeldenhet)
- Imitability (Mulig å kopiere)
- Organization (Hente ut gevinst på ressursene)

Dette settes opp i et rutenett hvor hver enkelt ressurs måles etter de ulike kriteriene. Dette vil fortelle oss om det er mulig for bedriften å utnytte ressursene bedre, om de koster mer enn de er til nytte, eller om det er mulig å hente ut profitt på dem.

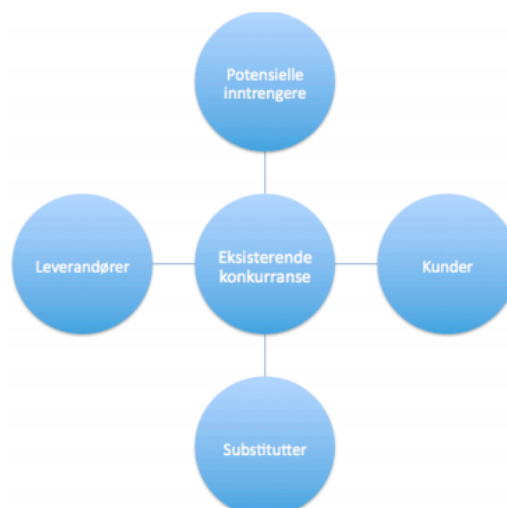
3.2 Eksterne analyser

Til eksterne analyser har vi valgt å anvende to forskjellige analysemetoder. Porters fem krefter (Porters Five Forces) og PESTEL-analyse. Vi mener disse egner seg best for å se på Rundtoms eksterne omstendigheter.

3.2.1 Porters Five Forces

Løwendahl, Wenstøp (2012, 197) refererer til Michael Porter, en økonom ved Harvard-universitetet som utviklet denne analysemetoden.

Ved å utføre en analyse av Porters



fem bransjekrefter finner vi hvilke aktører som er mest kritiske for bedriftens lønnsomhet og fremtidig utvikling i markedet (Løwendahl og Wenstøp 2012, 198). Dette kan gjerne settes i sammenheng med forretningsmannen W. Clement Stone kjente sitat (Brainyquote 30.05.2013):

"You are a product of your environment. So choose the environment that will best develop you towards your objective."

Analysemetoden består av tre trinn (Løwendahl og Wenstøp 2012, 199):

1. Trinn: Identifisere konkurransearenaen og dens verdipotensial
2. Trinn: Analysere egen og andre aktørers posisjon
3. Trinn: Vurdere trusler og muligheter.

Kjapt oppsummert vil analysen se nærmere på leverandører, eksisterende konkurranse, kunder, substitutter og potensielle inntrengere, og gjøre rede for bedriftens trusler og muligheter.

3.2.2 PESTEL-analyse

I PESTEL-analysen ser vi på de makroøkonomiske forholdene rundt bedriften. Resultatet av en slik analyse vil fortelle oss hvilke omgivelsesfaktorer som har størst effekt på bedriften i dag, og i årene fremover (Løwendahl og Wenstøp 2012, 230). Her går vi gjennom faktorer som for eksempel har innvirkning på bedriftens investeringsbeslutninger og tilgang på arbeidskraft.

De seks PESTEL-kategoriene er:

- Politiske (political)
- Økonomiske (economic)
- Sosiokulturelle (sociocultural)
- Teknologiske (technological)
- Samfunnsmessige (environmental)
- Legale (legal)

3.3 SWOT-analyse

Etter at vi har gjennomført våre interne og eksterne analyser summerer vi dem opp i en SWOT-analyse (Løwendahl og Wenstøp 2012, 227). SWOT-analysen er en ofte brukt metode som vi mener er en viktig oppsummering av bedriftens konkurransevne.

SWOT-analysen består av et rutenett der man utfyller bedriftens styrker og svakheter ut ifra muligheter og trusler.

	MULIGHETER	TRUSLER
STYRKER		
SVAKHETER		

4.0 Internanalyse

4.1 Ressursanalyse

4.1.1 Styrker

Rundtom har i dag en base av dyktige ansatte der samtlige har en utdannelse i møbelsnekring. Til tross for at mesteparten av produksjonen skjer ved hjelp av maskiner, gir dette et preg av kvalitet og godt arbeid. Stabilitet og erfaring skaper gode arbeidsprosesser, og en fornøyd kundeportefølje.

Arbeiderne har lang erfaring både i og utenfor bedriften, og ingen har vært ansatt i mindre enn fem år. Dette gjør at de ansatte har en sterk lojalitet til bedriften, og er ekstra varsomme og omtensomme rundt kvalitetsstempelet på Rundtoms produksjon.

I tillegg er syv av de totalt ni ansatte aksjonærer i selskapet, en strategi styret har brukt siden oppstarten i 2000. Dette skal gi de ansatte en personlig iver og en

egeninteresse i bedriften. Samtidig vil effektivitet og lønnsom drift godtgjøres ved utbytte.

Etter et intervju vi gjorde av Rundtoms to største kunder under arbeidet med en prosjektoppgave i faget *strategi* (2012), fikk vi et sterkt inntrykk av at daglig leder er en ressurs av de sjeldne.

De var svært fornøyde med bedriftens omstillingsevne og kunnskap til å bryte avansert møblement ned til enkel og effektiv produksjon.

Siden bedriften ble kjøpt ved tusenårsskiftet, har styret godkjent og bevilget kapital for å gjennomføre store investeringer til å bedre bedriftens konkurransevne og øke årlig omsetning.

Disse investeringene i maskiner og lokaler har gitt bedriften en svært åpen og omstillingsdyktig produksjonslinje. Her kan man gå fra å produsere 200 garderober til å produsere 200 sengepanel uten å gjøre noe annet enn å taste inn nye mål på datamaskinene.

Produksjonen er etter vårt skjønn svært hurtig og ikke minst kostnadseffektiv.

Som en styrke er det verdt å nevne bedriftens lokalisering. Bedriften holder til ved veiskillet sundmøre, Nord-Norge og Østlandet, og er slik sett i smørøyet for transport og logistikk.

Med tanke på utenlandsk konkurranse er det positivt at bedriften er norsk.

I intervjuet fra strategioppgaven (2012) var storkundene HCI og Idema klar i sin tale på at dette var noe de ville betale mer for. De likte det faktumet at dette er norsk produksjon med kvalitet som står sterkt i forhold til pris.

4.1.2 Svakheter

Her er resultat, kostnader, kommunikasjon og målparametere noe vi skal ta for oss.

Etter finanskrisen slo til for fullt i 2008 har salgssinntektene til bedriften hatt et kraftig fall og resultatene kom dalende etter. Bedriften har slitt med avtakende

omsetning og ha blitt tvunget til omstilling innad i bedriften. Kostnadene ble fortsatt liggende ganske høyt frem til 2010 og til dels 2011 grunnet en investering til kjøkkenproduksjon.

I 2007 ble det bestemt at kjøkken- og badprodusenten Kvalsvik Produksjon AS skulle flytte sin produksjon til Dombås. Rundtom fikk oppdraget med å produsere flere modeller av kjøkkendørene til Kvalsvik Produksjon AS. Bedriften investerte i et nytt varelager, maskiner, utstyr og ekstra bemanning. Uheldigvis rammet finanskrisen også Kvalsvik, og deres omsetning falt i takt med krisen.

Etter tre års samarbeid ble det for kostbart for Rundtom å opprettholde dørproduksjonen siden marginene ble for små i forhold til kvantumet av solgte enheter. Samarbeidet skulle fortsette så langt varelageret holdt. Dette var mye av grunnen til at blant annet lønnskostnadene ut 2011 var høye.

Vi setter også spørsmålstegn ved en av avdelingene i bedriften, monteringen. Her finnes det ingen avdelingsleder, noe vi i gruppa mener har ført til at arbeiderne blir avhengige av at enten formann eller daglig leder setter i gang produksjonen. Dette er et tidkrevende arbeid og koster bedriften i form av tapt effektivitet.

Bedriften har heller ingen form for målparametere annet enn et årlig regnskap for å se om målene for omsetning blir oppnådd, og til hvilken tilfredsstillelse.

4.2 VRIO-analyse

I VRIO analysen tar vi utgangspunkt i fire punkter, og vurderer hver enkelt ressurs vi gjorde rede for i avsnittet *styrker* under *internanalysen*.

	Verdifull	Sjelden	Mulig å kopiere	Mulig å hente ut gevinst
Daglig leder	Ja	Ja	Nei	Ja
Erfaring	Ja	Ja	Nei	Ja
Kunderelasjoner	Ja	Nei	Ja	Ja
Faste ansatte	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja
Omstillingsevne	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja

5.0 Ekstern analyse

5.1 PESTEL-Analyse

Her vil vi gjøre leseren oppmerksom på at PESTEL-analysen er forholdsvis vid, og det er ikke alle forhold vi mener vil ha like store økonomiske konsekvenser for bedriften.

5.1.2 Introduksjon til markedet

Den europeiske møbelproduksjonen er en bransje som har vært under sterkt press de siste årene. Det finnes 150 000 bedrifter i Europa alene som driver produksjon av møbler, men hele 86 prosent av disse har færre enn 10 ansatte (European Commission 2013). Dette er en konkurranseutsatt bransje som både har vært, og fortsatt er, preget av restruktureringer, innovasjon og modernisering.

5.1.3 Politiske forhold

Det høstes liten tvil om at det er dyrt å være en norsk produsent. Veksten i norsk økonomi har ført til høye lønnskostnader og en svekket konkurransevne.

I tillegg har Norge over lengre tid hatt en sterk kronekurs, noe som fører til lavere profittmarginer for eksportbedrifter.

I Dagens Næringslivs nettutgave 23.02.2013 mener Jens Stoltenberg at det blir for enkelt å begrunne manglende konkurransekraft med høye lønnskostnader.

Likevel kommer det frem tall i artikkelen som viser at lønnskostnadene i oljeindustrien ligger 64 prosent høyere enn Europa for øvrig, mens lønnskostnadene i Polen bare utgjør en åttendedel.

Dette gjør at norsk industri generelt er under hard konkurranse fra utlandet.

I analysen må vi også ta høyde for offentlige avgifter, og siden bedriften er lokalisert i Midt-Norge kan den skilte med en arbeidsgiveravgift på kun 6,4 prosent.

Til sammenligning har fylket med flest møbelprodusenter, Møre og Romsdal

10,6–14,1 prosent, og Oslo 14,1 prosent.

Dette kan være med på å øke Rundtoms konkurransekraft overfor andre norske møbelprodusenter.

5.1.4 Økonomiske forhold

Sentralbankens rentesats er utgangspunktet for den norske kronekursen. En sterk kronekurs gir økte marginer til importøren av trevarer, men vil på samme måte gi lavere marginer ved salg av eksportvare. Spørsmålet vil derfor bli om bedriften importer mer enn de eksporterer.

Hvis vi følger resultatregnskapene tilbake til 2008 kan vi se at det varierer hvorvidt bedriften har større valutagevinst enn tap i form av finansinntekt/kostnad. Forskjellen er imidlertid så liten at den for oss ikke er nevneverdig. Vi har derfor konkludert med at en høy kronekurs over tid vil være best egnet i form av lavere innkjøpspris av råmaterialer.

Skulle imidlertid driftsinntektene i fremtiden vise seg å i større grad bestå av salg av eksportvare, vil man kunne sikre seg mot kortvarige svingninger i valutakursen med valutaopsjoner.

Et resultat av den harde konkurransen har, som vi nevnte tidligere, vært mange, men små bedrifter. Disse har ofte valgt å vende seg til mindre, men mer spesialiserte markeder, også kalt nisjemarked.

Rundtom er en av disse nisjebedriftene, og til tross for finanskrisen har de klart seg forholdsvis bra. Omsetningen har falt som forventet, og etter noen år med negativt resultat ser bedriften nå ut til å ha tilpasset seg noe bedre til de urolige tidene.

Mye av grunnen til at bedriften merket finanskrisen i den grad de gjorde, mener vi bunner ut i hotell og reiselivsbransjen. Den økonomiske nedgangen i Europa har ført til at reiselivet ikke har vært det samme, noe som har gjort hotelleiere avventende med investeringer i vedlikehold av eksisterende og bygging av nye hoteller.

Som vi tidligere nevnte skrev vi en oppgave om bedriften i faget *Strategi* høsten 2012, og vi bestemte oss for å gjøre et intervju med to av hovedkundene til Rundtom. Slik fikk vi høre hvordan de tolket fremtiden i møbel- og innredningsbransjen.

Idema er en totalentreprenør av innredninger, hovedsakelig til institusjons- og kontorvirksomhet. Dette kan eksemplifiseres ved innredningen av et kontor, der Idema vil ha ansvaret for å innrede rommet med alt fra tapetet på veggen, teppet på gulvet til lampen i taket. Videre vil de eventuelt gi produksjonen av møblelementet videre til Rundtom.

I intervjuet med Idema fikk vi forklart et positivt bilde av fremtiden. Flere etterspør en totalentreprenør for å spare blant annet administrative kostnader, samtidig ser de en økende trend på kontorinnredninger. Investeringene i nye barnehager etter regjeringens løfter om barnehageplass til alle har også vært en demper på finanskrisen.

Videre foreklarer de hvordan utenlandske produsenter prøver seg på det norske markedet, men forblir en ”one hit wonder” på grunn av dårlig kvalitet. Derfor vil de fortsette med norskproduserte møbler.

HCI (har byttet navn til Room 2 Room) innreder hotell og restauranter. De gjør alt fra design til materialvalg på et prosjekt, og leverer forslaget sitt på anbud.

Videre gir de mye av produksjonen av møblelement videre til Rundtom.

HCI har et noe annet fremtidsbilde en Idema, og tror de neste årene kan bli svært usikre. Dette bilde kan vi også konstatere vel ut mars måned 2013, da Rundtom forteller at det meste av omsetningen kommer fra Idema, og HCI sliter med å kapre oppdrag.

5.1.5 Sosiokulturelle forhold

Gudbrandsdalen, hvor bedriften er lokalisert, er kanskje for folk flest assosiert med landbruket. Det er nok en god observasjon, men området er også hjemstedet for håndarbeid, maskin og anleggsvirksomhet. Den lokale videregående skolen tilbyr tømrerlinje, som gir utdannede snekkere, og som tidligere hadde en linje for møbelsnekking som mange har benyttet seg av. Dette gir tilgang på utdannede

håndverkere i nærområdet.

5.1.6 Teknologisk

En kritisk suksessfaktor for å forbli en norsk bedrift er å opprettholde overlegen kvalitet og satse på innovative løsninger. Slik kan man oppnå komparative fortrinn.

Det å opprettholde en teknologisk ”edge” betyr også jevnlig investering i nye, varige driftsmidler. Maskiner som dette er hovedsakelig utviklet og produsert av tyske og østerrikske selskap, og er naturligvis av den kostbare sorten.

Bedriften har tidligere hatt et investeringsvillig styre, som blant annet har utført aksjeemisjoner for tilgang på mer kapital å investere for. Dette mener vi vil fortsette.

Videre har bedriften per dato, en betydelig gjeldsgrad og må kanskje jobbe mer mot offentlige ordninger som Innovasjons Norge for å finansiere nye investeringer. I tillegg har bedriften betalt kraftig ned på den langsiktige gjelden de siste årene, noe som vil gjøre rom for nye låneopptak.

Slike investeringer vil være med på øke effektiviteten innad i bedriften og motvirke et økende kostnadsnivå. Samtidig som kapasiteten økes kan man kapre markedsandeler på en lavere pris, et resultat av høyere effektivitet og lavere produksjonskostnader.

5.1.7 Samfunnsmessige forhold

Nærsamfunnet er noe bedriften har nytt godt av. Bedriften er lokalisert i en liten kommune som verdsetter enhver arbeidsplass. Daglig leder har tette bånd til kommunen, og bedriften har tidligere mottatt midler til investeringer. Dette gir trygghet for bedriften.

I tillegg har de et samarbeid med lokale aktører og har fått lånt arbeidskraft i gode tider, samt hatt arbeidskraft på utlån i dårlige.

5.1.8 Legale forhold

Legale forhold har vi konstatert at har lite å si for bedriften. Det eneste som påfører bedriften kostnader utover den vanlige driften vil være en dag i året da det arrangeres kurs i HMS og redningsarbeid. Lakkavfall kjøres ned på den lokale miljøstasjonen. Dette blir sett på som en del av de faste kostnadene, og vi mener det ikke har noen reell betydning for bedriftens kostnads-, eller fremtidsbilde.

Ellers kan det være verdt å nevne at bransjen de befinner seg i er utsatt for små marginer, noe som kan resultere i kunder som prøver å spare kostnader på mer umoralsk vis. En tidligere storkunde av bedriften hadde en ukultur med å ikke betale fakturert pris, og heller presse Rundtom til å godta dette på grunn av tapet det ville medføre å miste storkunden. Rundtom valgte derfor å avslutte samarbeidet i 2005 og fokusere på nye kunder. Det ble konkludert i styret at en eventuell rettsak ville koste bedriften mer enn hva de ev. ville vunnet i retten.

5.2 Porters fem bransjekrefter (Five Forces)

For å analysere Rundtoms konkurransearena, bruker vi analysemodellen til Michael Porter. Her skal vi som tidligere nevnt se på bedriftens nærmeste aktører og senere skaffe oss ett inntrykk av bedriftens optimale posisjon i forhold til markedet. Konkurransefortrinn kan oppnås ved å posisjonere seg over de fem konkurransekreftene.

Aktørene er konkurrenter, inntrengere, substitutter, kunder og leverandører.

5.2.1 Konkurrenter

Det å fastsette hvilke virksomheter som er direkte konkurrenter av Rundtom vil være en vanskelig oppgave. Vi har både store og små møbelprodusenter i Norge, men dette er en slags nisje-bransje som gjør at konkurransen ikke er veldig stor innad i landet.

Relevante konkurrenter for vår bedrift er hovedsakelig utenlandske produsenter som har sitt konkurransefortrinn på pris.

Disse produsentene har de siste årene prøvd å trenge inn i det norske markedet uten å lykkes helt, da de ikke klarer å levere samme kvalitet.

Vår oppfatning er at hvis disse produsentene klarer å heve kvaliteten på sine produkter og levere dem til en pris som er lavere enn vår bedrift, så har de potensiale til å bli en trussel i fremtiden.

Ulike produsenter i Sverige og Danmark kan også være relevante å nevne som konkurrenter, da disse også utgjør en trussel i markedet.

5.2.2 Inntrengere

Etablering av nye møbelfabrikk krever store kapitalinvesteringer for at de skal klare å være konkurransedyktige. Utfordringene ved en nyetablering i denne bransjen vil være å få en tilstrekkelig kundebase raskt nok. Skal de ha muligheter til å lykkes i dette markedet må de ha fokus på større effektivisering, noe som også vil kreve større kostnader ved enn ev. oppstart.

Kravene fra Rundtoms kundemasse er høy kompetanse, høy kvalitet, vilje til å gjøre endringer underveis og gode enkle forretningsprosesser. Disse tingene vil være viktige for en inntrenger i det samme markedet.

5.2.3 Substitutter

Med substitutter menes produkter som dekker noe av det samme behovet, det vil si produkter som erstatter hverandre. Hvis det finnes substitutter er det en sterk konkurransetrussel for Rundtom, da det kan redusere etterspørselen etter deres produkter og konkurransen på pris vil bli hardere. For møbelbransjen og spesielt det segmentet Rundtom opererer i, kan vi ikke finne noen direkte substitutter.

Vi har imidlertid sett at det jobbes mye med produktutvikling innad i bransjen, og man må være oppmerksomme på muligheten for at noen kan utvikle helt nye og prisgunstige løsninger i fremtiden. Dette kan være alt fra produksjonsteknologi til funksjonalitet og materialer.

Under punktet *Konkurrenter* gjorde vi rede for konkurransen fra utlandet, og vi vil derfor definere utenlandske produsenter som en mulig substitutt for de dyrere norske produsentene.

5.2.4 Leverandører

Dagens industrielle globalisering fører til hard kamp mellom leverandørene. Møbelprodusenter har mange leverandører å velge mellom, og er ikke redde for å erstatte de ulønnsomme. De opplever hard konkurranse både mellom aktører innad i Norge og fra utenlandske aktører. Et godt eksempel på dette er at Rundtom kommer til å avslutte samarbeidet med den norske leverandøren av beslag, Beslagteknikk AS, og erstatte dette med leverandøren Hettisch. Dette er en tysk aktør som kan levere atskillig billigere produkter.

Dette eksempelet er med for å vise at leverandørene ikke sitter med forhandlingsmakten. Møbelprodusentene har flere alternativer når det gjelder anskaffelse av produkt, med hele verden som arena.

5.2.5 Kunder

Rundtom sine kunder er veletablerte entreprenører og arkitekter, og via dem distribueres produktene videre.

Gode og langvarige kundeforhold har gjort jobben med distribusjon enklere, og det er entreprenørene som er Rundtoms eneste kanal ut mot markedet for salg av møbelprodukter.

Entreprenørene har ofte samarbeid med andre møbelprodusenter, og dette fører noen ganger til anbudsrunder hos de ulike tilbyderne.

For å klare å fange interessen og bli foretrukket hos entreprenørene har Rundtom fokusert på kvalitet og effektivitet, samt å åpne for tilpasning og endringer av produkter underveis i produksjonen.

Disse omstendighetene fører til at Rundtom oppleves som en viktig kunde for entreprenørene, og skaper et godt og forutsigbart samarbeid.

God kvalitet på produktene og elastisitet i produksjonen hos Rundtom fører til

fornøyde kunder, og gjør jobben til entreprenørene med å skaffe nye oppdrag enklere.

5.3 Konklusjon

PESTEL- og Porters-analyse viser oss at Rundtom fortsatt er konkurransedyktige i forhold til utlandet, om ikke på pris så i alle fall på kvalitet. Bedriften må imidlertid fortsatt vente konkurranse fra utlandet.

Vi mener det er et pluss at bedriften er lokalisert der den er.

Det å være innlandsprodusent gir lavere arbeidsgiveravgift, og det å være en norsk produsent gir ingen språkbarriere. I tillegg skaper det å være produsent i et mindre nærmiljø, trygghet fra kommunen.

Bedriften er også lokalisert fem timer fra hovedstaden, hvor begge de nevnte samarbeidspartnerne holder til, og veien er derfor kort mellom kunde og produsent.

Analysen viser også til et blandet fremtidsbilde i de ulike markedene, og bedriften må vurdere om de skal eksponere seg mot nye marked.

Bedriften mottar mesteparten av ordregangen sin fra to kunder, noe som vil gi store svingninger om noen av dem skulle tap terreng i markedet.

Vi konkluderer derfor med at en mer diversifisert kundeportefølje vil minske driftsrisikoen til selskapet.

6.0 SWOT-analyse

Etter at vi nå har identifisert de viktigste interne og eksterne faktorene som hadde betydning for Rundtoms nåværende og fremtidige suksess, oppsummerte vi dem i en SWOT-analyse.

Den vil da bli brukt som en plattform for videre beslutninger som kan forekomme senere i oppgaven.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Norsk bedrift - Gode kunderelasjoner - Omstillingsevne - Fleksibilitet - Stor kompetanse - Ingen språkbarrierer 	<ul style="list-style-type: none"> - Begrensede resurser - Liten aktør - Manglende mellomlederskap - Kommunikasjon innad i bedriften - Høye faste kostnader
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Øke markedsandelen - Eksponere seg for nye marked - Større kapasitet enn benyttet - Ansette mellomleder - Bedre kommunikasjon - Bedre tidsbruk (mellomleder kan bidra til dette) 	<ul style="list-style-type: none"> - Mange produsenter i Norden - Konkurrerende bedrifter i utlandet som kan tilby bedre pris - Kostnadsnivået stiger nasjonalt - Hotellmarkedet er usikkert - Turistnæringen har stor påvirkning

7.0 Verdsettelsesmodeller

7.1 Free cash flow

Free cash flow-metoden for å verdsette et selskap går ut på å bruke tidligere resultatregnskap til å budsjettere fremtidige resultat og kontantstrømmer.

Det mest vanlige er å prosjektere resultat for fem år frem i tid.

Når det er gjort kan man sette opp kontantstrømmene for de følgende årene og diskontere med et avkastningskrav for å komme frem til nåverdien av kontantstrømmen.

7.2 FCFE

Det er viktig å skille mellom kontantstrømmen til egenkapitalen og kontantstrømmen til totalkapitalen.

FCFE, også kalt *free cash flow to equity*, er ment som kontantstrømmen til egenkapitalen. Dette er pengestrømmen som tilfaller kun eierne, ikke kreditorer.

Net income	Årsresultat
- Capital expenditures	- Investeringer
+ Depreciation	+ Avskrivinger
- Change in noncash working capital	- Endring Arbeidskapital
- Principal repayments	- Avdrag
+ New debt issues	+ Økning rentebærende gjeld
= Free cash flow to equity	= Fri kontantstrøm til egenkapital

7.2.1 CAPM

For å kunne verdsette et selskap må man finne et avkastningskrav som kompenserer eierne for risikoen de tar ved å eie en aksje. Egenkapitalkravet (CAPM) og totalkapitalkravet (WACC) blir riktig nok forskjellige, siden det er ulike kontantstrømmer til eierne og kreditorene.

Avkastningskravet på egenkapitalen (CAPM), er det man diskonterer eiernes kontantstrøm (FCFE) med. Det er også nødvendig for senere å finne frem til avkastningskravet til totalkapitalen (WACC).

Formelen for CAPM er slik:

r_f = Risikofri rente B_{jus} = Beta justert $[E(r_m) - r_f]$ = Markedets risikopremie
--

$$E(r_e) = r_f + (E(r_m) - r_f) \cdot B_{justert}$$

Skal egenkapitalkravet bli helt korrekt, må vi justere for skatt:

$$E(r_{EK}) = r_f \cdot (1 - s) + (1 - s) \cdot [E(r_m) - r_f] \cdot \beta_{justert}$$

7.2.1.1 Beta

Betaverdien for et selskap skal være en indikator på risikoen forbundet med selskapet, så vel som et tall som viser hvordan verdien av verdsettelsesobjektet beveger seg i forhold til markedet for øvrig. Derfor er det vanlig å bruke en betaverdi fra et sammenlignbart selskap, slik at man ser hvilke risiko som er beregnet i forhold til markedet.

Det har vist seg å være vanskelig å finne en sammenlignbar betaverdi for vår bransje. Som vi tidligere nevnte er det 150 000 møbelprodusenter i Europa, men hele 86 prosent av disse har færre enn 10 ansatte (European Commission 2013). Det er derfor ikke bare å finne et lignende selskap på børsen og bruke deres betaverdi, siden det er et fåtall av disse. Eksempelvis er det kun én møbelbedrift som er børsnotert i Norge, Ekornes ASA. Vi mener derfor å kunne argumentere for at disse bedriftenes risiko er en ganske annen enn risikoen for bedriften vi skal verdsette. For ikke å nevne at Ekornes og Rundtom er tilbydere på helt ulike markeder.

7.2.1.2 Likviditetspremie

I tillegg til den opprinnelige formelen for CAPM vil vi ha med noe som kalles for en likviditetspremie. Denne premien skal i prinsippet være en godtgjørelse for eiere av ikke-børsnoterte selskap. I følge Damodaran (2010, 171) må investorer regne høyere risiko ved kjøp av ikke-likvide eiendeler. Denne godtgjørelsen kommer av at disse eierandelene bl.a. kan være vanskeligere å få solgt, føre med seg høye transaksjonskostnader, og dermed kan gi en negativ virkning på salgsprisen av for eksempel en aksjepost.

7.2.1.3 Risikofri rente

Som risikofri rente er det mest vanlig å bruke renten på ti års statsobligasjoner, siden den risikofrie renten skal representere avkastningen på en sikker investering. Det vanlige er å regne ut en snittverdi av tidligere obligasjonsrenter, derimot er det svært varierende hvor langt tilbake i tid ulike investorer går for å lage et gjennomsnitt.

7.2.1.4 *Small stock premium*

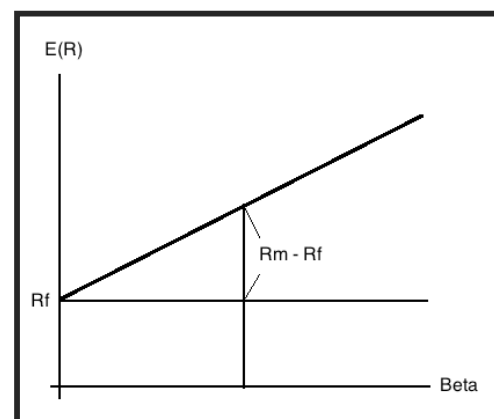
I følge undersøkelsen gjort av Pwc (Risikopremien i det norske markedet 2012, 12) svarer 81 prosent av de spurte at de krever en småbedrifts premie, eller small stock premium, ved investeringer i mindre selskap. Videre viser undersøkelsen at denne premien i 2012 var på 4–5 prosent av selskaper med en markedsverdi fra 0 – 100 millioner. Rundtom Møbelfabrikk vil naturligvis ligge i dette intervallet. En slik premie skal reflektere ulike sider av risikoen ved å drive et mindre selskap. Undersøkelsen peker på usikre forhold, som vanskeligheten for finansiering og at resultatet av driften kan avhenge av enkeltpersoner. Rundtoms har også en liten kundegruppe som står for brorparten av omsetningen. Om denne kundegruppen møter en avtagende etterspørsel vil Rundtom naturligvis merke dette til det fulle. Dette er også en usikkerhetsfaktor.

På bakgrunn av dette mener vi det er riktig å legge small stock premium til grunn når vi regner ut avkastningskravet på egenkapitalen.

7.2.1.5 *Markedets risikopremie*

Markedets risiko premie er gitt ved $(E(r_m) - r_f)$ i kapitalverdimodellen, og skal gjenspeile markedets meravkastning utover den risikofrie renten.

Den vanlige metoden for å finne markedets risikopremie er ved å se på det historiske gjennomsnittet. Dette har som alt annet sine negative sider. Meravkastningen har gjennom historien variert i stor grad, og gjennomsnittet vil ligge høyere enn hva mange kanskje mener er riktig for dagens og fremtidens situasjon. Mye av dette bygger på veksten etter andre verdenskrig og hvordan risikoen på investeringer har sunket etter oppbyggingen av avanserte og sikre finansielle systemer.



7.3 FCFF

FCFF, *free cash flow to firm*, er kontantstrømmen som tilfaller bedriften. Dette inkluderer også kreditorer og långivere.

Den store forskjellen er at i FCFE regnes ikke rentekostnader med i kontantstrømmen siden dette er en kostnad bedriftens eiere ikke får igjen. I motsetning korrigeres det for rentekostnader i kontantstrømmen til totalkapitalen (FCFF), siden denne pengestrømmen inkluderer bedriftens kreditorer/långiveres inntjening.

Skattekostnaden blir høyere i denne kontantstrømmen enn hva den blir i FCFE, siden vi regner skattekostnaden ut ifra hele driftsresultatet (Damodaran 2010, 27-28)

Operating income (1-t)	Driftsresultat (1-skatt)
- Capital expenditures	- Investeringer
+ Depreciation	+ Avskrivinger
- ΔWorking capital	- Endring arbeidene kapital
= Free cash flow to firm	= Fri kontantstrøm til totalkapital

7.3.1 WACC

I formelen for WACC (weighted average cost of capital), vekter man andelen for gjelden med en rente og egenkapitalandelen med CAPM, slik får man kostnaden på totalkapitalen i selskapet.

Her er det kun gjeldsandelen som regnes etter skatt siden egenkapitalandelen tar høyde for skatt i utregningen av CAPM.

$$E(r_i) = \text{CAPM}$$

$$W_{ek} = \text{Egenkapitalandel}$$

$$R_g = \text{Markedets risikopremie}$$

$$S = \text{Skatt}$$

$$E(r_{ek}) = E(r_{ek}) \cdot W_{ek} + r_g \cdot W_g \cdot (1 - s)$$

7.4 Multiplikator modellen

Multiplikatormodellen går ut på å bruke multiplikatorer fra et sammenlignbart selskap (SML) for å komme frem til verdien av verdsettelsesobjektet (V_o)

$$V_o = \frac{\text{Pris per aksje (SML)}}{\text{Res per aksje (SML)}} \cdot \text{Resultat per aksje (V_o)}$$

Det vanligste er å bruke et børsnotert selskap der tall P/E, P/S og P/B allerede er utarbeidet.

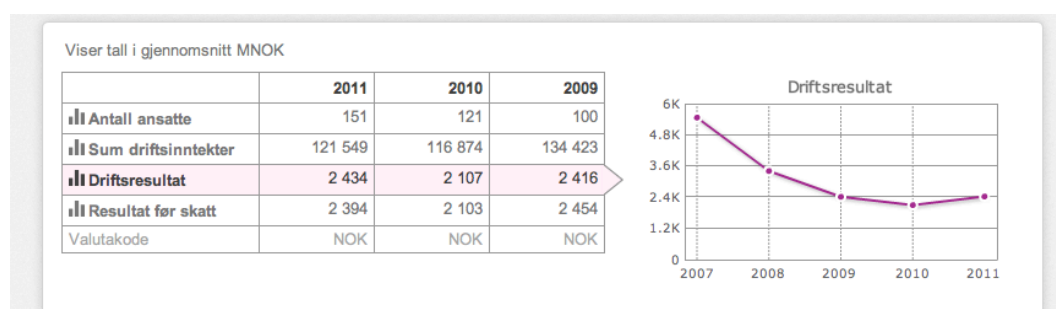
8.0 Analyse

8.1 CAPM

8.1.1 Beregning av beta

For at vi skal kunne utregne avkastningskravet er vi nødt til å bestemme en betaverdi. Siden bedriften vi skal verdsette ikke har noen historiske tall for markedsverdi vil det være vanskelig å finne en betaverdi som er lik korrelasjon mellom markedsverdi og børsindeks, som man ellers ville ha gjort. Vi bestemte vi oss dermed for å samkjøre Rundtoms driftsresultat med det gjennomsnittlige driftsresultatet til en lignende NACE-bransje, *møbelverksted*. Dette gjorde vi siden det ikke var utviklet noen bransje tall for NACE-bransjen: *møbelproduksjon ellers*, som Rundtom Møbelfabrikk i utgangspunktet er registrert under.

På den måten fikk vi et tall for hvordan Rundtoms driftsresultat svinger i forhold til et overordnet marked.



(Tall hentet fra proff.no)

Gjennomsnittlig driftsresultat i norske møbelverksteder (tall i tusen)				
2007	2008	2009	2010	2011
5400	3410	2420	2110	2430

Driftsresultat Rundtom (tall i tusen)				
2007	2008	2009	2010	2011
2560	1231	521	-169	93

Resultatendring (tall i tusen)			
År:	Rundtom:	Bransjen:	Sammenligning:
2007-2008	-1329	-1990	0,67
2008-2009	-710	-990	0,72
2009-2010	-690	-310	2,23
2010-2011	+262	+320	0,82
Snitt (β_{raw})			1.11

Så justerer vi betaværdien etter Bloom's justeringsfaktorer:

$$\beta_{\text{Justert}} = 1,11 \times 0,76 + 0,33 = 1,17$$

8.1.2 Risikofri rente

For å komme frem til en risikofri rente vi mener er riktig for dagens situasjon, har vi tatt utgangspunkt i en markedsundersøkelse gjort av PwC (Risikopremien i det norske markedet 2012, 8). Der viser det seg at det varierer mellom investorer om de bruker renten på 5 eller 10 års statsobligasjoner for å finne den risikofrie renten.

44 prosent av de spurte brukte 10 års statsobligasjoner, 20 prosent brukte 5. Vi tar ikke høyde for investorene som svarte at de brukte 3-års pengemarkedsrente eller ”andre” for å komme frem til den risikofrie renten.

Ut ifra dette har vi regnet ut:

Om ett tusen personer ble spurt, var det 640 som svarte.

Videre ser vi at 200 (20 prosent av 1000) personer brukte 5års rente, og 440 brukte 10års rente. Prosentandelene for hvor mange av de som svarte (640) som brukte 5 og 10 års rente, blir henholdsvis 31 og 69 prosent.

Videre mente vi at snittet for de siste ti årene vil være det riktige tidsperspektivet for denne bedriften. Slik sett vil vi få med oss rentene gjennom veksten fra 2000 til 2007–8, men også de mer turbulente tidene fra 2007–8 frem til i dag.

Norsk stats obligasjon			
	5 år	10 år	
2012	1,59	2,1	
2011	2,56	3,12	
2010	2,83	3,52	
2009	3,33	4	
2008	4,43	4,47	
2007	4,77	4,78	
2006	3,9	4,07	
2005	3,27	3,74	
2004	3,61	4,36	
2003	4,58	5,04	
2002	6,36	6,38	
2001	6,31	6,24	
2000	6,38	6,22	
Average	4,148	4,465	
%	31 %	69 %	
Rf	4,366369231		

8.1.3 Markedets risikopremie

I følge PwC, *Risikopremien i det norske markedet* (2012, 9), viser undersøkelsen at medianen for markedets risikopremie ligger på 5 prosent for 2012.

8.1.4 Likviditetspremie

Likviditetspremien, forkortet ved LP, har vi valgt å sette til 5 prosent.

Vi vil ikke ha denne godtgjørelsen for høy, siden eierne av Rundtom er svært langsiktige. Vi mener langsiktighet vil minske risikoen ved salg, at eventuelle salg ikke skjer før prisen er riktig, selv om et tregt salg kan ha motsatt virkning. Vi mener 5 prosent er et tall som representerer begge virkningene.

8.1.5 Small stock premium

For small stock premium, gitt ved forkortelsen SSP, velger vi å følge resultatet i undersøkelsen av PwC (Risikopremien i det norske markedet 2012, 12) og setter en tilleggspremie på 4,5 prosent i avkastningskravet.

8.1.6 CAPM - Utregning

(Skattesats = 28 prosent)

$$E(r_{EK}) = r_f \cdot (0,72) + (0,72) \cdot [E(r_M) - r_f] \cdot \beta_j + LP \cdot (0,72) + SSP \cdot (0,72)$$

$$E(r_{EK}) = 3,14 + 4,21 + 3,6 + 3,24 = 14,2 \%$$

8.2 WACC

Før vi kan regne ut avkastningskravet til totalkapitalen må vi først komme frem til markedsverdien av egenkapitalen og gjelden. Dette gjør vi siden Soffer og Soffer (2002, 156) sier man skal basere vektingen av egenkapitalen og gjeld på markedsverdier, ikke bokført.

Ifølge våre beregninger gjort i proformamodellen vil kontantstrømmen til egenkapitalen (FCFE) diskontert med CAPM gi en nåverdi av egenkapitalen lik 3

935 681. Vi har derfor valgt å bruke denne nåverdien som markedsverdi siden vi ikke har noen andre indikatorer på hva et ev. Marked ville priset egenkapitalen til.

8.2.1 Kostnaden av gjeld

Vi har til nå ikke fått svar på hvilken rentesats bedriften betaler på den rentebærende gjelden. Derfor har vi valgt å regne ut en rentesats ut ifra historiske rentekostnader dividert på gjennomsnittet av inngående og utgående balanse av langsiktig gjeld og gjeld til kredittinstitusjoner, der sistnevnte er en del av den kortsiktig gjelden. Dette har vi gjort for å prøve å skille ut den ikke bærende gjelden slik som leverandørgjeld, skyldig offentlige utgifter og utsatt skatt.

Ut fra dette har vi fått en gjennomsnittlig rentekostnad på 6,04 prosent av den rentebærende gjelden.

8.2.2 Markedsverdi av gjeld

I følge Aswath Damodarans hjemmeside (estimating market value of dept, 10.04.2013) kan man regne ut markedsverdien av gjelden ved følgende formel (der "n" er antall år til gjelden er innfridd):

$$\text{Mrk. Verdi gjeld} = \text{rentekostnad} \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} + \frac{\text{gjeld}}{(1+r)^n}$$

Slik kom frem til markedsverdien av gjelden:

$$\text{Levetid gjeld} = \frac{8\,950\,061}{577\,275} = 15,5$$

$$\text{Mrk. Verdi gjeld} = 418\,586 \cdot \frac{1 - \frac{1}{1,0604^{15,5}}}{0,0604} + \frac{8\,950\,061}{1,0604^{15,5}} = 7\,746\,208$$

(Tallene kan avvike siden utregningen er gjort ved bruk av flere desimaler.)

8.2.3 WACC - utregning

$$E(r_{\text{ek}}) = 14,20\% \cdot \frac{3\,935\,681}{11\,681\,890} + 6,04\% \cdot \frac{7\,746\,208}{11\,681\,890} \cdot (1 - 0,28) = 7,665\%$$

Avkastningskrav:		
	Før skatt	Etter skatt
Risiko fri rente	4,366 %	3,14 %
Mrk. Risiko premie	5 %	3,60 %
Beta	1,17	1,17
Small stock premium	4,50 %	3,24 %
Likviditets premie	5 %	3,60 %
Rentekostnad		6,04 %
Inflasjon	2,50 %	2,50 %
Capm nominell	19,72 %	14,20 %
Wacc nominell	10,22 %	7,665 %
Capm Reell	16,80 %	11,41 %
Wacc Reell	7,53 %	5,04 %

8.3 Resultatregnskap og forutsetninger

I proformamodellen vi har utviklet har vi tatt ulike beslutninger vi nå skal gjøre rede for. Disse beslutningene har vi gjort med tanke på resultatene fra intern- og eksternanalysen, og ut ifra samtaler vi har hatt med daglig leder.

8.3.1 Budsjetperiode

Budsjettperioden har vi valgt å sette til fem år frem i tid, frem til 2017. Vi mener dette er et riktig tidsperspektiv og det begrunner vi med de usikre tidene i resten av Europa. Vi mener en budsjettperiode på tre år vil være vanskelig og uforutsigbar, gitt vanskelighetene med verdensøkonomien og den vil ikke ta høyde for mer stabile tider som eventuelt kommer etter hvert.

Samtidig vil en budsjettperiode på over fem år vil være for vanskelig å budsjettere for problemene i verdensøkonomien har blitt forsøkt løst.

8.3.2 Vekst

2013 ser ut til å bli et vanskelig år for norsk trevare industri. Flere artikler i dagens næringsliv, bl.a. *eksportbedrifter møter veggen* (01.08.2012), melder om problemer i norske eksportbedrifter, dette gjelder også møbelindustrien.

Daglig leder hos Rundtom Møbelfabrikk kan fortelle oss at det virker som om flere prosjekter er under arbeid, men det har oppstått en periode nå hvor det tar tid før disse prosjektene settes i gang. Dette gjør at Rundtom møbelfabrikk opplever et tørke der påbegynte prosjekt blir ferdig uten at nye bestillinger kommer inn fort nok til å etterfylle produksjonen.

Daglig leder informerer også om at det ikke er unormalt med svakere etterspørsel på vårparten enn på høstparten, men at tørket som har oppstått nå har vært til dels kraftigere enn tidligere. Vi i gruppa, i samband med ledelsen hos Rundtom har derfor valgt å prosjektere med en lavere omsetning i år 2013, enn 2012.

Under avsnittet *Budsjettperiode* nevnte vi også at det vil være vanskelig å prosjektere fremtidig vekst grunnet vanskelighetene i Europa, men med tanke på bedriftens potensial, mener vi det er fullt mulig og komme opp på en omsetning mellom 12- og 13 millioner kroner, slik som i 2007-8.

Dette gjør at vi har valgt positiv vekst årene etter 2013:

Budsjettert vekst:					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Vekst	- 5%	4%	4%	4%	4%

8.3.3 Sum driftsinntekter

Budsjetterte fremtidige driftsinntekt genereres fra forrige års driftsinntekt,

multiplisert med én pluss det gjeldende årets prosjekterte vekst:

$$\text{Driftsinntekt 2015} = \text{Driftsinntekt 2014} \cdot 1 + 0,04$$

Vi har valgt å ikke skille mellom salgsinntekt og annen driftsinntekt, og heller brukt den historiske driftsinntekten for å prosjektere den fremtidige.

8.3.4 Varekostnader

Disse holdes veldig stabile.

Fra 2008 til 2012 varierer kostnadsposten fra 41– til 46,1 prosent.

Det ventes at denne posten holdes på samme nivå. Vi bruker et snitt fra årene 2008–2012, og havner på en årlig varekostnad på 43,3 prosent av driftsinntektene.

8.3.5 Lønnskostnader

Lønnskostnadene har vært noe høye hos Rundtom, noe de selv har påpekt. De har derfor kuttet i antall ansatte. Dette har gjort at bedriften har oppnådd overskudd i 2012, etter årene 2009–2011 med negativt årsresultat. Mye av dette mener vi er et resultat av nedbemanningen.

Ettersom 2013 også ser ut til å bli et vanskelig år, har selskapet valgt å si opp nok en produksjonsmedarbeider fra og med juli måned.

Dette gjør at lønnskostnadene kuttes videre.

I tillegg bruker bedriften faste kalkyler for prising av prosjekter der lønn utgjør rundt 30 prosent. Vi har valgt å sette lønnskostnader 2013 til 32 prosent, ned fra 33,8 prosent året før, og videre ned til 30 prosent av driftsinntekter fra og med 2014.

I tillegg har vi budsjettet med årlige investeringer i varige driftsmidler som maskiner og utstyr noe vi mener veier opp for effektivitetstapet ved færre ansatte.

8.3.6 Investeringsaktiviteter

Det er viktig å påpeke at vi her skal verdsette en bedrift som får sitt levebrød ved produksjon av varer. Faktumet er at slike bedrifter må beregne flere og mer jevnlig investeringer i varige driftsmidler enn hva eksempelvis en servicebedrift må beregne. Slike investeringer tilsvarer hva vi tidligere har omtalt som *Capital expenditures*, Damodaran (2006, 11).

For å kunne estimere et tall for fremtidige investeringer har vi lagt vekt på følgende tre kriterier:

- Intervju med to av kundene
- Intern- og eksternanalysen
- Uttalelse fra daglig leder

Fra samtalen med daglig leder ble det gjort klart at det er noen av maskinene som begynner å bli gamle, og som må skiftes ut med tiden. Samtidig er det også belyst fra kundenes ståsted at Rundtom er noe høyere i pris enn konkurrentene.

I tillegg må man være klar over konkurransen man blir utsatt for fra utlandet.

Ut ifra dette mener vi det er helt nødvendig med jevnlig investeringer i fremtiden, særlig i nye anleggsmidler og eventuelt varelager. Dette for å kunne opprettholde konkurransedyktighet og kvalitet, men også for å øke produktiviteten og presse både pris og kostnad.

Vi har dermed prosjektert med følgende fremtidige investeringer:

År	2013	2014	2015	2016	2017
Investeringer i v.driftsmidler	200000	200000	1000000	200000	200000
Levetid	5	5	8	5	5

Vi forutsetter at disse investeringene finansieres ved opptak av langsiktig gjeld.

8.3.7 Avskrivninger

Her fikk vi utlevert et regnskap over avskrivningene pr 14.02.2013. Disse papirene inneholdt anskaffelseskost, akkumulerte avskrivninger og årlige avskrivninger. Slik kunne vi se når de ulike eiendelene var ferdig avskrevet og prosjektere fremtidige avskrivninger. Alle eiendeler er proporsjonalt avskrevet.

Husk at vi her befinner oss i 2013. Det vil si at sum avskrivninger for 2013 blir 512 048.

Ut ifra regnskapet for avskrivningene ser vi at datafres (1), datafres (2), truck, og Canon-skriver blir ferdig avskrevet innen vår prosjekteringsperiode til 2016.

Datafres (1)

Restverdien for denne er det samme som IB datafres 2014, som tilsvarer summen på 43 000kr.

Årlige avskrivninger på denne er 77 000, altså går avskrivningene for denne ned med 34 000 i 2014, og 43 000 i 2015.

Datafres (2)

Denne avskrives med 78 000 i året, og vil ha en inngående verdi/restverdi på 65 000 i 2015. Derfor går avskrivningene på denne ned med 13 000 i 2015, og 65 000 i 2016.

Truck

Blir ferdig avskrevet i 2013, og avskrivninger 2014 reduseres med 3 000.

Canon-skriver

Denne maskinen vil være ferdig avskrevet innen inngangen til 2016, og avskrivningene for 2016 minker med 6 000.

Ut ifra dette kan vi se at avskrivningene reduseres med kr 37 000 i 2014, i tillegg forsvinner 56 000 i 2015, og 71 000 i 2016. Dette gir følgende avskrivninger:

År	2013	2014	2015	2016	2017
Avskrivninger	512 048	475 048	419 048	348 048	348 048

8.3.7.1 Avskrivning nye anleggsmidler

Investeringene i nye varige driftsmidler vil gi en økning i de fremtidige avskrivningene. Som det fremkommer i avsnittet *Investeringsaktiviteter* har de nye varige driftsmidlene som kjøpes i 2013, 2014, 2016 og 2017 en levetid på fem år, mens driftsmidlet som kjøpes i 2015 har en levetid på åtte år. Vi begrunner dette med at en investering på én million kroner trolig vil gå til en større maskin, hvor levetiden kan forventes å være lengre.

Summen av årlige avskrivninger, nye og gamle driftsmidler, vil dermed se slik ut:

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB varige driftsmidler	6 690 186	6 358 138	6 023 090	6 461 542	6 088 494	5 675 446
Investeringer		200 000	200 000	1 000 000	200 000	200 000
Avskrivninger		20 000	20 000	62 500	20 000	20 000
			40 000	40 000	125 000	40 000
				40 000	40 000	125 000
					40 000	40 000
						40 000
Avskr. Tidligere v.d. midler		512 048	475 048	419 048	348 048	348 048
SUM Avskrivninger		532 048	535 048	561 548	573 048	613 048

8.3.8 Andre driftskostnader

Dette er ulike kostnader knyttet til den daglige driften, men som ikke påløper fra produksjonen. Andre driftskostnader kommer fra: telefon, internett, renhold, vedlikehold, strøm, regnskaps- og styrehonorar, samt ulike abonnement.

Fra 2008 til 2012 har andre driftskostnader i snitt utgjort 13,7 prosent av driftsinntektene. Samme prosentsats er brukt i prosjekteringen av fremtidige andre driftskostnader.

8.3.9 Finansinntekter

Finansinntekter består av renteinntekter og annen finansinntekt. Ledelsen hos Rundtom opplyser om at renteinntektene i all hovedsak kommer fra renteinntekter på bankinnskudd, og et ubetydelig beløp fra purregebyr. Vi har derfor valgt å se

bort fra purregebyr, og prosjektert fremtidig renteinntekt ut ifra kontoen for bankinnskudd.

Finansinntekter får vi opplyst at består av en konto for valutagevinst.

Vi har derfor brukt historiske finansinntekter for fremtidig budsjettering av disse ut ifra den årlige omsetningen.

For årene 2009–2012 har utarbeidet en presentsats for renteinntekt. Dette har vi gjort ved å ta den årlige renteinntekten og dele på gjennomsnittet av inngående og utgående balanse av bankinnskudd. Gjennomsnittet av denne presentsatsen er brukt til prosjekteringen av fremtidig renteinntekt, gjort ved bruk av samme metode.

8.3.10 Finanskostnader

Ved spørsmål til bedriften kommer det frem at rentekostnader fremkommer av rentekostnader på rentebærende gjeld, et ubetydelig beløp for purregebyr, mens finanskostnader kommer fra valutatap.

Historiske finanskostnader er brukt til budsjettering av fremtidige finanskostnader ut ifra den årlige driftsinntekten.

Det er også utarbeidet en årlig rentesats for rentekostnader ved å ta den årlige rentekostnaden delt på gjennomsnittet av inngående og utgående balanse av rentebærende gjeld (gjeld til kredittinstit. av kortsiktig gjeld og langsiktig gjeld).

8.3.11 Skattekostnad

Utgjør 28 prosent av bedriftens ordinære resultat før skattekostnad.

8.3.12 Utbytte

Utbytte har variert de siste årene, og selv om driften har resultert i underskudd har

styret fortsatt utbetalt utbytte. Styret begrunner dette med at eierne skal ha en rente på investeringen de har gjort.

Da bedriften i 2012 hadde et årsresultat på 276 248 kroner gikk 36,2 prosent av dette til utbytte.

Vi har derfor valgt å sette fremtidig utbytte til 36,2 prosent av det inneværende årets årsresultat.

8.4 BALANSE

8.4.1 EIENDELER

8.4.1.1 Anleggsmidler

Varige driftsmidler

Varige driftsmidler vil i Rundtoms tilfelle bestå av bygg, tomter, maskiner, verktøy, inventar og driftsløsøre. Disse avskrives ut ifra anskaffelseskosten, og verdien av eiendelene reduseres med årlige avskrivninger, som vist i balansen. Som vi nevnte under avsnittet *Investeringsaktiviteter* forventes det årlige investering i varige driftsmidler.

8.4.1.2 Omløpsmidler

Lager av varer og annen beholdning

Kommer av bedriftens lagerbeholdning av råvarer, halvfabrikat og ferdigvarer. Den har variert med så mye som ca 1,25 millioner, noe som skyldes at produksjon settes i gang seint på året og ikke videreselges før det nye året har begynt. Det er derfor vanskelig å si noe sikkert om hvordan lager av varer og annen beholdning vil se ut i fremtiden, så vi valgte å bruke en historisk gjennomsnittsverdi av salgsinntektene for fremtidig budsjettering.

Fordringer

Kommer fra bedriftens utestående beløp hos sine kunder. Vi tar ikke høyde for tidligere *tap på fordringer*, og benytter gjennomsnittet av fordringer i forhold til

driftsinntektene for prosjekteringen av fremtidige fordringer i balansen. Denne prosentsatsen tilsvare 15,7 prosent av de årlige fremtidige driftsinntektene.

Bankinnskudd, kontanter og lignende

Dette er det resterende beløpet av eiendeler etter anleggsmidler, varer og kundefordringer, og utgjør differansen mellom de nevnte postene og egenkapital og gjeld.

8.4.2 Egenkapital og gjeld

8.4.2.1 Egenkapital

Innskutt egenkapital

Denne posten kommer av bedriftseiernes investeringer i bedriften.

Opptjent egenkapital

Opptjent egenkapital består av *Sum overføring annen egenkapital*, altså summen av beløpene som blir igjen av årsresultatet etter utbyttet. Går bedriften med underskudd vil opptjent egenkapital synke tilsvarende det negative resultatet, og eventuelt utbytte.

8.4.2.2 Gjeld

Utsatt skatt

Denne posten utløper fra differansen mellom regnskapsmessige verdier og skattemessige verdier i balansen.

Denne differansen oppstår siden bedriften benytter lineær avskrivningsmetode, mens man etter skattelovens bestemmelser skal bruke saldoavskrivninger for beregning av skatt. Det vil da oppstå en differanse, og 28 prosent av denne differansen beregnes som utsatt skatt.

Med tanke på historiske resultatregnskap har denne posten utgjort mellom 0,0–2,4 prosent av Rundtoms driftsinntekter. Vi har derfor brukt gjennomsnittet av de historiske prosentene for budsjetteringen av fremtidig utsatt skatt ut ifra driftsinntektene det gjeldende året.

Sum annen langsiktig gjeld

Består av gjeld til kredittinstitusjoner og øvrig langsiktig gjeld.

Bedriftens langsiktige gjeld er høyt prioritert og har de siste tre årene gått ned med rundt 570 000 årlig. Etter samtaler med dagligleder ventes det at denne trenden fortsetter. Det ventes derfor at den nåværende langsiktige gjelden (LG gamle investeringer), brukt til gamle investeringer, fortsetter slik:

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB LG gamle investeringer	6 404 177	5 826 902	5 249 627	4 672 352	4 095 077	3 517 802
Avdrag gamle invest.		577 275	577 275	577 275	577 275	577 275

Det er ikke uvanlig at bedrifter har en noe jevnere langsiktig gjeld der posten ikke forandres i like stor grad som den gjør i vårt tilfelle. Det hadde derfor ikke vært unaturlig om nedbetalingen av denne finansieringen flatet ut også i vårt tilfelle, men det er vanskelig å prosjektere uten å vite noe spesielt om finansieringsavtalen mellom Rundtom og långiver.

Som vi nevnte tidligere forutsetter vi at de fremtidige investeringene i varige driftsmidler finansieres med langsiktig gjeld.

For å finne ut hvor mye som skal betales i avdrag har vi brukt følgende historiske tall for å komme frem til en prosentsats for avdrag i forhold til den langsiktige gjelden:

År	2008	2009	2010	2011	2012
LG	8 668 116	8 136 000	7 558 726	6 981 452	6 404 177
Endring/Avdrag		532 116	577 274	577 274	577 275
Endring/Prosent		6,14 %	7,10 %	7,64 %	8,27 %
Snitt endring					565 985
Snitt endring/Prosent					7,28 %

Ut ifra dette har vi brukt 7,28 prosent av investeringssummene til årlige avdrag av ny langsiktig gjeld.

NB: Vi har forutsatt at investeringen og låneopptaket skjer i midten av året.

Avdrag i året lånet/investering forekommer vil derfor være:

Investeringssum - 0,0728

2

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB LG nye investeringer	0	192 715	370 860	1 305 295	1 396 020	1 472 175
Nye lån/Investeringer		200 000	200 000	1 000 000	200 000	200 000
Avdrag lån nye investeringer		7 285	7 285	36 425	7 285	7 285
			14 570	14 570	72 850	14 570
				14 570	14 570	72 850
					14 570	14 570
						14 570
SUM avdrag nye invest.		7 285	21 855	65 565	109 275	123 845

Dette gjør at summen av avdrag på ny og gammel langsiktig gjeld, samt den totale langsiktige gjelden vil utvikle seg slik:

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB SUM LG	6 404 177	6 019 617	5 620 487	5 977 647	5 491 097	4 989 977
Nye lån/Investeringer	-	200000	200000	1000000	200000	200000
SUM avdrag nye+gamle	-	584 560	599 130	642 840	686 550	701 120

8.4.2.2.1 Kortsiktig gjeld

Utbytte

Utbytte vil ikke bli utbetalt året det blir vedtatt og utbytte føres derfor som en gjeldspost i balansen.

Gjeld til kredittinstitusjoner

Består av kortsiktig finansiering, dvs. gjeld som skal nedbetales om mindre enn ett år. Gjeldsposten har siden 2009 vokst fra 0,00 prosent til 6,92 prosent i 2012, i forhold til de årlige driftsinntektene.

Vi anser det som vanskelig å finne en nøyaktig budsjettering av denne posten, men på bakgrunn av at gjeldsposten har hatt en stigende utvikling i forhold til driftsinntektene, har vi valgt å fortsette denne trenden frem til 2016, hvor den når 10 prosent av driftsinntektene. Fra 2016 og utover forutsetter vi at gjeldsposten følger veksten til driftsinntektene og fortsatt utgjør 10 prosent av denne.

Leverandørgjeld

Tilsvare leverandørenes utestående beløp hos Rundtom. Har i snitt utgjort 6,85 prosent av de årlige driftsinntektene, og vi har budsjettert med det samme i årene fremover.

Betalbar skatt

Betalbar skatt defineres som differansen mellom endring i utsatt skatt og skattekostnad. Vi har tidligere nevnt at skattekostnaden utgjør 28 prosent av ordinært resultat før skattekostnad, og at utsatt skatt utgjør 1,2 prosent av driftsinntektene det gjeldende året. Ut ifra dette får vi følgende utvikling i betalbar skatt:

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Betalbar skatt	0	188 421	280 573	297 106	318 827	341 420
Utsatt skatt	109 975	119 847	124 641	129 627	134 812	140 204
Endring utsatt skatt	107 580	9 872	4 794	4 986	5 185	5 392
Skattekostnad	-107 580	-198 293	-285 367	-302 091	-324 012	-346 812

Om man ser bort ifra at skattekostnaden her har negativt fortegn, ser man at skattekostnaden minus endring utsatt skatt utgjør betalbar skatt.

Skyldig offentlige utgifter

Kommer fra skattetrekk, skyldig og påløpt arbeidsgiveravgift og merverdiavgift. Disse utgiftene har siden 2008 utgjort i snitt 3,12 prosent av de årlige driftsinntektene. Vi har derfor valgt å sette gjeldsposten til 3,12 prosent av de fremtidige driftsinntektene det gjeldene året.

Annen kortsiktig gjeld

Består hovedsakelig av kontoer for periodisering feriepenger, påløpte renter og kostnader og avsetning for revisjonshonorar.

Historisk utgjør den 4,10 prosent av de årlige driftsinntekten, og vi har derfor brukt denne prosentsetsatsen for fremtidig budsjettering av gjeldsposten.

9.0 Verdivurdering

9.1 Endring arbeidskapital

For utredelse av arbeidskapital har vi brukt formelen

$$\frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}}{=} = \text{Arbeidskapital}$$

Etter å ha funnet arbeidskapitalen tok vi differansen fra år til år. Økning i arbeidskapitalen skal trekkes fra i kontantstrømmen, siden dette er en økning av midler bundet opp i driften av selskapet.

Endring Arbeidende kapital						
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Omløpsmidler	4 292 123	4 641 480	5 413 835	6 067 321	6 747 238	7 386 810
Kortsiktig gjeld	-2 435 909	-2 502 589	-2 866 063	-3 100 247	-3 356 912	-3 510 188
Arbeidene kapital	1 856 214	2 138 891	2 547 772	2 967 073	3 390 326	3 876 623
Endring		282 677	408 881	419 301	423 253	486 296

9.2 FCFE

9.2.1 Terminalverdi FCFE

Terminalverdien skal med i kontantstrømmen, og meningen er at den skal gi en verdi for den evigvarende kontantstrømmen etter budsjettperioden.

Ifølge Damodaran (2010, 46) kan man finne terminal verdien ved følgende formel:

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{Cash flow}_{\text{Finishing year}} \cdot (1 + \text{Constant growth})}{\text{Capital cost} - \text{Constant growth}}$$

Vekstfaktoren, her uttrykt ved *Constant growth*, er den evigvarende vekstraten til selskapet.

Capital cost er gitt ved avkastningskravet til egenkapitalen.

9.2.3 Nåverdi FCFE

Her er selve oppstillingen av kontantstrømmen som har gitt oss følgende nåverdi:

kontantstrøm til Egenkapitalen					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Årsresultat	509 896	733 800	776 806	833 173	891 803
Korrigerings for avskr.	532 048	535 048	561 548	573 048	613 048
Økning arbeidene kapital	-282 677	-408 881	-419 301	-423 253	-486 296
Endring gjeld	-317 880	-35 656	591 345	-229 885	-347 844
Investeringer	-200 000	-200 000	-1 000 000	-200 000	-200 000
Netto kontantstrøm	241 387	624 311	510 398	553 083	470 710
Terminalverdi	0	0	0	0	4 328 853
Netto kontantstr. inkl. salg	241 387	624 311	510 398	553 083	4 799 563

Konstant vekstfaktor	3,00 %
Avkastningskrav (CAPM)	14,20 %
Nåverdi kontantstr.	3 828 947,31
Kontanter	106 734
Verdi egenkapital	3 935 681,31

Antall aksjer	1 850
Verdi EK pr. Aksje	2 127 kr

9.3 FCFE

9.3.1 Rentekostnad som inntekt

I kontantstrømmen til total kapitalen skal vi som tidligere nevnt også ta høyde for rentekostnaden, siden dette er långivernes inntekt fra selskapet.

Her har vi også tatt høyde for at långiverne beskattes 28 prosent av bedriftens rentekostnad.

9.2.2 Terminal verdi FCFF

I kontantstrømmen til totalkapitalen har vi tatt høyde for en annen fremgangsmetode for terminalverdien enn vi brukte i kontantstrømmen til egenkapitalen. Dette har vi gjort siden den samme formelen vil her gi en terminalverdi ut av våre proporsjoner, og fordi formelen vi nå bruker tar høyde for forholdet mellom vekst og reinvesteringer.

I følge Damodaran (2010, 47) vil et selskap med stabil vekst reinvestere mindre enn et selskap som vokser raskt. Det er derfor viktig at bedriften sikrer at de investerer *nok* til å opprettholde den stabile veksten i fasen etter budsjettperioden.

Formel for terminalverdi, der $EBIT_{n+1} = NOPAT_{2018}$ (Damodaran 2010, 47):

$$T. \text{ verdi} = \frac{EBIT_{n+1} \cdot (1 - s) \cdot (1 - \text{reinvestment rate})}{\text{Cost of capital}_n - \text{stable growth rate}}$$

Formel for reinvesteringsrate (Damodaran 2010, 49):

$$\text{Reinvestment rate} = \frac{\text{expected growth}}{\text{stable return on capital}}$$

Etter damodaran (2010, 49) brukte vi det boken kaller *capital cost* (WACC), for *stable return on capital*.

9.2.3 Nåverdi FCFF

Grunnet korrigerings for rentekostnader vil øverste ledd i denne kontantstrømmen være driftsresultatet som vi korrigerer til etter skatt (Damodaran 2010, 27-28). FCFF gir oss følgende kontantstrømoppstilling og nåverdi:

Beregnet kontantstrøm (1000,-) Total kapitalen					
År	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsresultat*(1 - 0,28)	509 896	1 002 236	1 038 655	1 088 094	1 119 321
Korrigerer for avskr.	532 048	535 048	561 548	573 048	613 048
Økning arbeidene kapital	-282 677	-408 881	-419 301	-423 253	-486 296
Investeringer	-200 000	-200 000	-1 000 000	-200 000	-200 000
Netto kontantstrøm	559 267	928 403	180 902	1 037 889	1 046 073
Terminalverdi	0	0	0	0	15 041 466
Netto kontantstr. inkl. salg	559 267	928 403	180 902	1 037 889	16 087 539

NOPAT 2018	1 152 901
ROC	7,66 %
Reinvest. Rate	39,14 %

Vekstfaktor	3,00 %
Avkastningskrav	7,66 %
Nåverdi kontantstrøm	13 358 150,54 kr
Kontanter	106 734,00 kr
Gjeld	-8 950 061 kr
Egenkapital	4 514 823,54 kr

9.3 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse er en nødvendig del av verdsettelses prosessen. En slik analyse vil vise oss hvordan en forandring i en, eller flere, av våre forutsetninger vil påvirke nåverdien av egenkapitalen (Soffer og Soffer 2003, 236).

Vi bestemte oss for å utføre en *combined sensitivity analysis* (Soffe og Soffer 2003, 238) hvor vi forandrer på to eller flere variabler i proformamodellen.

Som variabler valgte vi den evigvarende veksten, og avkastningskravet.

Vi begrunner dette valget med usikkerheten rundt årlig vekst etter fem år frem i tid.

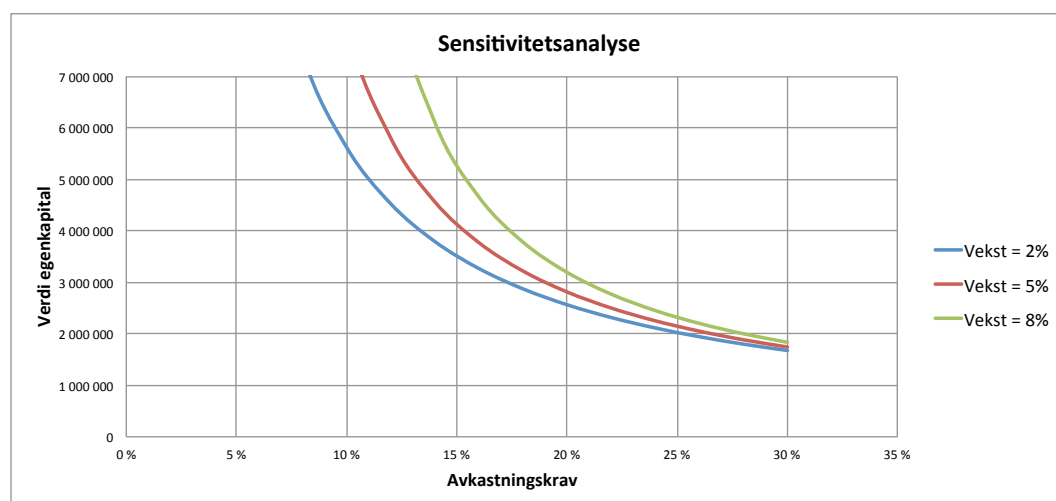
I tillegg har vi under analysekapitlet argumentert for å kompensere eiere for risiko bundet ved salg av selskapet (likviditetspremie), og risiko bundet med å være et lite selskap (small stock premium).

Andre, eller fremtidige eiere, kan fort vurdere denne risikoen til å enten være høyere eller lavere enn hva vi i gruppen har lagt til grunn i oppgaven.

For sensitivitets analysen har vi brukt kontantstrømmen til egenkapitalen, og Excel funksjonen *Goal seek, what if analysis*.

Sensitivitetsanalyse av FCFE (vekst horisontalt, avk.krav vertikalt):

3935681	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %
6 %	9 213 656	11 077 889	14 184 944	20 399 053	39 041 381
8 %	6 619 847	7 443 623	8 596 910	10 326 840	13 210 057
10 %	5 175 606	5 622 136	6 196 245	6 961 725	8 033 396
12 %	4 254 238	4 526 188	4 858 571	5 274 050	5 808 238
14 %	3 614 670	3 793 322	4 004 457	4 257 819	4 567 484
16 %	3 144 371	3 268 165	3 411 006	3 577 652	3 774 599
18 %	2 783 747	2 873 006	2 974 168	3 089 781	3 223 180
20 %	2 498 278	2 564 653	2 638 836	2 722 293	2 816 877
22 %	2 266 584	2 317 174	2 373 090	2 435 218	2 504 655
24 %	2 074 710	2 114 058	2 157 152	2 204 557	2 256 951
26 %	1 913 158	1 944 284	1 978 116	2 015 024	2 055 448
28 %	1 775 239	1 800 218	1 827 195	1 856 421	1 888 188
30 %	1 656 102	1 676 399	1 698 199	1 721 676	1 747 031



9.3 Multiplikator modellen

Dessverre har ikke vi et børsnotert selskap tilgjengelig å sammenligne oss med. Vi valgte derfor å sammenligne oss med en svært lik møbelprodusent fra Møre og Romsdal. Her er vi er altså nødt til å utarbeide tallene selv.

Bedriften vi skal bruke heter Brød. Brøste AS og produksjonslinjen består av omtrent de samme maskinene som Rundtoms, og de har flere kunder tilfelles.

Brødr. Brøste har i følge proff.no, hatt en driftsinntekt mellom 11,7- og 14,5 millioner i årene 2007-2011. Til sammenligning har Rundtom bikket mellom 10,2- og 13,2 millioner.

Siden vi ikke personlig fikk tak i regnskapet til Brødr. Brøste har vi måtte bruke regnskapstall hentet fra Proff.no. Disse tallene går kun frem til 2011, men for Rundtom kan vi bruke tall fra 2012.

Siden bedriften ikke har utarbeidet tall som P/E, P/S og P/B valgte vi å bruke følgende formel til å finne markedsverdien til egenkapitalen (Damodaran 2010, 456):

$$\text{Verdi EK} = \frac{\text{forventet utbytte}_{\text{ neste år}}}{\text{CAPM} - \text{ stabil vekst}}$$

Som avkastningskrav brukte vi egenkapitalkostnaden vi kom frem til hos Rundtom Møbelfabrikk, grunnet likheten mellom selskapene.

Til tross for den høye veksten (2010-11) har forutsatt at veksten etter 2011 er 3 prosent, og beregnet årsresultatet og utbytte basert på historiske gjennomsnitt:

ÅR	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsetningsvekst		-12,02 %	-5,82 %	6,75 %	15,42 %	3 %
Årsresultat	11 %	11 %	11 %	10 %	13 %	11 %
Utbytte	31 %	71 %	47 %	49 %	78 %	55 %

Dette ga oss følgende tall:

Brød. Brøste AS (tall i tusen):						
År	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsetning	14 171	12 467	11 742	12 535	14 468	14 902
EK	4 918	5 326	6 024	6 641	7 058	7 808
Årsresultat	1 592	1 401	1 288	1 217	1 916	1 681
Utbytte	500	1 000	600	600	1 500	931
Markedsverdi						8 312
P/E =						4,946
Price/Sales =						0,558
P/Book equity =						1,065

Videre satte vi inn data hentet fra Rundtom Møbelfabrikk:

Rundtom Møbelfabrikk (tall i tusen):							
År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Snitt
SI	13 145	12 647	12 254	10 953	10 268	10 636	11 651
Årsresultat	1858	675	-25	-436	-260	276	348

Her kom vi frem til en snitt verdi av salgsinntektene årsresultatene de siste 6, mens egenkapitalen er bokført egenkapital 2012.

Verdi Rundtom (tall i tusen):							
P/E =	4,945681	x	Årsresultat	348	Verdi =		1 721
P/S =	0,557802	x	Salgsinntekt	11650,5	Verdi =		6 499
P/B =	1,064634	x	Bok. EK	2032	Verdi =		2 164

10.0 Simulering

10.1 Monte Carlo

For å finne validiteten av resultatet vi har kommet frem til, har vi valgt å utføre en Monte Carlo-simulering av proformamodellen vi har utarbeidet.

Det vi ønsker å oppnå er å se hvordan nåverdien av egenkapitalen forandrer seg ved at vi varierer noen av de forutsetningene vi har lagt til grunn.

10.1.1 Varierende verdier

Verdiene vi selv knytter sterkest tvil til er de neste fem årenes vekst, og den evigvarende veksten deretter.

I tillegg nevnte vi tidligere at vi ikke har tatt hensyn til skille mellom salgsinntekter og annen driftsinntekt. Det har vi derimot gjort her.

Vi har ikke lagt mer vekt på avkastningskravet da vi mener variasjonen for denne illustreres godt i sensitivitetsanalysen.

10.1.2 Standardavvik

Som standardavvik har vi brukt en verdi vi mener det er sannsynlig at den overordnede verdien kan variere med.

For eksempel var veksten for 2013 budsjettert til å være -5 prosent, vi mener dette kan variere med 1 prosent.

For å få til en normalfordeling, slik at denne kan variere med 1 prosent begge veier, har vi benyttet formelen man kan se på bildet under.

I tillegg er det ikke bestemt at veksten i 2013 varierer med 1 prosent, det er kun bestemt at den kan variere med inntil 1 prosent. Derfor har vi også lagt inn en formel som gjør at standardavviket multipliseres med et tilfeldig tall mellom null og én.

I bildet illustrerer ruten markert i blått den budsjetterte veksten. Ruten markert i grønt illustrer standardavviket, og ruten med formelen er der den nye veksten for driftsinntekter kommer.

Denne formelen har vi brukt for alle de fremtidige årene inkludert 2017, og samme formel er brukt for den evigvarende veksten.

Siden 2008 har også annen driftsinntekt variert mellom 0 og rundt 150 000.

Vi har derfor valgt å sette inn et standardavvik på 100 000 for driftsinntektene hvert år i den budsjetterte perioden.

2013	2014
-5 %	4 %
1 %	1 %
=NORMINV(RAND();G6;G7)	

10.2 Resultat

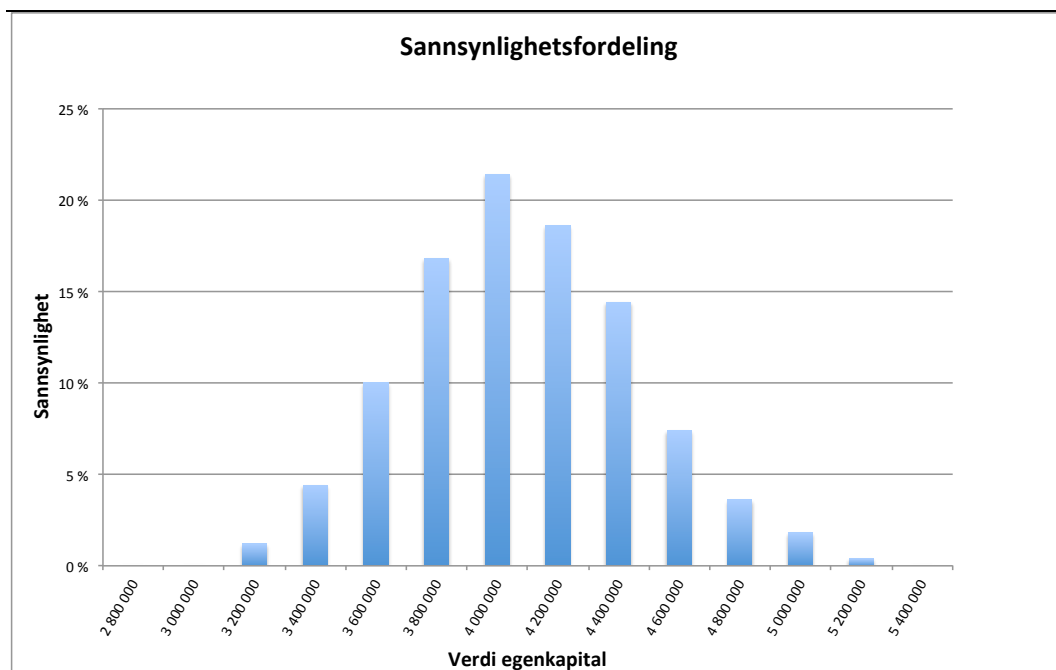
Vi utførte i alt fem hundre simuleringer, som ga oss følgende minimums- og maksverdi:

Ant. Simuleringer	NPV		
1	4 204 637		
2	4 069 520	MIN	3 006 682
3	4 073 623		
4	4 542 371	Maks	5 097 635
5	3 535 292		
6	4 721 744		
7	3 914 207		
8	3 702 992		
9	4 325 574		
10	4 555 198		

Ut ifra minimums- og maksverdi lagde vi en matrise med flere intervall for å registrere hvor mange forsøk som resulterte i en nåverdi innenfor de ulike intervallene.

Intervall	Antall	Sannsynlighet
2 800 000	0	0 %
3 000 000	0	0 %
3 200 000	6	1 %
3 400 000	22	4 %
3 600 000	50	10 %
3 800 000	84	17 %
4 000 000	107	21 %
4 200 000	93	19 %
4 400 000	72	14 %
4 600 000	37	7 %
4 800 000	18	4 %
5 000 000	9	2 %
5 200 000	2	0 %
5 400 000	0	0 %
SUM:	500	100 %

Denne figuren viser det samme, bare mer oversiktlig:



11.0 Argumentasjon og kritikk av oppgaven

I denne oppgaven har vi tatt mange forutsetninger der vi er mer fornøyd med noen, enn av andre.

Vi mener intern og ekstern analysene ble grundig gjennomført, men siden det var vanskelig å innhente informasjon både om markedet, og fra kundene, fikk vi ikke gjort rede for Rundtoms posisjon i markedet godt nok.

Mye av grunnen til dette var også at vi benyttet bransjesidene på proff.no, hvor vi ikke fikk regulert ned bedriftene til produsenter som faktisk konkurrer på det samme markedet.

Avkastningskravet var noe vi brukte mye tid på, og vi mener vi kom frem til et avkastningskrav både på egenkapitalen, og totalkapitalen, som gjenspeiler eiernes og långivernes risiko.

Spørsmålet det riktig nok knyttes mest usikkerhet til er den risikofrie renten.

Her brukte vi først og fremst resultatene fra en undersøkelse gjort av PwC, for det andre tok vi ikke høyde for alle som svarte på undersøkelsen. Det i seg selv gjør svaret usikkert.

Vi vil selvsagt også argumentere for valget vi tok, og hovedgrunnen var at vi ville ta høyde for flere innfallsvinkler. Det er markedet som verdsetter et selskap til en pris, da mente vi det var riktig å ta høyde for hvilke fremgangsmetoder markedet/investorene også bruker for å komme frem til denne prisen.

Fremtidig resultatregnskap og balanse er utarbeidet ut ifra historiske tall, med unntak av lønnskostnader og deler av den kortsiktige gjelden.

Det som førte oss til disse beslutningene var samtaler med ledelsen, og vi mener derfor at beslutningene om at prosentsatsen for lønnskostnadene synker, og gjeld kredittinstitusjoner øker, er riktige.

I tillegg mener vi at tallene for fremtidige investeringer gjenspeiler eierne av bedriftens oppfatning av fremtiden.

Som det kommer frem i sensitivitetsanalysen er nåverdien av egenkapitalen svært sensitiv for endringer i avkastningskravet og fremtidig vekst. Dette skyldes at terminalverdien står for størsteparten av nåverdien. Den er også skyld i differansen i nåverdien av kontantstrømmen til egenkapitalen og totalkapitalen. Det er derfor vanskelig å si hvilket av de to resultatene som er mest korrekt, dette til tross for at vi i oppgaven har lagt størst vekt på kontantstrømmen til egenkapitalen. Resultatene er uansett et anslag på hva bedriften kan være verdt for ulike investorer.

Multiplikatormodellen ga store variasjoner i resultatet, noe vi begrunner med usikkerheten rundt de ulike tallene. Her ble de først og fremst brukt en veldig enkel fremgangsmetode for å finne markedsverdien til det sammenlignbare selskapet, som ikke tar høyde for alle aspektene ved selskapet. Vi beregnet utbytte/dividende ut ifra historiske tall, men skulle eierne av denne bedriften være like utbyttevillige i 2012 som de var i 2011, vil markedsverdien ved denne metoden bli høyere.

Til slutt vil vi også nevne de faktiske tallstørrelser vi har brukt, siden disse mest sannsynlig vil variere om andre skulle gjort en lignende verdivurdering. Tallene er utarbeidet på bakgrunn av vår oppfattelse av markedet nå, og fremover. Skulle noen ha et annet fremtidsbilde vil disse endres.

Siden vi har valgt å bruke metoder som vanligvis brukes til å verdsette større, og kanskje børsnoterte selskap, vil det knyttes tvil til de tallstørrelsene vi har kommet frem til.

12.0 Konklusjon

I konklusjon har vi valgt å legge stor vekt på Monte Carlo-simuleringen vi gjorde rede for i kapittel 10.0. Denne ble utført etter at vi i gruppen hadde satt oss ned og skrevet kapitlet hvor vi kritiserte og argumenterte for oppgaven. På den måten fikk vi med de mest usikre momentene i oppgaven, og tatt høyde for det i simuleringen.

Resultatet ble at verdien av egenkapitalen, ved FCFE-metoden, mest sannsynlig ligger et sted mellom 3,6 og 4,2 millioner kroner. Dette mener vi kommer overens med resultatene vi fikk av nåverdien til FCFE og FCFF som henholdsvis ble 3,9 og 4,5 millioner.

Videre kan du se resultatene av simuleringen varierte for det meste i ett intervall mellom 2,8 og 5,4 millioner kroner. Den store variasjonen i simuleringen mener vi er et resultat av at vi hadde medregnet flere usikre momenter som ga store utslag.

Resultatet fra multiplikator modellen, som vi nettopp har nevnt, ga veldig varierte tall. Vi har derfor valgt å bruke tallen fra FCFE, FCFF og simuleringen når vi skal legge frem tallene for bedriften.

Takk for oss, det har vært en lærerik prosess.

13.0 Kilder

13.1 Bøker

Aswath Damodaran: *The dark side of valuation: Valuing young, and complex businesses*. 2010. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education, Inc.

Soffer, Leonard og Soffer, Robin: *Financial statement analysis: a valuation approach*. 2003. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson education, Inc.

Løwendahl, Bente R. og Wenstøp, Fred E. 2012. *Grunnbok i strategi*. 3 utg. Oslo: Cappellen Damm AS.

13.2 Artikler

O’Riordan, Chris. 2006. ”Using the VRIO framework: in practising firmstaking the resource-based view (RBV).” *Accountancy Ireland*, Vol. 38 (Issue 3): 42-43.

Gardner, John C. McGowan, Carl B. Og Moeller, Susan E. 2009. ”Applying the free cash flow to equity valuation model to Coca-cola.” *Allied academies international conference*: 11-14.

13.3 Nettsteder

Estimating market value of dept, Aswath Damodaran, hentet 10.04.2013

URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/mktvalofdebt.htm

PwC: *Risikopremien i det norske markedet*. 2012, hentet: 05.05.2013

URL: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risiko-2012.pdf>

Intervju av Jack Schwager: market sense and nonsense 2012, hentet: mar. 2013

URL: <http://www.opalesque.tv/hedge-fund-videos/jack-schwager-2/1>

Markedspremie, regjeringen.no, hentet 20.04.2013

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

10 års obligasjon, norgesbank, Hentet: 20.04.2013

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

Møbelindustriens klyngeanalyse, hentet: 07.02.2013

URL: <http://www.mfm.no/db/5/2404.pdf>

European comission. 2013. *The furniture industry sector*, hentet: 15.03.2013.

URL: http://ec.europa.eu/enterprise/sectors/furniture/index_en.htm

Sitat: Clement Stone

URL: http://www.brainyquote.com/quotes/authors/w/w_clement_stone.html

Dagens næringsliv

Kraftig løft for industrien 03.06.2013

URL: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2623854.ece>

Varsler norsk hvileskjær 07.03.2013

URL: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2576082.ece>

Eksporthindustrien møter veggen 01.08.2012

URL: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2444067.ece>

Her er det Stoltenberg frykter mest 20.03.2013

URL: <http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article2583461.ece>

Proff.no

Bransjeside møbelverksteder, hentet: 03.03.2013

URL:

http://www.proff.no/bransjefakta/møbelverksteder/zdC_Ac0oFAjTWufCjwk_Mg/

Regnskapstall Brødr. Brøste AS, hentet: 06.05.2013

URL: <http://www.proff.no/regnskap/brøste-brødr-as/verma/-/Z0I418KQ/>

Regnskapstall Rundtom Møbelfabrikk AS, hentet: 05.06.2013

URL: <http://www.proff.no/regnskap/rundtom-møbelfabrikk-as/dombås/møbler/Z0I3ODW3/>

14.0 Vedlegg**Vedlegg 1: historiske resultatregnskap og balanse**

RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S

Resultatregnskap

	Note	2012	2011
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER			
Driftsinntekter			
Salgsinntekt		10 561 138	10 267 570
Annen driftsinntekt		75 118	0
Sum driftsinntekter		10 636 256	10 267 570
Driftskostnader			
Varekostnad		4 561 877	4 189 985
Underleverandører		24 440	104 509
Lønnskostnader	4	3 591 040	3 988 093
Avskrivning på varige driftsmidler	2	510 608	571 000
Annen driftskostnad	4	1 133 810	1 321 080
Sum driftskostnader		9 821 775	10 174 666
DRIFTSRESULTAT		814 482	92 904
FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER			
Finansinntekter			
Annen renteinntekt		4 202	1 967
Annen finansinntekt		5 987	7 273
Sum finansinntekter		10 188	9 241
Finanskostnader			
Annen rentekostnad		436 920	456 334
Annen finanskostnad		3 922	6 647
Sum finanskostnader		440 843	462 981
NETTO FINANSPOSTER		(430 654)	(453 740)
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD		383 828	(360 836)
Skattekostnad på ordinært resultat	5	107 580	(100 990)
ORDINÆRT RESULTAT		276 248	(259 846)
ÅRSRESULTAT		276 248	(259 846)
OVERFØRINGER			
Avsatt til utbytte		100 000	50 000
Overføringer annen egenkapital		176 248	(309 846)
SUM OVERFØRINGER		276 248	(259 846)

RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S

Balanse pr. 31.12.2012

	Note	31.12.2012	31.12.2011
EIENDELER			
Anleggsmidler			
Varige driftsmidler			
Tomter, bygninger, annen fast eiendom	2	4 462 186	4 556 186
Driftsløsøre, inventar, verktøy	2	2 228 000	2 513 000
Finansielle anleggsmidler			
Andre fordringer		86 800	0
Sum anleggsmidler		6 776 986	7 069 186
Omløpsmidler			
Varer	1	2 076 310	2 563 468
Kundefordringer	1	1 846 750	963 187
Andre fordringer		175 529	168 582
Bankinnskudd, kontanter o.l.	7	106 734	126 450
Sum omløpsmidler		4 205 322	3 821 687
SUM EIENDELER		10 982 308	10 890 873
EGENKAPITAL OG GJELD			
Egenkapital			
Innskutt egenkapital			
Aksjekapital (1850 aksjer à kr 1.000)	3	1 850 000	1 850 000
Sum innskutt egenkapital		1 850 000	1 850 000
Opptjent egenkapital			
Annen egenkapital		182 248	6 000
Sum opptjent egenkapital		182 248	6 000
Sum egenkapital		2 032 248	1 856 000
Gjeld			
Avsetning for forpliktelser			
Utsatt skatt	5	109 975	2 395
Sum avsetning for forpliktelser		109 975	2 395
Annen langsiktig gjeld			
Gjeld til kredittinstitusjoner	6	6 188 792	6 704 528
Øvrig langsiktig gjeld	6	215 385	276 924
Sum annen langsiktig gjeld		6 404 177	6 981 452
Kortsiktig gjeld			
Gjeld til kredittinstitusjoner	6	736 027	591 209
Leverandørgjeld		630 880	602 869
Betalbar skatt		0	19 444
Skyldig offentlige avgifter		557 794	333 247
Utbytte		100 000	50 000
Annen kortsiktig gjeld		411 208	454 256
Sum kortsiktig gjeld		2 435 909	2 051 026
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		10 982 308	10 890 873

RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S

Resultatregnskap

	2010	%	2009	%	Endring
DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER					
Driftsinntekter					
Salgsinntekt	10 952 784	100,0	12 240 104	99,9	(1 287 321)
Annen driftsinntekt	0	0,0	13 682	0,1	(13 682)
Sum driftsinntekter	10 952 784	100,0	12 253 786	100,0	(1 301 003)
Driftskostnader					
Varekostnad	4 949 689	45,2	4 867 076	39,7	82 613
Underleverandører	102 937	0,9	528 617	4,3	(425 680)
Lønnskostnader	3 932 341	35,9	3 732 279	30,5	200 062
Avskrivning på varige driftsmidler	655 964	6,0	566 147	4,6	89 817
Annen driftskostnad	1 480 812	13,5	2 038 900	16,6	(558 088)
Sum driftskostnader	11 121 744	101,5	11 733 019	95,8	(611 275)
DRIFTSRESULTAT	(168 960)	1,5	520 767	4,2	(689 728)
FINANSINNEKTER OG FINANSKOSTNADER					
Finansinntekter					
Annen renteinntekt	10 199	0,1	20 328	0,2	(10 129)
Annen finansinntekt	4 310	0,0	4 866	0,0	(556)
Sum finansinntekter	14 509	0,1	25 194	0,2	(10 685)
Finanskostnader					
Annen rentekostnad	443 198	4,0	569 716	4,6	(126 518)
Annen finanskostnad	9 633	0,1	9 436	0,1	197
Sum finanskostnader	452 831	4,1	579 153	4,7	(126 321)
NETTO FINANSPOSTER	(438 322)	4,0	(553 958)	4,5	115 636
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD	(607 282)	5,5	(33 191)	0,3	(574 091)
Skattekostnad på ordinært resultat	(171 731)	1,6	(8 160)	0,1	(163 571)
ORDINÆRT RESULTAT	(435 551)	4,0	(25 031)	0,2	(410 520)
ÅRSRESULTAT	(435 551)	4,0	(25 031)	0,2	(410 520)
OVERFØRINGER					
Avsatt til utbytte	50 000	0,5	100 000	0,8	(50 000)
Overføringer annen egenkapital	(485 551)	4,4	(125 031)	1,0	(360 520)
SUM OVERFØRINGER	(435 551)	4,0	(25 031)	0,2	(410 520)

2,17% ←

RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S

Balanse pr. 31.12.2010

	2010	%	2009	%	Endring
EIENDELER					
Anleggsmidler					
Varige driftsmidler					
Tomter, bygninger, annen fast eiendom	4 650 186	39,2	4 667 186	36,2	(17 000)
Driftsløsøre, inventar, verktøy	2 990 000	25,2	3 553 000	27,6	(563 000)
Sum anleggsmidler	7 640 186	64,4	8 220 186	63,7	(580 000)
Omløpsmidler					
Varer	2 845 944	24,0	2 675 009	20,7	170 936
Kundefordringer	1 123 876	9,5	1 292 815	10,0	(168 939)
Andre fordringer	138 192	1,2	425 198	3,3	(287 006)
Bankinnskudd, kontanter o.l.	121 304	1,0	283 261	2,2	(161 957)
Sum omløpsmidler	4 229 315	35,6	4 676 282	36,3	(446 967)
SUM EIENDELER	11 869 501	100,0	12 896 468	100,0	(1 026 967)
EGENKAPITAL OG GJELD					
Egenkapital					
Innskutt egenkapital					
Aksjekapital (1850 aksjer à kr 1.000)	1 850 000	15,6	1 850 000	14,3	0
Sum innskutt egenkapital	1 850 000	15,6	1 850 000	14,3	0
Opptjent egenkapital					
Annen egenkapital	315 846	2,7	801 398	6,2	(485 551)
Sum opptjent egenkapital	315 846	2,7	801 398	6,2	(485 551)
Sum egenkapital	2 165 846	18,2	2 651 398	20,6	(485 551)
Gjeld					
Avsetning for forpliktelser					
Utsatt skatt	122 829	1,0	311 654	2,4	(188 825)
Sum avsetning for forpliktelser	122 829	1,0	311 654	2,4	(188 825)
Annen langsiktig gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner	7 220 264	60,8	7 736 000	60,0	(515 736)
Øvrig langsiktig gjeld	338 462	2,9	400 000	3,1	(61 538)
Sum annen langsiktig gjeld	7 558 726	63,7	8 136 000	63,1	(577 274)
Kortsiktig gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner	338 103	2,8	0	0,0	338 103
Leverandørgjeld	694 396	5,9	972 026	7,5	(277 629)
Betalbar skatt	17 094	0,1	15 190	0,1	1 904
Skyldig offentlige avgifter	363 572	3,1	282 456	2,2	81 115
Utbytte	50 000	0,4	100 000	0,8	(50 000)
Annen kortsiktig gjeld	558 935	4,7	427 744	3,3	131 191
Sum kortsiktig gjeld	2 022 100	17,0	1 797 416	13,9	224 684
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	11 869 501	100,0	12 896 468	100,0	(1 026 967)

RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S

Resultatregnskap

	Note	2009	2008
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER			
Driftsinntekter			
Salgsinntekt		12 240 104	12 490 431
Annen driftsinntekt		13 682	157 000
Sum driftsinntekter		12 253 786	12 647 431
Driftskostnader			
Varekostnad		4 867 076	4 458 877
Underleverandører		528 617	938 706
Lønnskostnader	4	3 732 279	3 746 540
Avskrivning på varige driftsmidler	2	566 147	393 556
Annen driftskostnad	4	2 038 900	1 878 461
Sum driftskostnader		11 733 019	11 416 140
DRIFTSRESULTAT		520 767	1 231 291
FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER			
Finansinntekter			
Annen renteinntekt		20 328	73 587
Annen finansinntekt		4 866	(398)
Sum finansinntekter		25 194	73 189
Finanskostnader			
Annen rentekostnad		569 716	348 264
Annen finanskostnad		9 436	13 792
Sum finanskostnader		579 153	362 056
NETTO FINANSPOSTER		(553 958)	(288 866)
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD		(33 191)	942 424
Skattekostnad på ordinært resultat	5	(8 160)	267 678
ORDINÆRT RESULTAT		(25 031)	674 746
ÅRSRESULTAT		(25 031)	674 746
OVERFØRINGER			
Avsatt til utbytte		100 000	500 000
Overføringer annen egenkapital		(125 031)	174 746
SUM OVERFØRINGER		(25 031)	674 746

RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S

Balanse pr. 31.12.2009

	Note	31.12.2009	31.12.2008
EIENDELER			
Anleggsmidler			
Varige driftsmidler			
Tomter, bygninger, annen fast eiendom	2	4 667 186	4 766 000
Driftsløsøre, inventar, verktøy	2	3 553 000	2 584 000
Sum anleggsmidler		8 220 186	7 350 000
Omløpsmidler			
Varer	1	2 675 009	1 599 332
Kundefordringer	1	1 292 815	1 713 362
Andre fordringer		425 198	1 111 020
Bankinnskudd, kontanter o.l.	7	283 261	2 174 359
Sum omløpsmidler		4 676 282	6 598 073
SUM EIENDELER		12 896 468	13 948 073
EGENKAPITAL OG GJELD			
Egenkapital			
Innskutt egenkapital			
Aksjekapital (1850 aksjer à kr 1.000)	3	1 850 000	1 850 000
Sum innskutt egenkapital		1 850 000	1 850 000
Opptjent egenkapital			
Annen egenkapital		801 398	926 429
Sum opptjent egenkapital		801 398	926 429
Sum egenkapital		2 651 398	2 776 429
Gjeld			
Avsetning for forpliktelser			
Utsatt skatt	5	311 654	152 827
Sum avsetning for forpliktelser		311 654	152 827
Annen langsiktig gjeld			
Gjeld til kredittinstitusjoner	6	7 736 000	8 206 577
Øvrig langsiktig gjeld	6	400 000	461 539
Sum annen langsiktig gjeld		8 136 000	8 668 116
Kortsiktig gjeld			
Leverandørgjeld		972 026	1 036 696
Betalbar skatt		15 190	167 963
Skyldig offentlige avgifter		282 456	190 756
Utbytte		100 000	500 000
Annen kortsiktig gjeld		427 744	455 287
Sum kortsiktig gjeld		1 797 416	2 350 702
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		12 896 468	13 948 073

Vedlegg 2: Proforma modell

Rundtom Møbelfabrikk											
År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Resultater:											
Vekst i salget	-4,2 %	-2,0 %	-10,5 %	-6,3 %	2,0 %	-5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	
Varekostnad/Salg	35,3 %	39,7 %	45,2 %	40,8 %	42,9 %	40,8 %	40,8 %	40,8 %	40,8 %	40,8 %	
Underleverandører/Salg	7,42 %	4,31 %	0,94 %	1,02 %	0,23 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	
Lønnskostnad/Salg	29,6 %	30,5 %	35,9 %	38,8 %	33,8 %	32,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
Avskrivning/Varige driftsmidler	5,4 %	6,9 %	8,6 %	8,1 %	7,6 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %	7,3 %	
Annen driftskostnad/Salg	14,9 %	16,6 %	13,5 %	12,9 %	10,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %	
Rentesats for renteinntekt	-	1,7 %	5,0 %	1,6 %	3,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Finansinntekt	-0,003 %	0,04 %	0,04 %	0,07 %	0,06 %	0,04 %	0,04 %	0,04 %	0,04 %	0,04 %	
Rentesats på rentebærende gjeld	-	6,8 %	5,5 %	5,9 %	5,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Finanskostnad	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	
Skattesats	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
Årlig utbytte som % av årsresultat	74,1 %	399,5 %	11,5 %	19,2 %	36,2 %	36,2 %	36,2 %	36,2 %	36,2 %	36,2 %	
Balansen:											
Varige driftsmidler/Salg	58,1 %	67,1 %	69,8 %	68,8 %	62,9 %	65,3 %	65,3 %	65,3 %	65,3 %	65,3 %	
Vare/Salg	12,6 %	21,8 %	26,0 %	25,0 %	19,5 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	
Fordringer/Salg	22,3 %	14,0 %	11,5 %	11,0 %	19,8 %	15,7 %	15,7 %	15,7 %	15,7 %	15,7 %	
Utsatt skatt/Salg	1,2 %	2,5 %	1,1 %	0,0 %	1,0 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	

År	Resultatregnskap						Budsjettert resultatregnskap					
	2008	2009	2010	2011	2012		2013	2014	2015	2016	2017	
Driftsinntekt	12 647 431	12 253 786	10 952 784	10 267 570	10 636 256		10 104 443	10 508 621	10 928 966	11 366 124	11 820 769	
Varekostnad	-4 458 877	-4 867 076	-4 949 689	-4 189 985	-4 561 877		-4 119 847	-4 284 641	-4 456 026	-4 634 267	-4 819 638	
Underleverandører	-938 706	-528 617	-102 937	-104 509	-24 440		-23 218	-24 147	-25 113	-26 117	-27 162	
Lønnskostnad	-3 746 540	-3 732 279	-3 932 341	-3 988 093	-3 591 040		-3 233 422	-3 152 586	-3 278 690	-3 409 837	-3 546 231	
Avskrivning	-393 556	-566 147	-655 964	-571 000	-510 608		-532 048	-535 048	-561 548	-573 048	-613 048	
Annenn driftskostnad	-1 878 461	-2 038 900	-1 480 812	-1 321 080	-1 133 810		-1 077 120	-1 120 204	-1 165 012	-1 211 613	-1 260 077	
Driftsresultat	1 231 291	520 767	-168 959	92 903	814 481		1 118 789	1 391 995	1 442 577	1 511 242	1 554 613	
Renteinntekter	73 587	20 328	10 199	1 967	4 202		11 473	28 889	45 255	60 056	74 449	
Finansinntekter	-398	4 866	4 310	7 273	5 987		4 103	4 267	4 438	4 615	4 800	
Rentekostnad	-348 264	-569 716	-443 198	-456 334	-436 920		-418 586	-398 089	-405 163	-410 189	-386 367	
Finanskostnader	-13 792	-9 436	-9 633	-6 647	-3 922		-7 591	-7 894	-8 210	-8 539	-8 880	
Ord. resultat før skattekostnad	942 424	-33 191	-607 281	-360 838	383 828		708 189	1 019 167	1 078 897	1 157 185	1 238 615	
Skattekostnad	-267 678	8 160	171 731	100 990	-107 580		-198 293	-285 367	-302 091	-324 012	-346 812	
Ordinært resultat/Årsresultat	674 746	-25 031	-435 550	-259 848	276 248		509 896	733 800	776 806	833 173	891 803	
Utbytte	-500 000	-100 000	-50 000	-50 000	-100 000		-184 579	-265 631	-281 199	-301 603	-322 827	
Overføring annen egenkapital	174 746	-125 031	-485 550	-309 848	176 248		325 317	468 169	495 607	531 570	568 976	

År	Balance					Budsjettet balance					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
UB:											
Varige driftsmidler	7 350 000	8 220 186	7 640 186	7 069 186	6 690 186	6 358 138	6 023 090	6 461 542	6 088 494	5 675 446	
Varer	1 599 332	2 675 009	2 845 944	2 563 468	2 076 310	1 972 495	2 051 394	2 133 450	2 218 788	2 307 540	
Fordringer	2 824 382	1 718 013	1 262 068	1 131 769	2 109 079	2 003 625	2 083 770	2 167 121	2 253 806	2 343 958	
Bankinskudd	2 174 359	283 261	121 304	126 450	106 734	665 360	1 278 671	1 766 750	2 274 644	2 735 313	
Egenkapital	2 776 429	2 651 398	2 165 846	1 856 000	2 032 248	2 357 565	2 825 734	3 321 341	3 852 911	4 421 887	
Langsiktig gjeld	8 668 116	8 136 000	7 558 726	6 981 452	6 404 177	6 019 617	5 620 487	5 977 647	5 491 097	4 989 977	
Kortsiktig gjeld	2 350 702	1 797 416	2 022 100	2 051 026	2 435 909	2 502 589	2 866 063	3 100 247	3 356 912	3 510 188	
Utsatt skatt	152 827	311 654	122 829	2 395	109 975	119 847	124 641	129 627	134 812	140 204	

Vedlegg 3: Gjeld-investeringer-avskrivning

År	2008	2009	2010	2011	2012
LG	8 668 116	8 136 000	7 558 726	6 981 452	6 404 177
Endring/Avdrag		532 116	577 274	577 274	577 275
Endring/Prosent		6,14 %	7,10 %	7,64 %	8,27 %
Snitt endring					565 985
Snitt endring/Prosent					7,28 %

År	2013	2014	2015	2016	2017
Investeringer i v.driftsmidler	200000	200000	1000000	200000	200000
Levetid	5	5	8	5	5
Årlig avskrivninger	40000	40000	125000	40000	40000
Investeringstidspunkt:		Midten av året			
Avskrivninger i investerings år	20000	20000	62500	20000	20000

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB varige driftsmidler	6 690 186	6 358 138	6 023 090	6 461 542	6 088 494	5 675 446
Investeringer		200 000	200 000	1 000 000	200 000	200 000
Avskrivninger		20 000	20 000	62 500	20 000	20 000
			40 000	40 000	125 000	40 000
				40 000	40 000	125 000
					40 000	40 000
						40 000
Avskr. Tidligere v.d. midler		512 048	475 048	419 048	348 048	348 048
SUM Avskrivninger		532 048	535 048	561 548	573 048	613 048

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB LG nye investeringer	0	192 715	370 860	1 305 295	1 396 020	1 472 175
Nye lån/Investeringer		200 000	200 000	1 000 000	200 000	200 000
Avdrag lån nye investeringer		7 285	7 285	36 425	7 285	7 285
			14 570	14 570	72 850	14 570
				14 570	14 570	72 850
					14 570	14 570
						14 570
SUM avdrag nye invest.		7 285	21 855	65 565	109 275	123 845

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB LG gamle investeringer	6 404 177	5 826 902	5 249 627	4 672 352	4 095 077	3 517 802
Avdrag gamle invest.		577 275	577 275	577 275	577 275	577 275

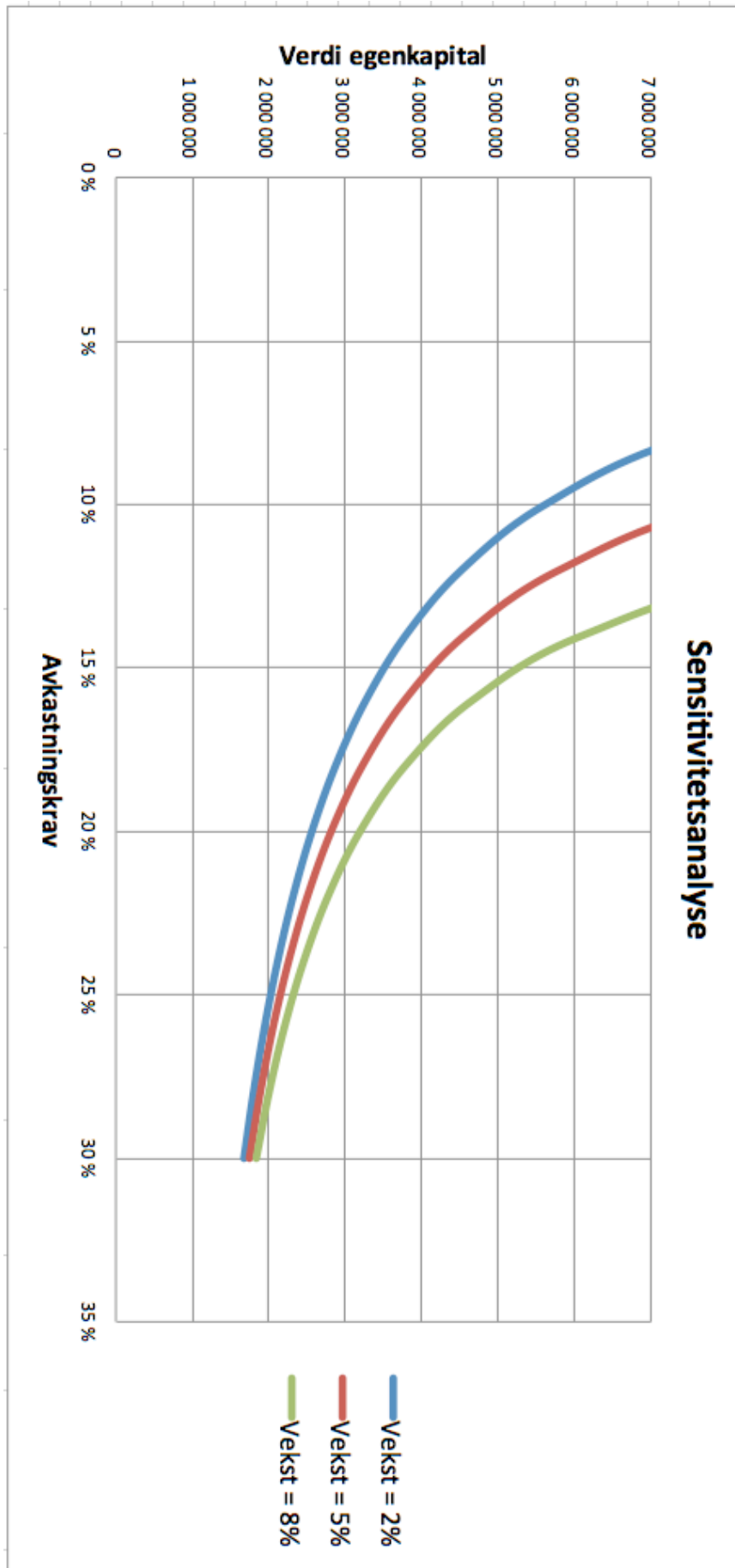
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
UB SUM LG	6 404 177	6 019 617	5 620 487	5 977 647	5 491 097	4 989 977
Nye lån/Investeringer	-	200000	200000	1000000	200000	200000
SUM avdrag nye+gamle	-	584 560	599 130	642 840	686 550	701 120

Kortsiktig gjeld:

År	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekt	7 864 000	7 699 000	5 045 000	9 527 000	8 569 000	8 210 000	13 145 395	12 647 431	12 253 786	10 952 784	10 267 570	10 636 256	10 104 443	10 508 621	10 928 966	11 366 124	11 820 769
Resultat før skatt	- 943 000	201 000	- 58 000	415 000	- 45 000	- 100 000	2 322 344	942 424	- 33 191	- 607 281	- 360 838	383 828	708 189	1 019 167	1 078 897	1 157 185	1 238 615
Gjeld kredittinstitusjoner	294 000	0	628 000	607 000	599 000	909 000	0	0	0	338 103	591 209	736 027	707 311	840 690	983 607	1 136 612	1 182 077
→ % Av driftsinntekter	3,74 %	0,00 %	12,45 %	6,37 %	6,99 %	11,07 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	3,09 %	5,76 %	6,92 %	7,00 %	8,00 %	9,00 %	10,00 %	10,00 %
Leverandørgjeld	133 000	175 000	278 000	300 000	392 000	947 000	328 939	1 036 696	972 026	694 396	602 669	630 880	692 604	720 308	749 120	779 085	810 249
→ % Av driftsinntekter	1,69 %	2,27 %	5,51 %	3,15 %	4,57 %	11,53 %	2,50 %	8,20 %	7,93 %	6,34 %	5,87 %	5,93 %	6,85 %	6,85 %	6,85 %	6,55 %	6,85 %
Betalarskatt	0	0	0	0	0	0	411 517	167 963	15 190	17 094	19 444	0	188 421	280 573	297 106	318 827	341 420
→ % Av resultat før skatt	-	-	-	-	-	-	17,70 %	17,70 %	12,27 %	15,63 %	18,80 %	0,00 %	26,74 %	27,83 %	27,52 %	29,70 %	27,70 %
Skyldig offentlige utgifter	128 000	182 000	386 000	312 000	161 000	482 000	776 733	190 756	282 456	363 572	333 247	557 794	315 716	328 345	341 479	355 138	369 344
→ % Av driftsinntekter	1,63 %	2,36 %	7,65 %	3,27 %	1,88 %	5,87 %	5,91 %	1,51 %	2,31 %	3,32 %	3,25 %	5,24 %	3,12 %	3,12 %	3,12 %	3,12 %	3,12 %
Utbytte	0	0	0	0	0	0	575 880	500 000	100 000	50 000	100 000	100 000	184 579	265 631	281 199	301 603	322 827
→ % Av driftsinntekter	-	-	-	-	-	-	7,32 %	5,85 %	0,82 %	0,46 %	0,94 %	0,94 %	1,82 %	3,45 %	2,84 %	2,56 %	2,72 %
Annen kortsiktig gjeld	673 000	398 000	291 000	360 000	322 000	394 000	443 885	455 287	427 744	558 935	454 256	411 208	413 958	430 516	447 737	465 646	484 272
→ % Av driftsinntekter	8,56 %	5,17 %	5,77 %	3,78 %	3,76 %	4,80 %	3,38 %	3,60 %	3,49 %	5,10 %	4,42 %	3,87 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %	4,10 %
SUM Kortsiktig gjeld	1 228 000	755 000	1 582 000	1 579 000	1 474 000	2 732 000	2 537 000	2 350 702	1 797 416	2 022 100	2 051 025	2 435 909	2 502 589	2 866 063	3 100 247	3 356 912	3 510 188
Prosent av driftsinntekt	15,62 %	9,81 %	31,36 %	16,57 %	17,20 %	33,28 %	19,30 %	18,59 %	14,67 %	18,46 %	19,98 %	22,90 %	24,77 %	27,27 %	28,37 %	29,53 %	29,70 %

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Betalbar skatt	0	188 421	280 573	297 106	318 827	341 420
Utsatt skatt	109 975	119 847	124 641	129 627	134 812	140 204
Endring utsatt skatt	107 580	9 872	4 794	4 986	5 185	5 392
Skattekostnad	-107 580	-198 293	-285 367	-302 091	-324 012	-346 812

Vedlegg 4: Sensitivitets analyse



VEKST →														
	3935681													
	6%	9 213 656	1%	11 077 889	14 184 944	20 399 053	39 041 381	-	18 976 491	36 275 793	-	-	-	-
	8%	6 619 847		7 443 623	8 596 910	10 326 840	13 210 057	18 976 491	36 275 793	-	-	-	-	-
	10%	5 175 606		5 622 136	6 196 245	6 961 725	8 033 396	9 640 903	12 320 081	17 678 438	33 753 508	-	-	-
	12%	4 254 238		4 526 188	4 858 571	5 274 050	5 808 238	6 520 487	7 517 637	9 013 361	11 506 234	16 491 982		16 491 982
	14%	3 614 670		3 793 322	4 004 457	4 257 819	4 567 484	4 954 565	5 452 240	6 115 807	7 044 802	8 438 293		8 438 293
	16%	3 144 371		3 268 165	3 411 006	3 577 652	3 774 599	4 010 934	4 299 789	4 660 857	5 125 087	5 744 061		5 744 061
	18%	2 783 747		2 873 006	2 974 168	3 089 781	3 223 180	3 378 813	3 562 742	3 783 458	4 053 221	4 390 426		4 390 426
	20%	2 498 278		2 564 653	2 638 836	2 722 293	2 816 877	2 924 973	3 049 699	3 195 213	3 367 183	3 573 548		3 573 548
	22%	2 266 584		2 317 174	2 373 090	2 435 218	2 504 655	2 582 772	2 671 305	2 772 485	2 889 231	3 025 435		3 025 435
	24%	2 074 710		2 114 058	2 157 152	2 204 557	2 256 951	2 315 167	2 380 231	2 453 429	2 536 387	2 631 195		2 631 195
	26%	1 913 158		1 944 284	1 978 116	2 015 024	2 055 448	2 099 913	2 149 059	2 203 666	2 264 696	2 333 356		2 333 356
	28%	1 775 239		1 800 218	1 827 195	1 856 421	1 888 188	1 922 843	1 960 798	2 002 549	2 048 694	2 099 967		2 099 967
	30%	1 656 102		1 676 399	1 698 199	1 721 676	1 747 031	1 774 499	1 804 356	1 836 927	1 872 600	1 911 840		1 911 840

← AVK. KRAV

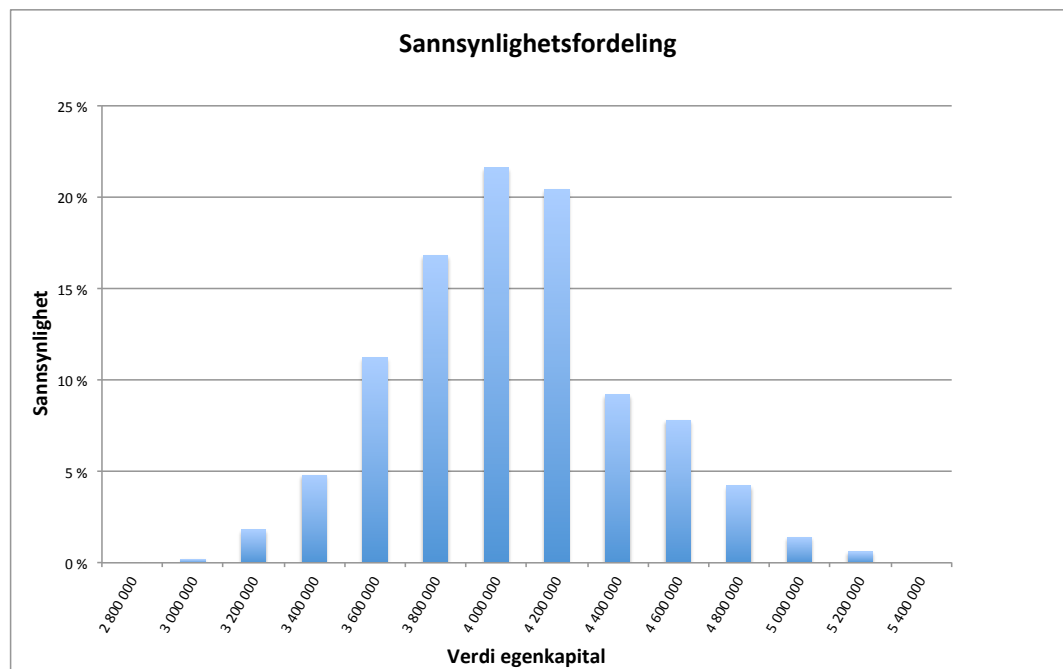
Vedlegg 5: simulering:

Rundtom Møbelfabrikk										
År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Resultatet:										
Vekst i salget						-0,05	0,04	0,04	0,04	0,04
Standardavvik						0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Vekst i salget	-4,2 %	-2,0 %	-10,5 %	-6,3 %	2,0 %	-4,7 %	5,3 %	3,6 %	3,9 %	4,6 %
Varekostnad/Salg	35,3 %	39,7 %	45,2 %	40,8 %	42,9 %	40,8 %	40,8 %	40,8 %	40,8 %	40,8 %
Underleverandører/Salg	7,42 %	4,31 %	0,94 %	1,02 %	0,23 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
Lønnskostnad/Sale	29,6 %	30,5 %	35,9 %	38,8 %	33,8 %	32,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %

År	Resultatregnskap					Budsjettresultatregnskap				
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekt						10 134 352	10 568 944	10 770 807	11 291 984	11 890 367
Standardavvik						100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
Ny driftsinntekt	12 647 431	12 253 786	10 952 784	10 267 570	10 636 256	10 035 523	10 401 475	10 871 823	11 369 768	11 976 099
Varekostnad	-4 458 877	-4 867 076	-4 949 689	-4 189 985	-4 561 877	-4 091 746	-4 240 954	-4 432 728	-4 635 753	-4 882 970

Konstant vekstfaktor	3,00 %
Standardavvik	0,01
Ny konstant vekstfaktor	3,91 %

Intervall	Antall	Sannsynlighet
2 800 000	0	0 %
3 000 000	1	0 %
3 200 000	9	2 %
3 400 000	24	5 %
3 600 000	56	11 %
3 800 000	84	17 %
4 000 000	108	22 %
4 200 000	102	20 %
4 400 000	46	9 %
4 600 000	39	8 %
4 800 000	21	4 %
5 000 000	7	1 %
5 200 000	3	1 %
5 400 000	0	0 %
SUM:	500	100 %



Vedlegg 6: diverse utregninger:

Avkastningskrav:		
	Før skatt	Etter skatt
Risiko fri rente	4,366 %	3,14 %
Mrk. Risiko premie	5 %	3,60 %
Beta	1,17	1,17
Small stock premium	4,50 %	3,24 %
Likviditets premie	5 %	3,60 %
Rentekostnad		6,04 %
Inflasjon	2,50 %	2,50 %
Capm nominell	19,72 %	14,20 %
Wacc nominell	10,22 %	7,665 %
Capm Reell	16,80 %	11,41 %
Wacc Reell	7,53 %	5,04 %

Norsk stats obligasjon		
	5 år	10 år
2012	1,59	2,1
2011	2,56	3,12
2010	2,83	3,52
2009	3,33	4
2008	4,43	4,47
2007	4,77	4,78
2006	3,9	4,07
2005	3,27	3,74
2004	3,61	4,36
2003	4,58	5,04
2002	6,36	6,38
2001	6,31	6,24
2000	6,38	6,22
Average	4,148	4,465
%	31 %	69 %
Rf	4,366369231	

Market value debt	
Rentekost	-418 586
Nåverende gjeld	8 950 061
Rente	6,04 %
Avdrag	577275
Levetid	15,50
MV egenkapital	3 935 681
MV Gjeld	7 746 208

Vedlegg 7: avskrivninger

Oversikt over registrerte driftsmidler
Utskrift fra FINALE Avsopppler
Dato : 14/02/2013 09:00 Side 1 av 3

Byrå Snehetta Regnskap AS
Klient 10169 RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S
Periode jan-des 12

Konto	Anskaff pr.1.1	Tilgang i år	Avgang i år	Anskaff p.31/12	Akk.avs. pr.1.1	Bokf.v. p.31/12	Ord.Lavs. i år	Tilbl. v.salg.	Ex.ord. avskr.	Akk.avs. p.31/12	Bokf.v. e.avskr.
Konto 1080											
2 GOODWILL	500 000	0	0	500 000	500 000	0	0	0	0	500 000	0 ✓
Konto 1100											
4 BYGNINGER	826 969	0	0	826 969	270 969	556 000	24 000 ✓	0	0	294 969	532 000 ✓ 1100
Konto 1101											
12 LAKKAVDELING	146 000	0	0	146 000	44 000	102 000	4 000 ✓	0	0	48 000	98 000 ✓ 1101
Konto 1102											
29 BYGNINGER 2008	2 038 623	0	0	2 038 623	83 823	1 955 000	26 000 ✓	0	0	109 823	1 929 000
39 BYGNINGER 2009	28 479	0	0	28 479	2 479	26 000	1 000 ✓	0	0	3 479	25 000
57 KONTORER 2010	44 881	0	0	44 881	1 881	43 000	1 000 ✓	0	0	2 881	42 000
56 OPPARBEIDELSE UTEOMRÅDE 2010	31 083	0	0	31 083	1 083	30 000	1 000 ✓	0	0	2 083	29 000
Sum konto 1102	2 143 266	0	0	2 143 266	89 266	2 054 000	29 000	0	0	118 266	2 025 000 ✓ 1102
Konto 1125											
46 BYGNINGER(J)	551 313	0	0	551 313	180 313	371 000	16 000 ✓	0	0	186 313	355 000
47 LAKKAVDELING(J)	97 334	0	0	97 334	30 334	67 000	3 000 ✓	0	0	53 334	64 000
48 BYGNINGER 2008(J)	1 414 148	0	0	1 414 148	57 148	1 357 000	18 000 ✓	0	0	75 148	1 339 000
Sum konto 1125	2 062 795	0	0	2 062 795	267 795	1 795 000	37 000	0	0	304 795	1 758 000 ✓ 1125
Konto 1150											
40 TOMTER/GRUNNAREAL	49 186	0	0	49 186	0	49 186	0	0	0	0	49 186 ✓ 1150
Konto 1200											
18 DATAFRES	619 298	0	0	619 298	489 298	120 000	77 000 ✓	0	0	576 298	43 000 ✓ 1200
Konto 1201											
20 PLATESAG	364 112	0	0	364 112	171 112	193 000	36 000 ✓	0	0	207 112	157 000 ✓ 1201
Konto 1202											
22 FLISHOGGER 2007	148 041	0	0	148 041	61 041	87 000	15 000 ✓	0	0	76 041	72 000 ✓ 1202
Konto 1203											
24 FRESEMASKIN 2008	131 312	0	0	131 312	42 312	89 000	13 000 ✓	0	0	55 312	76 000
32 MONTERING MASKIN	13 715	0	0	13 715	2 715	11 000	1 000 ✓	0	0	3 715	10 000
Sum konto 1203	145 027	0	0	145 027	45 027	100 000	14 000	0	0	59 027	86 000 ✓ 1203
Konto 1204											
26 RAMMARCH PRESSE	77 840	0	0	77 840	24 840	53 000	8 000 ✓	0	0	32 840	45 000 ✓ 1204

Oversikt over registrerte driftsmidler
Utskrift fra FINALE Arsoppgjør
Dato: 14/02/2013 09:00 Side 2 av 3

Byrå Snehette Regnskap AS
Klient 10169 RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S
Periode jan-des 12

	Anskaff pr.1.1	Tilgang i år	Avgang i år	Anskaff p.31/12	Akkava. pr.1.1	Bokt.v. p.31/12	Ord.Lavs. lår	Tilbif. v.salg.	Ek.ord. avskr.	Akkava. p.31/12	Bokt.v e.avskr.
Konto 1205											
27 SKROGPRESSE	126 400	0	0	126 400	39 400	87 000	13 000 ✓	0	0	52 400	74 000 ✓ 1205
Konto 1206											
28 DATAFRES 2008	467 370	0	0	467 370	246 370	221 000	78 000 ✓	0	0	324 370	143 000 ✓ 1206
Konto 1207											
31 FYRANLEGG 2008	614 462	0	0	614 462	136 462	478 000	41 000 ✓	0	0	177 462	437 000
42 TILLEGG FYRANLEGG 2008	153 000	0	0	153 000	21 000	132 000	10 000 ✓	0	0	31 000	122 000
Sum konto 1207	767 462	0	0	767 462	157 462	610 000	51 000	0	0	208 462	559 000 ✓ 1207
Konto 1208											
43 VAKUMLØFTER 2009	18 000	0	0	18 000	5 000	13 000	2 000 ✓	0	0	7 000	11 000 ✓ 1208
Konto 1212											
35 KOMPRESSOR 2009	41 549	0	0	41 549	9 549	32 000	4 000 ✓	0	0	13 549	28 000 ✓ 1212
Konto 1213											
34 SPONAVSUG 2008	694 141	0	0	694 141	107 141	587 000	48 000 ✓	0	0	153 141	541 000 ✓ 1213
Konto 1250											
5 MASKINER OG INVENTAR	1 507 300	0	0	1 507 300	1 507 300	0	0 ✓	0	0	1 507 300	0
14 KANTLISTEMASKIN M.FL.	59 552	0	0	59 552	59 552	0	0	0	0	59 552	0
19 PABYGG KANTLISTEMASKIN	16 810	0	0	16 810	16 810	0	0	0	0	16 810	0
21 TRUCK-HYSTER1998 MOD.	50 000	0	0	50 000	47 000	3 000	3 000	0	0	50 000	0
44 MASKINER OG INVENTAR 2009	490 613	0	0	490 613	101 613	389 000	49 000	0	0	150 613	340 000
59 TRANSPORTVIFTE	0	16 358 ✓	0	16 358	0	16 358	1 489 ✓	0	0	1 489	14 859
58 CNC BOR	0	115 000 ✓	0	115 000	0	115 000	13 417 ✓	0	0	13 417	101 583
60 Utkjøp kantlistemaskin	0	15 132 ✓	0	15 132	0	15 132	1 132	0	0	1 132	14 000
Sum konto 1250	2 124 275	146 490	0	2 270 765	1 732 275	538 490	68 048	0	0	1 800 323	470 442 ✓ 1250
Konto 1270											
13 VERKTØY M.M.	17 000	0	0	17 000	17 000	0	0	0	0	17 000	0
15 SØYLEBORMASKIN	32 500	0	0	32 500	32 500	0	0	0	0	32 500	0
Sum konto 1270	49 500	0	0	49 500	49 500	0	0	0	0	49 500	0
Konto 1280											
11 DATAUTSTYR	2 821	0	0	2 821	2 821	0	0	0	0	2 821	0
45 CANON SKRIVER 2009	31 850	0	0	31 850	13 850	18 000	6 000 ✓	0	0	19 850	12 000 ✓ 1280
Sum konto 1280	34 671	0	0	34 671	16 671	18 000	6 000	0	0	22 671	12 000 ✓ 1280

Byrå		Selskaps Regnskap AS		Oversikt over registrerte driftsmidler		Utskrift fra FINALE Årsoppgjør		Date : 14/02/2013 08:00 Side 3 av 3			
Klient	10189 RUNDTOM MØBELFABRIKK AS	Anskaff	Tilgang	Avgang	Anskaff	Akk.Lava.	Boklv.	Ord.Lava.	Ex.Lond.	Akk.Lava.	Boklv.
Periode	jan-des 12	pr.1.1	i år	i år	p.31/12	pr.1.1	p.31/12	i år	avskr.	p.31/12	e.avskr.
Sum alle driftsmidler		11 406 903	146 490	0	11 553 393	4 336 717	7 215 676	512 048	0	4 848 765	6 703 628

Vedlegg 8: resultat og balanse oversikt

Resultatregnskap		RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S									
		2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2007	%
DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER											
Driftsinntekter		10 267 570	100,0	10 952 784	100,0	12 240 751	99,9	12 490 431	98,8	13 037 395	99,2
Salgsinntekt		0	0,0	0	0,0	13 035	0,1	157 000	1,2	108 000	0,8
Annen driftsinntekt		10 267 570	100,0	10 952 784	100,0	12 253 786	100,0	12 647 431	100,0	13 145 395	100,0
Driftskostnader		4 189 985	40,8	4 949 689	45,2	4 867 076	39,7	4 458 877	35,3	4 589 872	34,9
Varekostnad		104 509	1,0	102 937	0,9	528 617	4,3	938 706	7,4	567 479	4,3
Underleverandører		3 988 093	38,8	3 932 341	35,9	3 732 279	30,5	3 746 540	29,6	3 684 724	28,0
Lønnskostnader		571 000	5,6	655 964	6,0	566 147	4,6	393 556	3,1	338 653	2,6
Avskrivning på varige driftsmidler		1 321 080	12,9	1 480 812	13,5	2 038 900	16,6	1 878 461	14,9	1 404 626	10,7
Annen driftskostnad		10 174 666	99,1	11 121 744	101,5	11 733 019	95,8	11 416 140	90,3	10 585 355	80,5
Sum driftskostnader		92 904	0,9	(169 960)	1,5	520 767	4,2	1 231 291	9,7	2 560 040	19,5
DRIFTSRESULTAT											
FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER											
Finansinntekter		1 967	0,0	10 199	0,1	20 328	0,2	73 587	0,6	1 071	0,0
Annen renteinntekt		7 273	0,1	4 310	0,0	4 866	0,0	(398)	0,0	651	0,0
Annen finansinntekt		9 241	0,1	14 509	0,1	25 194	0,2	73 189	0,6	1 723	0,0
Sum finansinntekter											
Finanskostnader		456 334	4,4	443 198	4,0	569 716	4,6	348 264	2,8	231 944	1,8
Annen rentekostnad		6 647	0,1	9 633	0,1	9 436	0,1	13 792	0,1	7 474	0,1
Annen finanskostnad		462 981	4,5	452 831	4,1	579 153	4,7	362 056	2,9	239 419	1,8
Sum finanskostnader		(453 740)	4,4	(438 322)	4,0	(553 958)	4,5	(288 866)	2,3	(237 696)	1,8
NETTO FINANSPOSTER											
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD		(360 836)	3,5	(607 282)	5,5	(33 191)	0,3	942 424	7,5	2 322 344	17,7
Skattekostnad på ordinært resultat		(100 990)	1,0	(171 731)	1,6	(8 160)	0,1	267 678	2,1	464 629	3,5
ORDINÆRT RESULTAT		(259 846)	2,5	(435 551)	4,0	(25 031)	0,2	674 746	5,3	1 857 715	14,1
ÅRSRESULTAT		(259 846)	2,5	(435 551)	4,0	(25 031)	0,2	674 746	5,3	1 857 715	14,1
OVERFØRINGER											
Avsatt til utbytte		50 000	0,5	50 000	0,5	100 000	0,8	500 000	4,0	575 880	4,4
Årsresultat etter overføringer											

Resultatregnskap		RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S									
	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2007	%	
Overføringer annen egenkapital	(309 846)	3,0	(485 551)	4,4	(125 031)	1,0	174 746	1,4	751 662	5,7	
Fremføring av udekket tap	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	530 152	4,0	
SUM OVERFØRINGER	(259 846)	2,5	(435 551)	4,0	(25 031)	0,2	674 746	5,3	1 657 715	14,1	

Balanse										
	2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2007	%
RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S										
EIENDELER										
Anleggsmidler										
Varige driftsmidler	4 556 186	41,8	4 650 186	39,2	4 667 186	36,2	4 766 000	34,2	1 286 000	18,1
Tomter, bygninger, annen fast eiendom	2 513 000	23,1	2 990 000	25,2	3 553 000	27,6	2 584 000	18,5	1 516 000	21,3
Driftsmøbler, inventar, verkøy	7 069 186	64,9	7 640 186	64,4	8 220 186	63,7	7 350 000	52,7	2 802 000	39,4
Sum anleggsmidler										
Omløpsmidler										
Varer	2 563 468	23,5	2 845 944	24,0	2 675 009	20,7	1 599 332	11,5	1 259 147	17,7
Kundefordringer	963 187	8,8	1 123 876	9,5	1 292 815	10,0	1 713 362	12,3	2 147 623	30,2
Andre fordringer	168 582	1,5	138 192	1,2	425 198	3,3	1 111 020	8,0	84 535	1,2
Bankinnskudd, kontanter o.l.	126 450	1,2	121 304	1,0	283 261	2,2	2 174 359	15,6	811 362	11,4
Sum omløpsmidler	3 821 687	35,1	4 229 315	35,6	4 676 282	36,3	6 598 073	47,3	4 302 667	60,6
SUM EIENDELER	10 890 873	100,0	11 869 501	100,0	12 896 468	100,0	13 948 073	100,0	7 104 667	100,0
EGENKAPITAL OG GJELD										
Egenkapital										
Innskutt egenkapital										
Aksjekapital (1850 aksjer à kr 1.000)	1 850 000	17,0	1 850 000	15,6	1 850 000	14,3	1 850 000	13,3	587 000	8,3
Ikke reg. kapitalforhøvelse	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	283 000	3,7
Sum innskutt egenkapital	1 850 000	17,0	1 850 000	15,6	1 850 000	14,3	1 850 000	13,3	850 000	12,0
Oppført egenkapital										
Annent egenkapital	6 000	0,1	315 846	2,7	801 398	6,2	926 429	6,6	751 682	10,6
Sum oppført egenkapital	6 000	0,1	315 846	2,7	801 398	6,2	926 429	6,6	751 682	10,6
Sum egenkapital	1 856 000	17,0	2 165 846	18,2	2 651 398	20,6	2 776 429	19,9	1 601 682	22,5
Gjeld										
Avsetning for forpliktelser										
Utsatt skatt	2 395	0,0	122 829	1,0	311 654	2,4	152 827	1,1	53 112	0,7
Sum avsetning for forpliktelser	2 395	0,0	122 829	1,0	311 654	2,4	152 827	1,1	53 112	0,7
Annent langsiktig gjeld										
Gjeld til kreditinstitusjoner	6 704 528	61,6	7 220 264	60,8	7 736 000	60,0	8 206 577	58,8	2 379 841	33,5
Øvrig langsiktig gjeld	276 924	2,5	338 462	2,9	400 000	3,1	461 539	3,3	533 077	7,5
Sum annen langsiktig gjeld	6 981 452	64,1	7 558 726	63,7	8 136 000	63,1	8 668 116	62,1	2 912 918	41,0
Kortsiktig gjeld										
Gjeld til kreditinstitusjoner	581 209	5,4	338 103	2,8	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Leverandørgjeld	602 869	5,5	694 396	5,9	972 026	7,5	1 036 696	7,4	328 939	4,6
Sum kortsiktig gjeld	1 184 078	10,9	1 032 499	8,7	972 026	7,5	1 036 696	7,4	328 939	4,6
Sum gjeld	1 184 078	10,9	1 032 499	8,7	972 026	7,5	1 036 696	7,4	328 939	4,6
Sum egenkapital og gjeld	10 890 873	100,0	11 869 501	100,0	12 896 468	100,0	13 948 073	100,0	7 104 667	100,0

Balanse		RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S									
		2011	%	2010	%	2009	%	2008	%	2007	%
Betalbar skatt		19 444	0,2	17 094	0,1	15 190	0,1	167 963	1,2	411 517	5,8
Skyldig offentlige avgifter		333 247	3,1	363 572	3,1	282 456	2,2	190 756	1,4	776 733	10,9
Utbytte		50 000	0,5	50 000	0,4	100 000	0,8	500 000	3,6	575 880	8,1
Annen kortsiktig gjeld		454 256	4,2	558 935	4,7	427 744	3,3	455 287	3,3	443 885	6,2
Sum kortsiktig gjeld		2 051 026	18,8	2 022 100	17,0	1 797 416	13,9	2 350 702	16,9	2 536 954	35,7
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		10 890 873	100,0	11 869 501	100,0	12 896 468	100,0	13 948 073	100,0	7 104 667	100,0
Dombås den	31.12.2011 17.02.2012										
Paul Ulheim Styreleder											
Arild Dalseth Daglig leder/styremedlem											
Trond Rognstad Styremedlem											
Martin Kili Styremedlem											
Ståle Myhren Styremedlem											

Ansvarlig for RUNDTOM MØBELFABRIKK A/S