

# Verdsettelse av Rieber & Søn Konsernet

**Anders Musæus og Mads Aksel Strand**

## **Veileder**

Leif Atle Beisland

*Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.*

Universitetet i Agder, 2010

Fakultet for Økonomi og Samfunnsvitenskap

Institutt for Økonomi



## Forord

Denne oppgaven representerer den avsluttende delen på vårt femårige Siviløkonomstudium ved Universitetet i Agder. Oppgaven har et omfang på 30 studiepoeng, og er skrevet på bakgrunn av vår fordypning i finansiell økonomi og økonomisk styring.

Vi valgte å utføre en verdssettelse av Rieber & Søn konsernet. Grunnen til at vi valgte å utføre en verdssettelsesoppgave, er at vi ble inspirert av faget Financial Statement Analysis and Equity Valuation. Vi valgte å verdsette Rieber & Søn konsernet fordi vi syntes det virket som et interessant konsern. I tillegg eier Rieber & Søn flere merkenavn vi kjenner fra dagligvarebransjen. Blant disse er Toro, som har en helt unik posisjon i det norske markedet.

Arbeidet med oppgaven har vært svært krevende, men samtidig har det vært en lærerik prosess. Gjennom arbeidet med oppgaven har vi lært mye, dette da vi har fått anvendt den teoretiske kunnskapen vi har tilegnet oss på en praktisk måte. Spesielt strategi og regnskap har vært fremtredende kunnskaper vi har hatt behov for i oppgaven.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder førsteamanuensis Leif Atle Beisland, samt førsteamanuensis Terje Heskestad for gode råd, veiledning og innspill gjennom arbeidsprosessen. Takk rettes også til Kjell Henry Knivsfå for tilsendelse av upubliserte forelesningsnotater på forespørsel.

Kristiansand, november 2010

Anders Musæus

Mads Aksel Strand



## Sammendrag

Vi har i denne oppgaven valgt å gjennomføre en verdssettelse av Rieber & Søn konsernet. Dette er en fundamental verdssettelse utført gjennom bruk av offentlige tilgjengelig informasjon. Verdssettelsesmetoden vi har benyttet oss av er ”Discounted Cash Flow Model”. Verdssettelsen gjennomføres ved å gå igjennom en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Dette skal danne basis for å komme frem til verdien av egenkapitalen til Rieber & Søn konsernet.

Oppgaven begynner med en begrunnelse for i hvilke tilfeller man ønsker å verdsette en bedrift. Deretter følger en innføring i konsernets historie og fakta om selskapet. Etter dette har vi gått gjennom ulike verdssettelsesmetoder, for deretter å gi en begrunnelse for vårt valg av metode.

Videre gjennomfører vi en strategisk analyse av selskapet. Den strategiske analysen er et viktig ledd i gjennomføringen av verdssettelsen, da den skal være med å gi et grunnlag for vårt estimat for fremtidsregnskapet til selskapet.

Vi utarbeider så en regnskapsanalyse. I denne delen begynner vi med å omgruppere selskapets regnskapsoppstillinger. Grunnen til dette er at vi ønsker å verdsette aksjen fra et investorperspektiv, og det er dermed nødvendig å omarbeide regnskapsoppstillingene.

Vi analyserer deretter lønnsomheten, kapitalstrukturen og likviditeten i selskapet. Dette gjøres for å gi oss et bedre grunnlag for å utarbeide et fremtidsregnskap for bedriften. For å komme frem til selskapets total kapital har vi beregnet WACC.

Etter dette presenterer vi selve verdssettelsen, hvor vi beregner horisontverdien til selskapet, og bruker modellen vi har valgt for gjennomførelsen. Her kommer vi frem til at selskapets aksje verdi er 42,49 NOK. Per 31.12.2009 var sist omsatte kurs 41,00 NOK. Dagens aksjekurs (18.11.2010) er på 41,60 NOK.

Etter verdssettelsen ved fundamental analyse utfører vi en sensitivitetsanalyse for å teste konsekvensene på selskapets pris per aksje, i fall eventuelle feilprediksjoner i våre anslag. I og med at våre anslag er svært sensitive bør man bruke dem med varsomhet. Vi har også utarbeidet en multiplikatoranalyse for å kontrollere verdien vi fant av selskapet i den fundamentale analysen av konsernet.

## Innholdsfortegnelse

Forord .....	1
Sammendrag .....	2
1 Rieber & Søn .....	8
1.1 Historisk presentasjon av konsernet .....	8
1.2 Organisering .....	9
1.3 Visjon og forretningsidé .....	11
1.4 Rieber & Søn 2009-2011 .....	12
1.5 Rieber & Søns utvikling på Oslo Børs .....	13
1.6 Fordeling aksjonærer .....	14
1.7 Salgsfordeling .....	15
2 Verdssettelsesteori .....	18
2.1 Resultatmodeller .....	19
2.1.1 P/E metoden .....	20
2.1.2 Pris/Bok (P/B) .....	21
2.1.3 Pris/Salg (P/S) .....	22
2.2 Balansebaserte metoder .....	23
2.2.1 Matematisk verdi .....	23
2.2.2 Substansverdi .....	23
2.2.3 Likvidasjonsverdi .....	24
2.3 Fundamentale metoder .....	25
2.3.1 Dividend Discount Model (Dividendemodell) .....	25
2.3.2 Discounted Cash Flow Model (Kontanstrømbasert metode) .....	27
2.3.3 Residual earnings modell (Superprofitt) .....	30
2.3.4 Abnormal Earnings Growth Model (Superprofittvekst) .....	32
2.4 Valg av verdssettelsesmetode .....	33
3 Strategisk Analyse .....	36
3.1 Ekstern analyse .....	36
3.1.1 Mikroanalyse "Porters fem krefter" .....	36
3.1.2 Makroanalyse (PESTEL) .....	40
3.2 Internanalyse .....	44
3.2.1 Strategier .....	44
3.2.2 VRIO-analyse .....	45

3.3 SWOT-analyse.....	48
4 Regnskapsanalyse.....	51
4.1 Omgruppering .....	52
4.1.1 Omgruppering av egenkapitaloppstillingen .....	53
4.1.2 Omgruppering av resultatregnskapet .....	55
4.1.3 Omgruppering av balansen .....	57
4.1.4 Omgruppering av kontantstrømoppstillingen.....	59
4.2 Lønnsomhetsanalyse .....	61
4.2.1 Profittmargin .....	63
4.2.2 Kapitalens omløpshastighet (ATO) .....	64
4.2.3 Avkastning på netto operasjonelle eiendeler .....	65
4.2.4 Finansiell gjeldsgrad (FLEV) .....	67
4.2.5 SPREAD .....	68
4.2.6 Avkastning på vanlig egenkapital (ROCE) .....	70
4.3 Kapitalstrukturanalyse.....	71
4.3.1 Soliditet og finansiering.....	72
4.4 Likviditetsanalyse .....	74
4.5 Forholdstall som bygger på kontantstrømoppstillingen .....	77
4.6 Vekstanalyse.....	78
5 Utarbeidelse av konsernets fremtidsregnskap.....	81
5.1 Estimering av poster i finansregnskapet .....	82
5.1.1 Netto driftsinntekter .....	82
5.1.2 Driftskostnader.....	87
5.1.3 Andre resultat og balanseposter.....	92
6 Avkastningskravet til totalkapitalen .....	96
6.1 Avkastningskrav til egenkapital .....	96
6.2 Verdi av egenkapital og gjeld .....	98
6.3 Kapitalkostnaden for gjeld .....	99
6.4 Avkastningskrav til totalkapitalen .....	103
7 Verdsettelse av Rieber & Søn .....	105
7.1 Beregning av horisontverdi .....	105
7.2 Verdsettelse ved metode for diskontert kontantstrøm .....	107
7.2.1 Kommentar til beregnet verdi av konsernet .....	110
8 Sensitivitetsanalyse .....	111

9 Multiplikatoranalyse.....	115
9.1 P/E .....	115
9.2 P/B .....	116
9.3 P/S .....	117
10 Konklusjon .....	119
Referanseliste.....	121
Bøker .....	121
Internett .....	123
Årsrapporter / kvartalsrapporter (Rieber & Søn).....	125
Årsrapporter (Unilever).....	125
Journaler.....	126
Vedlegg.....	127

## Figuroversikt

Figur 1: Kursutvikling i Rieber & Søn .....	13
Figur 2: Salgsfordeling produktgruppe basert på omsetning 2009.....	15
Figur 3: Salgsfordeling segment basert på omsetning 2009 .....	16
Figur 4: Salgsfordeling geografi basert på omsetning i 2009 .....	17
Figur 5: Konkurrerende krefter .....	37
Figur 6:Driverne bak ROCE (avkastning på den vanlige egenkapitalen) .....	62
Figur 7: Fordeling av driftskostnader 2009 .....	87

## Tabelloversikt

Tabell 1: 20 største aksjonærer pr. 31. desember 2009 .....	14
Tabell 2: Eksempel VRIO-tabell .....	46
Tabell 3: VRIO tabell .....	48
Tabell 4: Omgruppering av egenkapitalredegjørelsen .....	54
Tabell 5: Omgruppering av resultatregnskap .....	56
Tabell 6: Omgruppering av balansen.....	58
Tabell 7: Omgruppering av kontantstrømoppstillingen .....	60



Tabell 8: Profittmargin Rieber & Søn.....	63
Tabell 9: Profittmargin Unilever .....	63
Tabell 10: ATO Rieber & Søn .....	64
Tabell 11: ATO Unilever.....	64
Tabell 12: RNOA Rieber & Søn.....	65
Tabell 13: RNOA Unilever .....	66
Tabell 14: FLEV Rieber & Søn.....	67
Tabell 15: FLEV Unilever .....	67
Tabell 16: SPREAD og NBC Rieber & Søn.....	69
Tabell 17: SPREAD og NBC Unilever .....	69
Tabell 18: ROCE Rieber & Søn .....	70
Tabell 19: ROCE Unilever.....	70
Tabell 20: Nøkkeltall oppsummert Rieber & Søn .....	71
Tabell 21: Nøkkeltall oppsummert Unilever .....	71
Tabell 22: Soliditet og finansiering nøkkeltall Rieber & Søn .....	73
Tabell 23: Soliditet og finansiering nøkkeltall Unilever .....	73
Tabell 24: Likviditetsgrad 1 og 2 Rieber & Søn.....	75
Tabell 25: Likviditetsgrad 1 og 2 Unilever .....	75
Tabell 26: Rentedeckningsgrad Rieber & Søn.....	77
Tabell 27: Kjerne driftsresultat Rieber & Søn.....	79
Tabell 28: Estimering av netto driftsinntekt Rieber & Søn.....	83
Tabell 29: Estimering av Andre driftsinntekter Rieber & Søn .....	86
Tabell 30: Estimering av vareforbruk Rieber & Søn .....	88
Tabell 31: Estimering av lønnskostnader Rieber & Søn .....	89
Tabell 32: Estimering av produksjonskostnader Rieber & Søn .....	89
Tabell 33: Estimering av Salgs- og markedsføringskostnader Rieber & Søn .....	90
Tabell 34: Estimering av Andre driftskostnader Rieber & Søn.....	91
Tabell 35: Estimering av Anleggsmidler Rieber & Søn .....	91
Tabell 36: Estimering av Av- og nedskrivninger Rieber & Søn .....	91
Tabell 37: Oppsummering av estimat for driftskostnader Rieber & Søn .....	92
Tabell 38: Estimering av netto finanskostnader.....	93
Tabell 39: Estimering av investeringer .....	94
Tabell 40: Estimering av Omløpsmidler.....	95
Tabell 41: Estimering av Kortsiktig gjeld .....	95

Tabell 42: Estimering av Arbeidskapital .....	95
Tabell 43: Krav til avkastning på gjeld basert på rating.....	100
Tabell 44: Rating-inndeling basert på ulike nøkkeltall .....	101
Tabell 45: Syntetisk rating Rieber & Søn .....	102
Tabell 46: WACC (Avkastning til totalkapitalen) Rieber & Søn.....	104
Tabell 47: Estimert resultatregnskap Rieber & Søn .....	108
Tabell 48: "Discounted Cash Flow Model" Rieber & Søn.....	109
Tabell 49: WACC/vekst Rieber & Søn .....	111
Tabell 50: Aksjepris ved faktorendringer Rieber & Søn .....	112
Tabell 51: Aksjepris ved faktorendring driftsinntekter/kostnader Rieber & Søn.....	112
Tabell 52: Aksjepris ved samvariasjon driftsinntekter/vareforbruk Rieber & Søn.....	113
Tabell 53: P/E Rieber & Søn.....	115
Tabell 54: P/B Rieber & Søn .....	116
Tabell 55: P/S Rieber & Søn.....	117

## Vedleggsoversikt

Vedlegg 1: Beregning av beta verdi Rieber & Søn.....	127
Vedlegg 2: Opprinnelig resultatregnskapsoppstilling Rieber & Søn-tall i MNOK.....	129
Vedlegg 3: Opprinnelig totalresultatoppstilling Rieber & Søn .....	129
Vedlegg 4: Opprinnelig balanseoppstilling Rieber & Søn –tall i MNOK .....	130
Vedlegg 5: Opprinnelig egenkapitaloppstilling Rieber & Søn-tall i MNOK.....	132
Vedlegg 6: Opprinnelig kontantstrømoppstilling Rieber & Søn – tall i MNOK.....	135
Vedlegg 7: Opprinnelig resultatregnskap for Unilever NV – tall i MEUR .....	136
Vedlegg 8: Omgruppert resultatregnskap for Unilever NV – tall i MEUR .....	137
Vedlegg 9: Opprinnelig balanseoppstilling for Unilever NV – tall i MEUR .....	138
Vedlegg 10: Omgruppert balanseoppstilling for Unilever NV – tall i MEUR .....	139

## 1 Rieber & Søn

Rieber & Søn er et multinasjonalt næringsmiddelkonsern. Konsernet er organisert i ti forretningsenheter og har 25 merkevarer i forretningsenhetenes hjemmemarkeder. Konsernet har produksjon i Norge, Sverige, Danmark, Tsjekia, Nederland, Polen og Russland. Rieber & Søn har ca. 3600 ansatte hvorav ca 1200 er ansatt i Norge (Rieber & Søn 2009).

Selskapet hadde i 2009 en netto salgsinntekt på 4 967 021 000 NOK.

### 1.1 Historisk presentasjon av konsernet

Rieber & Søn ble grunnlagt av Paul Gottlieb Rieber som et handelsselskap og eddikfabrikk i Bergen i 1839. I mai 1946 lanseres buljongterninger under navnet Toro Kjøttbuljong, noe som danner grunnlaget for et sterkt merkenavn i Norge.

I 1959 kom den første suppeposen fra Toro, en grønnsakssuppe. I 1964 lanseres Bergensk Fiskesuppe og innleder en ny epoke i Toros historie. Et halvt år senere hadde Toro 37 % av det totale suppemarkedet i Norge. Denne suppen trakk også omsetningen av de andre suppeposene opp.

I 1987 slås Rieber & Søn sammen med byggevarefirmaet Jacob Neumann og Nodest Industrier. Det er etter denne fusjonen Rieber & Søn noteres på Oslo Børs.

I 1991 og 1992 går Rieber & Søn inn i henholdsvis det svenske markedet og starter sitt engasjement i Sentral- og Øst-Europa i Tsjekkoslovakia.

I år 2000 beslutter Rieber & Søn etter 161 år å forlate konglomeratmodellen for i stedet og fokusere på næringsmidler.

I dag er Rieber & Søn et ledende næringsmiddelselskap i Norge. Selskapets produksjon av varer deles inn i 7 produktgrupper, der supper og sauser er den største hva gjelder salgsinntekter. Supper og sauser utgjorde 50,4 % av salgsinntektene for selskapet i 2009. De resterende produktgruppene består av bakeingredienser, kaker og desserter (15,9 %), salater og dressinger (15,8 %), sjømat (8,1 %), løk (5,1 %), snacks (2,5 %) og ingredienser (2,1 %).

Hovedmarkedene for Rieber & Søn er Norden og Sentral- og Øst Europa. Vest-Europa stod i 2009 for 74 % av salgsomsetningen for selskapet, mens Sentral- og Øst-Europa stod for 26 %.

## 1.2 Organisering

Rieber & Søn står for 25 merkevarer i 12 land. I Norge er de kjent for merkene:

- Toro
- Mr. Lee
- Vestlandslefsa
- Geisha (Ming)
- Trondhjems
- Grillfagmannen
- Smaks
- Black Boy
- Vossafår
- Denja

Rieber & Søn er delt inn i 10 forretningsenheter. Det blir levert resultater for bare to segmenter. Dette er Vest-Europa og Sentral- og Øst-Europa.

### Vest- Europa

**I Vest- Europa** er konsernet delt inn i seks forretningsenheter. **Norge** er størst på alle måter, og står for merkevarene som er nevnt ovenfor, hvor Toro er den største aktøren. I Rieber & Søn Norge har man produkter innen supper, sauser, gryteretter, bakeprodukter, ris, krydder, hermetikk og kjølte ferdigretter.

Det er også en enhet i **Danmark** som tar seg av det skandinaviske markedet for merkene Denja, K-salat og Bähncke, som driver med sennep, dressinger og salater.

I **Sverige** selges kjølte og frosne kaker fra merket Frödinge, som eksporteres til blant annet Storbritannia, Finland og Tyskland.

**Tyskland** selger merkene Bähncke, Frödinge, Cronions, King Oscar og egenutviklede produkter.

**Rieber & Søn Food Service** tar seg av leveranser til storhusholdninger i Norge, Sverige, Tsjekkia og Slovakia.

**Cronions** er en egen enhet som produserer og selger sprøstekt løk og frosne løkringer til mer enn 30 land verden over.

**Export Western Europe** tar seg av distribusjon og salg i Tyskland og Benelux-landene.

### **Sentral- og Øst- Europa**

Tsjekkia har Vitana, som er en av landets største næringsmiddelprodusenter, og det er også et sterkt merkenavn i Slovakia.

I Polen produseres og selges merkevaren Delecta, som er ledende innen kaker, kakemikser, bakeingredienser og desserter.

I **Russland** produseres og selges det nøtter og snacks under merkenavnet Chaka.

**King Oscar** produserer og selger hermetisk sjømat. I denne kategorien inngår sardiner, makrell i tomat, og tunfisk. Denne virksomheten ble, av strategiske grunner, skilt ut i et eget selskap i 2009, for å klargjøres til frasalg av merkevaren ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

### 1.3 Visjon og forretningsidé

#### **Selskapets visjon:**

”Vi skal være ”Den lokale smaksvinneren”, den ledende merkevarebyggeren, og vi skal utvikle ettertraktede produkter forankret i konsumentenes behov” (Rieber & Søn, 2009).

#### **Med den lokale smaksvinneren sikter Rieber & Søn til dette:**

- Inneha kunnskap om lokale og nasjonale smakspreferanser, i tillegg til å levere smakfulle måltidsløsninger forankret i tradisjon og matvaner.
- Kompetanse og kunnskap om trender og etniske smaksopplevelser i markedet og å tilpasse disse lokale og nasjonale smakspreferanser ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

Rieber & Søn har mer enn 25 merkevarer i 12 land. Merkevarerbygging er en kjernevarekompetanse i selskapet. Innovasjon og produktutvikling står sentralt i merkevarebyggingen for å opprettholde interessen fra lojale forbrukere og gjøre produktene attraktive for nye forbrukere. Sterke merkevarer gjør det tryggere for forbrukerne å velge nye produkter innenfor de etablerte merkevarene ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

#### **Selskapets forretningsidé:**

”Vi skal inspirere konsumentene til å lage spennende og smakfulle måltider på en enklere måte” (Rieber & Søn, 2009).

## 1.4 Rieber & Søn 2009-2011

I perioden 2009 til 2011 innfører Rieber & Søn det de kaller for "Our Future". Dette omhandler strategi, finansielle mål og hovedprogrammer for perioden. Interne forbedringer har blitt prioritert, fremfor organisk vekst. Dette "programmet" har tre underkategorier som er: "Core Review", "Trading Up" og "Step Up".

"Core Review" setter fokus på å legge ned ulønnsomme produktkategorier og å forenkle og fokusere på de produktkategorier som man har mulighet til å ta markedsandeler med. Altså å fokusere på kjerne kategorier. Dette har ført til at merkevaren Sopps har blitt solgt ut av konsernet. Det samme gjelder virksomheten for løkringer og virksomheten for marine ingredienser. Merkevaren King Oscar har blitt skilt ut i et eget selskap.

"Trading Up" tar for seg innovasjon og utvikling av lønnsomme produkter, samtidig som man skal hente ut større gevinster av markedsføringsmidlene. Denne delen av strategien er under arbeid og går som planlagt.

Det som er en viktig del av strategien for Rieber & Søn, er å være en "lokal smaksvinner". Med dette forsøker man å imøtekomme kundenes lokale smaker og behov. Rieber & Søn skreddersyr produkter for de enkelte land, da smaks-preferansene på samme produkt kan være forskjellig fra land til land. Men også hvilke produkter som er mest populære, er forskjellig fra land til land. Nordmenn favoriserer tomatsuppe, mens aspargessuppen er den svenske favoritten.

Denne strategien er den viktigste forskjellen mellom Rieber & Søn og de internasjonale konkurrentene. Dette fører til innovasjon og nyskaping hos Rieber & Søn.

For å få til denne strategien driver Rieber & Søn aktivt med smakspaneler i de ulike landene, for å teste sine produkter opp mot de lokale smakene.

"Step Up" har fokus på konsernets supply-chain. Dette ble igangsatt allerede i 2008. Her forventer man forbedringer i lønnsomheten etter å ha innført prosjekter innen innkjøp og produksjon. Målet har vært å effektivisere og løfte kompetansenivået på disse områdene. Effektiviseringen går under "Operational Excellence" som fokuserer på verdikjeden.

Resultatet av ”Step Up” vil være at man med interne forbedringer skal kunne redusere kapitalbindingen i Rieber & Søn.

”Our Future” har i 2009 gått enda bedre enn budsjettet, med tanke på innsparinger. Det har blitt gjennomført nye forhandlinger på innkjøpsområdene, gjennom et multinasjonalt samarbeid innad i konsernet. Et ledd i dette arbeidet har ført til opprettelsen av en ny sentral innkjøpsorganisasjon ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

## 1.5 Rieber & Søns utvikling på Oslo Børs

**Figur 1: Kursutvikling i Rieber & Søn**



(kilde:[www.hegnar.no](http://www.hegnar.no))

Vi ser at Rieber & Søn aksjen over tid har vist en negativ utvikling. Aksjen ble i 1997 handlet for rundt 80 NOK, mens den i 2009 ble handlet på nivåer rundt 40 NOK. Det har altså nærmest vært en halvering av aksjekursen på 13 år.

Per 31.12.2009 ble aksjen omsatt for 41,00 NOK. Dagens kurs (18.11.2010) er på 41,60 NOK.



Fra [www.riberson.no](http://www.riberson.no) heter det at selskapet ønsker å gi aksjonærene en konkurransedyktig avkastning over tid på den investerte kapitalen.

Ved utgangen av 2009 stod Rieber & Søn aksjen i 41 NOK, noe som tilsvarer en kursoppgang på 15 % i løpet av børsåret.

Siden august 2000 da Rieber & Søn bestemte seg for utelukkende å fokusere på næringsmidler har samlet kursoppgang vært på 26 %, mens den på Oslo Børs har vært på 108 %. Aksjen må når man sammenligner med generell kursoppgang på Oslo Børs kunne sies og ha hatt en svak utvikling.

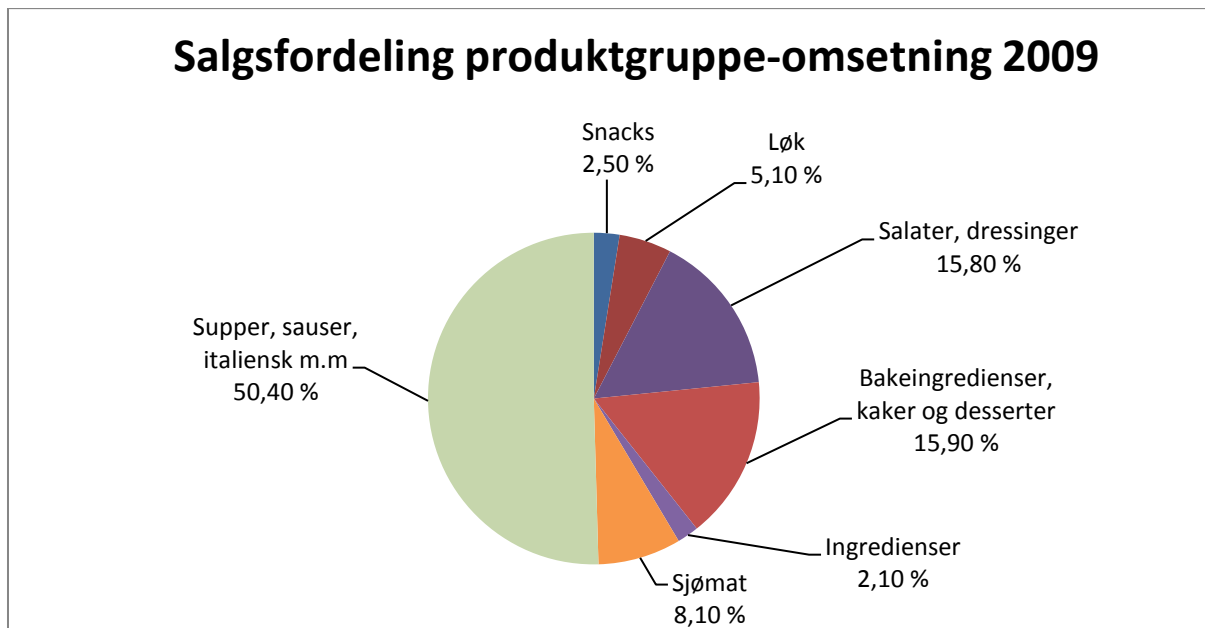
## 1.6 Fordeling aksjonærer

**Tabell 1: 20 største aksjonærer pr. 31. desember 2009**

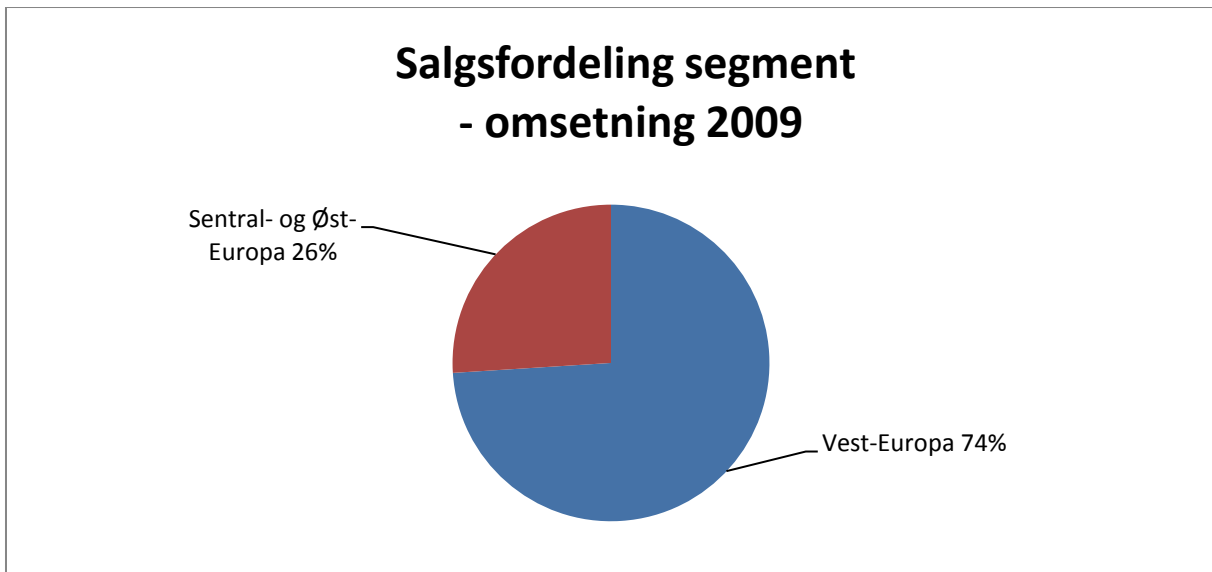
Navn	Antall aksjer	(%)
AS Atlantis Vest	34427090	44,38 %
Orkla ASA	12424907	16,02 %
Folketrygdfondet	8812600	11,36 %
Bank of New York	3605065	4,65 %
Rieber Fritz T.	2021039	2,61 %
Flu A/S	1700000	2,19 %
Frankling Templeton	1669128	2,15 %
Rieber Marianne	1609681	2,07 %
Bank of New York	1548350	2,00 %
Rieber & Søn ASA	1019392	1,31 %
Vital Forsikring ASA	919039	1,18 %
Kalfaret AS	476314	0,61 %
Sparebanken Vest	450000	0,58 %
Norsk Hydro Pensjon	427258	0,55 %
Bank of New York	400605	0,52 %
Rika AS	322580	0,42 %
Riebers Legat Tordis og Fritz C.	291349	0,38 %
Reinkind Asbjørn	201397	0,26 %
VPF Nordea	163400	0,21 %
Rieber Bjarne	155511	0,20 %
<b>20 største aksjonærer</b>	<b>72644705</b>	<b>93,64 %</b>
Andre	4931035	6,36 %
<b>Totalt</b>	<b>77575740</b>	<b>100 %</b>

## 1.7 Salgsfordeling

Figur 2: Salgsfordeling produktgruppe basert på omsetning 2009



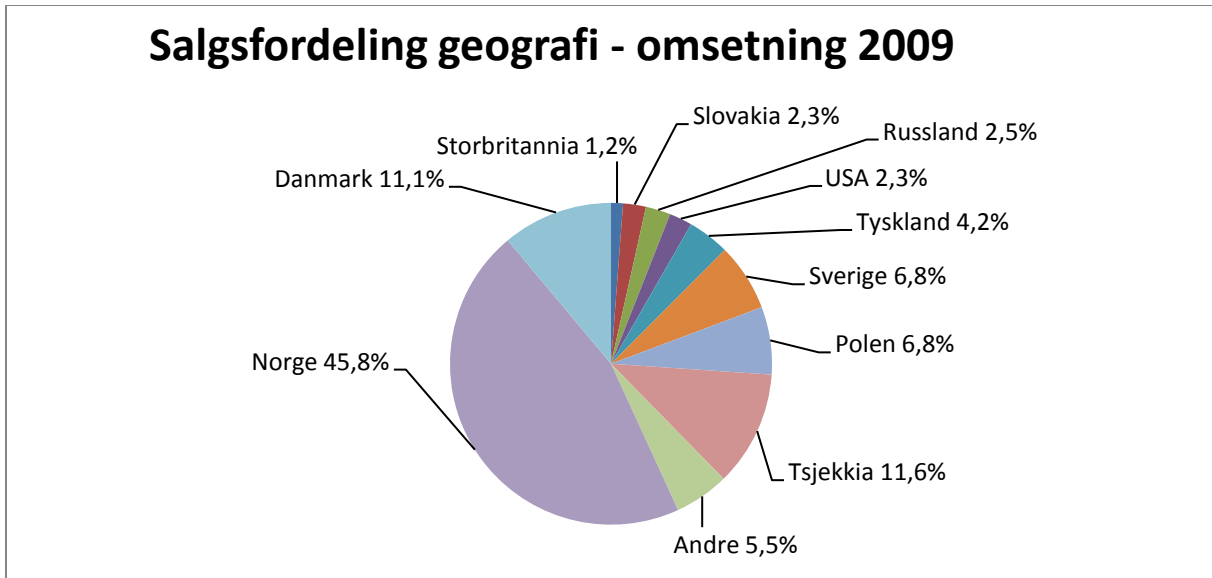
Som vi ser av figuren over produserer, eksporterer og selger Rieber & Søn snacks, løk, salater og dressinger, bakeingredienser, kaker og desserter, ingredienser, sjømat, supper, sauser og italiensk mat. Den største produktgruppen, supper, sauser og italiensk mat, står for 50,40 % av omsetningen i 2009, mens den minste produktgruppen er ingredienser, og står for 2,1 % av omsetningen i 2009.

**Figur 3: Salgsfordeling segment basert på omsetning 2009**

Av figuren over ser vi at Vest-Europa er det klart største segmentet i forhold til omsetningen i selskapet. Sentral- og Øst Europa stod i 2009 for 26 % av selskapets omsetning. Vest-Europa stod for nærmere 3/4 av selskapets omsetning dette året, og er dermed det klart største geografiske segmentet basert på omsetning.

I grafen under ser vi i hvilke land Rieber & Søn hadde salgsomsetning i for år 2009. Det største geografiske markedet er Skandinavia, der Norge står for den største omsetningen med 45,8 %.

**Figur 4: Salgsfordeling geografi basert på omsetning i 2009**



## 2 Verdssettelsesteori

Ifølge Boye og Dahl (1997) er det ofte behov for å sette pris på en virksomhet. Noen eksempler på dette er:

- Kjøp og salg av bedrifter eller deler av bedrifter.
- Utløsning av minoritetsaksjonærer.
- Fusjoner, for å fastsette bytteforholdet.
- Fisjoner, for å fastsette reell verdi av utfisjonert nettoformue.
- Emisjoner, dvs. beregning av emisjonskurs.
- Opptak av kompanjong.
- Fordeling av aksjer mellom arvinger i en generasjonsskiftesituasjon.
- Kredittvurdering – vurdering av pant i aksjer.
- Bedriftens vurdering av egen verdiutvikling.
- Eiendomstaksering.

Det er altså relativt mange situasjoner som kan oppstå for en bedrift, der verdsettelse vil være sentralt. En kan svært sjelden si det vil være én korrekt måte, eller et korrekt svar man får ved verdsettelsen av et selskap. Det er mange ulike måter å verdsette på, og verdsettelsen av en bedrift bygger på estimater. I teorien skal alle verdsettelsesmodeller komme frem til lik verdi av et selskap. Men estimater er anslag, og vil i praksis variere ut i fra hvilke elementer man tar med i verdsettelsen. I praksis vil estimeringsfeil kunne oppstå, slik at man kan få ulik verdi ved bruken av de forskjellige modellene. Derfor kan for eksempel verdsettelse av samme bedrift gjort av ulike aksjemeglere/selskaper variere, i forhold til hva som blir lagt til grunn som estimat.

”Verdien vil avhenge av om man legger et kjøper- eller selgersynspunkt til grunn, hvorvidt man verdsetter enkeltaksjer, strategiske poster eller full overtakelse av selskapet og hvorvidt man foretar en ”stand alone” vurdering eller ”synergivurdering” ” (Boye og Dahl, 1997, side 4).

Ifølge Boye og Dahl (1997) er den kontantstrømbaserte metoden den korrekte metoden for å beregne et selskaps verdi. Dette er fordi det man egentlig gjør når man kjøper et selskap er å kjøpe selskapets fremtidige kontantoverskudd. I teorien skal allikevel de ulike metodene gi

samme verdi av et selskap. Det er vanskelig å budsjettere fremtidige kontantoverskudd, og derfor gjennomfører man en sensitivitetsanalyse for å teste utslag på forskjellige elementer i verdiestimatet.

Det finnes flere ulike metoder å basere verdsettelsen av en bedrift på. I det følgende kapitlet vil vi gå nærmere inn på ulike metoder for verdsettelse. Vi vil prøve å belyse både positive og negative sider ved den enkelte metode. Samtidig vil vi til slutt velge den metoden vi tror vil være den beste å benytte ved vår verdivurdering av Rieber & Søn i denne oppgaven.

Vi har valgt å dele verdsettelsesmetodene inn i disse tre hovedgruppene:

- Resultatmodeller
- Balanseførte modeller
- Fundamental verdsettelse

## 2.1 Resultatmodeller

Når vi investerer i en aksje, så vil vi hovedsakelig være opptatt av om egenkapitalen i bedriften er riktig priset. Dermed er det naturlig å verdsette bedriften ved å relatere markedsverdien av egenkapitalen, til inntekter eller bokført verdi av egenkapital i firmaet.

”En multiplikator er forholdet mellom aksjeprisen og et spesielt tall i årsregnskapet. De mest vanlige tallene å benytte i forholdet til aksjeprisen er noen av de viktigste postene i regnskapet. Noe av det som er hyppigst brukt er resultat, bokførte verdier, salg og kontantstrømmer - herav forholdstallet mellom aksjepris-resultat (P/E), pris-bokført verdi av egenkapitalen (P/B), pris-salg (P/S) og forholdet mellom pris og kontantstrøm fra drift (P/CFO). Ved å bruke en del av informasjonen i årsregnskapet er disse multiplikatorverdiene bygget på veldig lite informasjon. En trenger ikke å vite mye om bokføring for å regne ut forholdstallene” (Penman, 2010 side 76).

En fordel ved å bruke multiplikatormetoder er at vi behøver mindre informasjon for å foreta verdiberegningene, sett i forhold til en fullt utviklet fundamental analyse, som krever en stor mengde informasjon og kunnskap. Andre fordeler er for eksempel at det er lettere å forsvare antagelsene man har tatt ved disse beregningene, sett i forhold til verdiberegninger ved

diskontert kontantstrøm. Relativ vurdering reflekterer mest sannsynlig de nåværende markedsforholdene, siden denne metoden prøver å måle relativ verdi, og ikke egenverdien. Dette kan samtidig være negativt på grunn av at man kan få for høye verdier i situasjoner der markedet overvurderer sammenlignbare firmaer, eller for lave verdier når sammenlignbare firmaer undervurderes. Man kan si at de positive sidene ved å benytte relativ verdsettelse også er de største ulempene. Når man sammenligner ulike selskaper ved bruk av ulike multiplikatorer, kan elementer som vekst eller risiko bli ignorert. Samtidig er det slik at da multiplikatorene baserer seg på markedsverdi, så vil vi kunne få for høye verdier når markedet overvurderer sammenlignbare selskaper. Det kan også oppstå feil av ulike årsaker (bias) og på grunn av de underliggende antagelser for multiplikatorutregningene i relativ verdsettelse er de sårbare for manipulasjon. Man kan få store ulike utslag i verdien av selskapet basert på valg av multiplikator og valg av sammenlignbare selskaper (Boye og Dahl, 1997; Damodaran, 2006).

”I relativ verdsettelse er målet å finne verdien av en bedrift basert på hvordan lignende bedrifter er priset i markedet” (Damodaran, 2006, side 233).

### 2.1.1 P/E metoden

$$P/E = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

En mye brukt variant innenfor relativ verdsettelse er P/E metoden. Denne metoden gir oss forholdet mellom den nåværende aksjeprisen og forrige års resultat per aksje. Forholdstallet forteller oss hvor mye en aksjonær må betale per krone av resultat, som firmaet genererer.

Prisen på en aksje er markedets forventninger til fremtidig inntjening for dette selskapet. Det vil si at vi i telleren har fremtidige forventninger om inntjening, mens vi i nevneren har siste tilgjengelige resultat. P/E forholdet sammenligner fremtidig resultatprognose til dagens resultat (Penman, 2010).

”Om man forventer høyere fremtidig resultat, sett i forhold til det nåværende, så vil P/E verdien være høy. Forventer man imidlertid et lavere fremtidig resultat sett i forhold til dagens resultat, så vil P/E være lav. P/E verdien reflekterer altså antatt vekst i resultatet” (Penman, 2010, side 49).

Ved denne metoden vil man også se på P/E tallet til bedrifter i samme bransje som det kan være naturlig å sammenligne seg med.

For å beregne et selskaps P/E verdi, og oppnå en positiv verdi på denne for å være sammenlignbar avhenger dette av at vi har selskaper som har inntjening. Typisk er det for eksempel for enkelte legemiddelselskaper og bioteknologi selskaper i oppstartsfasen at de ikke har inntjening. Derfor vil ikke disse kunne sammenlignes med et modent selskap innenfor samme bransje.

Et problem som ofte oppstår, er at børsnoterte selskaper i stor grad er diversifiserte, i tillegg er det få bedrifter innen hver bransje i Norge. De bedriftsspesifikke forholdene er som regel så utslagsgivende at relevansen i en observert P/E er liten (Boye og Dahl, 1997).

Det må også nevnes at P/E tallet er avhengig av risiko og generelt rentenivå. Med risiko mener vi konjunkturfølsomhet for aksjen. For eksempel er det liten risiko for et veletablert selskap, og P/E tallet blir da også lavt. P/E avhenger også av vekst, og blir høyere desto høyere fremtidig vekst som er forventet. Om aksjekursen skulle falle i en høykonjunktur vil P/E verdien kunne undervurdere sårbarheten av dette, tilsvarende vil den kunne overvurdere P/E verdien i en lavkonjunktur. Det er også vanlig at P/E tallet er lavt når inntjeningen er over trenden. På grunn av ”unormale” inntjeningsposter i regnskapet, betyr det at et alternativ vil være å prise aksjen etter inntjening etter trend (Hillestad, 2007; Boye, 1999).

Damodaran (2002) anbefaler å benytte P/E for bedrifter som opererer i sykliske industrier.

### 2.1.2 Pris/Bok (P/B)

P/B finner vi ved å dividere markedsverdien av egenkapitalen på den bokførte verdien av egenkapitalen.

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdien av egenkapitalen}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen}}$$

Markedsverdien av egenkapitalen reflekterer markedets forventinger til bedriftens lønnsomhet og kontantstrømmer. Bokført verdi av egenkapitalen er forskjellen mellom bokført verdi av eiendelene og bokført verdi av gjeld.



Det kan poengteres at det også finnes bedrifter med negativ bokført verdi av egenkapital; bedrifter som taper penger. For disse bedriftene kan derfor P/B ikke beregnes. Allikevel kan det være flere bedrifter som har negative inntekter, slik at P/E ikke kan beregnes. Dette betyr at det mest sannsynlig finnes flere bedrifter som kan beregne Pris/Bok enn det finnes firmaer som kan beregne Pris per aksje /Resultat per aksje (P/E).

Damodaran (2002) anbefaler metoden som mest hensiktsmessig for finansielle foretak

### 2.1.3 Pris/Salg (P/S)

”Pris/Salg forholdet måler verdien av egenkapitalen eller bedriften sett i forhold til inntektene som den generer. Som ved andre multiplikatormodeller, ceteris paribus, er det slik at selskap som omsettes med lave inntjeningsmultiplikatorer anses som billige i forhold til selskap som omsettes ved høye inntjeningsmultiplikatorer” (Damodaran, 2006. side 264).

$$P/S = \frac{\text{Markedsverdien av egenkapitalen}}{\text{Inntekter}}$$

Ved verdsettelse av ulike selskaper blir det brukt forskjellige multiplikatorer ved utregning av markedsverdien av egenkapitalen. For eksempel er det slik at et hotell blir verdsatt på bakgrunn av salgsinntekter, gjerne med en multiplikator på 0,8-1,5. Til motsetning kan for eksempel ett forretningsbygg bli verdsatt ved å multiplisere leieinntektene med en multiplikator på for eksempel 10. I følge Boye og Dahl (1997) er metoden unyansert og bør benyttes med stor varsomhet. Grunnen til dette er bruken av de forskjellige multipliktorene. I følge Damadoran (2002) er metoden best egnet for detaljhandel og bedrifter med høy vekst/negativt resultat.

## 2.2 Balansebaserte metoder

Balansebaserte metoder tar utgangspunkt i at man bruker balansetallene fra årsregnskapet for å beregne firmaets verdi. Dette betyr at man verdsetter selskapets eiendeler og trekker deretter ifra gjeld og utsatt skatt. Innenfor denne gruppen har vi tre ulike verdsettelsesmetoder:

- Matematisk verdi
- Substansverdi
- Likvidasjonsverdi

### 2.2.1 Matematisk verdi

Matematisk verdi, eller bokført egenkapital som metoden også kalles, gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital basert på aksjelovens/regnskapslovens vurderingsregler (Boye og Dahl, 1997).

Da regnskapsloven bygger på forsiktighetsprinsippet/laveste verdis prinsipp kan det være store forskjeller i henhold til reell verdi ved denne metoden. Metoden er lite brukt i praksis, men har bl.a. blitt brukt ved forkjøpsrettsbestemmelser i vedtekter og aksjonæravtaler.

### 2.2.2 Substansverdi

Substansverdi, eller verdijustert egenkapital, er markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld. Substansverdi finnes for å sikre at et selskap verken undervurderer eller overvurderer verdien på eiendelene de innehar. Om det ikke eksisterer et marked for selskapets eiendeler, kan evt. gjenanskaffelsesverdi benyttes som et anslag for markedsverdien, dette skjer til kravet om fortsatt drift. Verdssettelse gjort med utgangspunkt i gjenanskaffelsesverdi på

eiendelene mister litt av meningen sett i forhold til beregning av markedsverdien på eiendelene. Grunnet at denne metoden benytter markedsverdien av eiendelene for å finne ut hvor mye selskapet kan tjene på å selge disse, så er dette ikke en optimal verdsettelsesmetode å bruke når det ikke finnes et marked for eiendelene. Om man benytter gjenanskaffelsesverdi vil det også være slik at eiendeler kan ha større egenverdi enn det som fremkommer av gjenanskaffelsesverdien. Det vil dermed kunne oppstå synergier som gjør at prisen på et selskap kan bli høyere ved et oppkjøp eller en fusjon om gjenanskaffelsesverdien som ble brukt skulle være lavere enn egenverdien.

Ifølge (Boye og Dahl, 1997, side 13) kan metoden med fordel brukes i disse situasjonene:

- Det eksisterer et marked der eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten.
- Eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomhet som drives i selskapet.
- Kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg.

I tillegg kan metoden være et nyttig supplement til andre verdiberegninger.

### 2.2.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdien anses som det teoretisk laveste beløpet eierne vil sitte igjen med dersom driften avvikles. En kan anse realisasjonsverdien som et spesialtilfelle av substansverdi og nesten uten unntak lavere enn substansverdien. Dette skyldes bl.a. at substansverdiberegningene forutsetter ”fortsatt drift” for bedriften, mens likvidasjonsverdi innebærer at eiendelene blir solgt som følge av at drift avvikles. Forsert salg innebærer i mange tilfeller rabatt til kjøper, og derfor blir likvidasjonsverdien stort sett lavere enn beregning ved substansverdi.

Det vil i tillegg vanlig at det medfører ekstra kostnader ved avvikling, noe som da ikke blir medregnet ved utregning av substansverdi.

## 2.3 Fundamentale metoder

Verdien av en aksje i et firma er basert på fremtidige forventede inntjening, derfor er det viktig å benytte prognoser av fremtidige inntjening om man skal gjøre en god jobb ved verdiberegninger av bedrifter. Disse prognosene bygger på informasjon, og et sentralt element i verdsettelsesprosessen er derfor å analysere kritisk informasjon.

Når en benytter seg av fundamentale metoder vil man først analysere informasjonen, for så å beregne fremtidig inntjening basert på denne. Til slutt ender man opp med en verdsettelse basert på informasjonen man benyttet seg av.

Modellene innenfor den grenen av verdsettelse er langt mer ressurskrevende og tidkrevende enn de balanseførte metodene.

### 2.3.1 Dividend Discount Model (Dividendmodell)

Modellen verdsetter bedriftens egenkapital ved å anslå fremtidig utbytte for bedriften.

$$\text{Verdi per aksje} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(D_t)}{(1 + k_e)^t}$$

$D_t$  = Forventet utbytte per aksje i periode t

$k_e$  = Avkastningskrav

Investorer regner med å få utbytte i perioden de har aksjen i tillegg til en pris for aksjen når de selger den. Siden den forventede prisen i seg selv blir bestemt av fremtidig utbytte, så kan verdien av aksjen bli skrevet som nåverdien av utbytte i all fremtid (Damodaran, 2006. side 157).

Da det er vanskelig å forutsi utbytte i all fremtid, så har det blitt utviklet flere alternativer til denne modellen, basert på ulike antagelser om fremtidig vekst. En av disse er Gordon growth model. For eksempel tar denne modellen hensyn til at utbytte som ikke blir betalt ut vil reinvesteres, og dermed øke veksten i bedriften.

$$\text{Verdi per aksje} = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Her er  $D_1$  forventet utbytte neste år,  $k_e$  avkastningskravet og  $g$  er vekstraten for utbytte.

Modellen har imidlertid sine begrensninger, og bruken av den er avgrenset til bedrifter med stabil vekst. Dette kan i mange tilfeller være en urealistisk forutsetning, da det for eksempel vil være bedrifter som vil kunne ha en periode der vekstraten ikke er stabil, etterfulgt av en vekstrate med stabil vekst. Derfor har det blitt utviklet en to-trinns vekstmodell. I de fleste tilfellene er vekstraten i den innledende fasen høyere enn i den stabile vekstfasen.

$$\text{Verdi per aksje} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

Her er  $D_t$  forventet utbytte per aksje i år  $t$ ,  $k_e$  er avkastningskravet,  $P_n$  er prisen i slutten av år

$n$ .  $P_n$  kan også skrives med dette uttrykket  $= \frac{D_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$ .  $g_n$  = stabil vekstrate i uendelig tid etter år  $n$ .

Utbyttmodellen fungerer i følge Penman (2010) best når utbetaling av utbytte er knyttet til verdiskapningen i bedriften. En av fordelene med dividendemodellen er at utbytte som betales ut ofte er stabilt på kort sikt. En av ulempene er dessverre at man som regel må anslå utbytte i lang tid fremover, noe som ikke er like enkelt. Det er heller ikke alle bedrifter som utbetaler utbytte, og i så fall kan denne metoden ikke benyttes.

”Verdien av egenkapitalen er basert på fremtidig utbytte, men å anslå utbytte for en bestemt tidsperiode gir ikke noen indikasjon på verdi” (Penman, 2010, side 118). Metoden kan heller ikke fastsette validitet, da endringer i utbytte i forhold til anslaget ikke nødvendigvis er knyttet til verdi, men kan simpelthen skyldes en endring i utbetalingsstrategien. Det faktiske utbytte kan altså ikke valideres i forhold til utbyttet i prognosen, selv om vi kan fastsette nøyaktigheten. Det kan også være at noen firmaer velger og ikke utbetale kapital til sine aksjonærer slik at firmaene bygger opp kapitalbeholdning i bedriften. Denne kapitalbeholdningen inkluderes ikke i modellen slik at vi dermed mest sannsynlig vil

undervurdere bedriften. Imidlertid kan det motsatte også være tilfelle ved at firmaer betaler mer i utbytte enn hva kontantstrømmene skulle tilsi at de gjør, slik at de må utstede mer gjeld eller å få inn mer likvider ved en emisjon. Dette vil dermed gjøre at vi kan overvurdere bedriften, fordi de mest sannsynlig ikke kan opprettholde et like høyt utbytte i fremtiden (Penman, 2010; Damodaran, 2006).

### 2.3.2 Discounted Cash Flow Model (Kontanstrømbasert metode)

”Ved denne verdsettelsesmetoden beregnes verdien av firmaet som nåverdien av de forventede kontantstrømmene, diskontert med en rente som reflekterer en risiko av disse kontantstrømmene” (Damodaran, 2006, side 10).

Firmaets verdi = Nåverdien av forventet kontantstrøm

$$\text{Firmaets verdi} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

$CF_t$  = Kontantoverskudd i år t

k = Avkastningskrav

Ved å investere i bedriften forventer eierne i fremtiden å motta netto kontanttilførsel fra drift. Denne tilførselen kan i følge Boye og Dahl (1997) komme i form av utbytte, aksjesalg eller for eksempel høy gasjering av eiere. En kan derfor benytte estimering av fremtidige kontantoverskudd som et grunnlag for verdiberegning. Dette kan gjøres på to måter; som kontantoverskudd til egenkapitalen eller som kontantstrøm til totalkapitalen.

Egenkapitalmetoden gir oss kontantstrømmen etter at de finansielle postene eller rentekostnadene er trukket fra. Kontantstrømmen etter fratrukk for rentebærende gjeld og reinvesteringer kalles fri kontantstrøm til egenkapital. Denne metoden diskonterer med egenkapitalkostnaden, som er eiernes avkastningskrav. Dette avkastningskravet skal reflektere risikoen til kontantoverskuddet.

Totalkapitalmetoden benytter derimot kontantstrømmen fra drift, altså før de finansielle postene. Avkastningskravet på totalkapitalen skal reflektere både avkastningskravet for eiere og gjeldskostnaden. Dette kaller vi for totalkapitalkostnaden. Kontantstrømmen til totalkapitalen går til alle som har kapital i selskapet, og tar derfor ikke hensyn på renter og avdrag i beregningen.

Verdien av egenkapitalen skal bli den samme om man har utført beregningene ved å diskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkostnaden, eller om man verdsetter firmaet ved å trekke ut kostnadene som ikke er knyttet opp mot egenkapitalen.

I følge en artikkel av Francis, Olsson og Oswald (2000) baserer "Discounted Cash Flow Model" seg på antagelsen om at fri kontantstrøm gir et bedre bilde av tillagt verdi over en kortere periode enn det "Dividend Discount Model" gjør. Videre hevder de at fri kontantstrøm er lik tilgjengelige kontanter for bedriftens bidragsytere av kapital, etter at alle investeringer er utført.

Tidsmessig krever metoden over at vi estimerer for en uendelig periode, noe som vil være tilnærmet umulig å komme frem til. Hvis vi skal estimere for en begrenset tidsperiode, så må vi legge til en sluttverdi etter perioden vi ønsker å finne verdiestimat for. Vi kan beregne horisontverdien enten ved å benytte oss av en konstant kontantstrøm for alle år, eller vi kan benytte oss av en kontantstrøm som vokser med en konstant årlig vekst ( $g$ ). Under ser vi hvordan vi beregner horisontverdien med vekst. Når vi tillegger vekst til firmaets fremtidige kontantstrømmer, så vil også horisontverdien utgjøre en enda større del av den totale sluttverdien.

$$\text{Horisontverdi} = \frac{CF_{t+1}}{(k - g)(1 + k)^t}$$

$CF_t$  = Kontantoverskudd året etter eksplisitt periode

$g$  = årlig vekst i kontantoverskudd etter eksplisitt periode

$t$  = antall år for eksplisitt periode

For å beregne firmaets verdi har vi nåverdien av kontantstrømmene for ønsket antall år, normalt å regne med 5-15 år, pluss en horisontverdi. I stedet for å estimere kontantstrømmer i firmaets levetid, noe som kan være umulig å gjennomføre, legger vi til horisontverdien. Horisontverdien er nåverdien av den verdien vi forventer firmaet er verdt etter siste års budsjetterte kontantstrøm. Verdien av firmaet kan beregnes slik:

$$\text{Verdi} = \sum_{t=1}^t \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{CF_{t+1}}{(k-g)(1+k)^t}$$

De største fordelene med å benytte seg av ”Discounted Cash Flow Model” er at det er et lettvent konsept, at kontantstrømmene er ”ekte” og at de ikke påvirkes av regnskapsregler. I tillegg er det en presentasjon av kjente nåverdimetoder (Penman, 2010).

Det negative med metoden er at kontantstrømmene ikke klarer å måle verdi som skapes der kontantstrømmene ikke involveres. Investeringer behandles som ett tap i verdi, så dette vil si at bedriften øker sin kontantstrøm ved å redusere investeringer, og horisontverdien har en høy betydning i verdsettelsen (Penman, 2010).

Det er også slik at det selskapet man beregner verdien på, bør generere positive kontantstrømmer i de fleste årene man estimerer for. Dette er fordi man ikke kan beregne verdien av et selskap dersom de fremtidige estimerte kontantstrømmene er negative.

I forhold til ”Dividend Discount Model” må vi når vi benytter oss av ”Discounted Cash Flow Model” forutsette fremtidig arbeidskapital og avskrivninger. For ”Dividend Discount Model” kan vi ta utgangspunkt i sist utbetalte utbytte og estimere veksten til denne. Det er også slik at utbytte for de fleste firmaer er mer stabilt og mindre volatilt enn kontantstrømmer, som varierer med firmaets fortjeneste og reinvesteringer (Damodaran, 2006).



### 2.3.3 Residual earnings modell (Superprofitt)

Denne modellen måler tillagt verdi til den bokførte verdien av bedriften. En kan si superprofitten er den overstigende inntjeningen over den forventede avkastningen. Modellen kan ta utgangspunkt i enten avkastningskravet til egenkapitalen eller avkastningskravet til totalkapitalen.

**Superprofittmodellen med utgangspunkt i egenkapitalmetoden:**

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_T}{\rho_E^T} + \frac{V_T^E - B_T}{\rho_E^T}$$

$V^E$  = Egenkapitalverdien

$B_0$  = Inngående bokført verdi av egenkapital

$RE$  = Superprofitt

$\rho_E = 1 +$  Egenkapitalavkastningskravet

$V_T^E$  = Egenkapitalverdien ved slutten av prognoseperioden T.

Denne modellen trenger tre ting i tillegg til egenkapitalkostnaden for å verdsette egenkapitalen (Penman, 2010, side 155):

1. Inngående bokført verdi
2. Prognoser for residualinntjening til en bestemt tidsperiode
3. Estimert premie ved slutten av perioden

”Det må nevnes at horisontpremien, det vil si forventet verdi av aksjen i forhold til bokført verdi T perioder fra nå, er en utfordring å beregne. Modellen fremstår som sirkulær fordi man for å bestemme den nåværende premien behøver å beregne forventet premie i fremtiden.

Beregningen av denne premien er problemet med horisontverdien” (Penman, 2010, side 155).

### Superprofittmodellen med utgangspunkt i totalkapitalmetoden

$$V_0^E = CSE_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{CV_T}{\rho_F^T}$$

$V_0^E$  = Verdi av totalkapital

$CSE$  = Bokført egenkapital

$ReOI$  = Superprofitt

$\rho_F$  =  $1 +$  Totalkapitalavkastningskravet

Modellen tar utgangspunkt i å beregne netto operasjonelle eiendeler, for så å beregne netto finansiell gjeld og trekke fra denne.

Denne metoden går ut på å estimere fortjeneste fra drift som gir merverdier. Ifølge Penman (2010) gjør modellen estimeringen lettere i forhold til egenkapitalmetoden fordi det stilles krav til å estimere operasjonell inntekt og netto operasjonelle eiendeler, samtidig som vi kan utelate og estimere netto finansielle utgifter og netto finansielle forpliktelser.

Ifølge Penman (2010) er noen av fordelene med Superprofittmodellen at den er allsidig, estimeringsperioden kan være kortere enn for metoden med diskontert kontantstrøm. I tillegg benytter også metoden seg av periodisering slik at vi blant annet behandler investeringer som en eiendel fremfor tap av verdi. Vi benytter også bokført verdi, i tillegg til å vi estimerer balansen og resultatregnskapet i stedet for kontantstrømoppstillingen.

Det negative med superprofittmodellen er at beregningen er noe kompleks, og krever forståelse for hvordan periodiseringer foregår, samtidig som beregningene baserer seg på regnskapsinformasjon som kan være suspekt.

Både for egenkapitalmetoden og for totalkapitalmetoden har vi tre valg for horisontverdien. Vi kan sette superprofitten til 0 fordi vi ikke forventer høyere inntjening enn avkastningskravet. Vi kan også forvente at superprofitten vil holde seg stabil, eller at den stadig vil vokse med vekst  $1 + g$  (Penman, 2010).

### 2.3.4 Abnormal Earnings Growth Model (Superprofittvekst)

Denne modellen bygger på fremtidig inntjening. Modellens prinsipp går i følge (Penman, 2010) ut på at hvis man antar at "cum dividend earnings" (inntjening med dividende reinvestert) vil vokse med en rate som er lik avkastningskravet, så vil eiendelens verdi være lik som balanseført inntjening.

Dette vil si at det vil bli ekstra tillagt verdi hvis det er estimert at "cum dividend earnings" gir en høyere avkastning i forhold til avkastningskravet.

#### Superprofittvekstmodellen med utgangspunkt i egenkapitalmetoden

$$V_0^E = \frac{1}{\rho_E - 1} \left[ \text{Earn}_1 + \frac{\text{AEG}_2}{\rho_E} + \frac{\text{AEG}_3}{\rho_E^2} + \frac{\text{AEG}_4}{\rho_E^3} + \dots \right]$$

AEG= Superprofittvekst

$\rho_E = 1 + \text{Egenkapitalavkastningskravet}$

$V^E = \text{Egenkapitalverdien}$

I følge Penman (2010) verdsetter man en aksje med bruk av denne metoden, ved først å estimere fortjenesten et år frem i tid for så å estimere superprofittveksten etter det kommende året. Man finner deretter nåverdien av forventet superprofittvekst etter det kommende året. Så beregner man totalen av fremtidig fortjeneste og verdien av superprofitten. Superprofitten er altså den overskytende fortjenesten (med reinvestert dividende) sammenlignet med fortjenesten som vokser med avkastningskravet. (Penman, 2010)

### Superprofittvekstmodellen med utgangspunkt i total kapitalmetoden

$$V_0^{NOA} = \frac{1}{\rho_F - 1} \left[ OI_1 + \frac{AOIG_2}{\rho_F} + \frac{AOIG_3}{\rho_F^2} + \frac{AOIG_4}{\rho_F^3} + \dots \right]$$

$\rho_F = 1 + \text{Total kapitalavkastningskravet}$

OI = Operating Income (Driftsresultatet)

AOIG = Superprofittvekst

$V_0^{NOA}$  = Verdien av netto operasjonelle eiendeler

Forskjellen fra denne modellen og når vi tok utgangspunkt i egen kapitalmetoden er at driftsresultatet (OI) blir benyttet i stedet for fortjeneste (Earn), og total kapitalavkastningskravet benyttes i stedet for egen kapitalavkastningskravet.

## 2.4 Valg av verdsettelsesmetode

Ifølge Gjesdal (1997), finnes det bare én “modell” for verdsettelse av forretningsvirksomhet. Verdsettelsen tar utgangspunkt i den fremtidige kontantstrømmen som tilflyter selskapet, og verdien fastsettes ved å diskontere disse. Det største problemet vil ifølge Gjesdal være å anslå den fremtidige kontantstrømmen.

I vår oppgave foretar vi en verdsettelse av Rieber & Søn konsernet per 31.12.2009 og har med dette en konkret verdsettelsessituasjon, der det er viktig å velge riktig verdsettelsesmetode i forhold til vår problemstilling.

Enkelte artikkelforfattere hevder at Superprofittmodellen er overlegen metoden for diskontert kontantstrøm. I teorien skal ”Dividend Discount Model”, ”Discounted Cash Flow Model” og ”Residual Income Model” gi lik verdi. I praksis er dette ofte ikke tilfellet grunnet tre feil som Lundholm, O’Keefe og Feltham (2001) tar opp i sin artikkel. Unngår man disse feilene vil ”Residual Income Model” ikke være overlegen ”Discounted Cash Flow Model” i praksis i følge Lundholm, O’Keefe og Feltham.

Den første feilen omtaler de som ”inkonsistent estimeringsfeil”. I artikkelen viser de at denne oppstår ved at korrekt utgangspunkt for horisontverdien sjelden er kontantstrømmen for siste år i eksplisitt periode multiplisert med  $(1+g)$ , dette da man tar utgangspunkt i feilaktige tall beregnet ved kontantstrøm for siste år i eksplisitt periode.<sup>1</sup> Dette fører til variasjoner i resultatet for ”Discounted Cash Flow Model” og ”Residual Income Model”. Avvikene vil kunne variere i ulike retninger.

Den neste feilen skjer ved bruk av metoden som går ut på at man verdsetter selskapet ved å diskontere med WACC og trekke fra netto finansielle forpliktelser, for å komme frem til egenkapitalen. Det som ikke mange vet er at det vektete gjennomsnittet av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden ikke er vilkårlig. Dette kan føre til at man ikke får diskonteringsrenten og dividend discount modellen til å passe sammen. Dette vil da gi forskjellige verdier ved bruk av henholdsvis kontantstrøm modellen og superprofittmodellen.

Den siste feilen blir eksemplifisert i artikkelen slik ”hvis netto inntekt minus netto dividende ikke stemmer overens med aksjeeierens egenkapital”. Prognosen man har antatt vil da ikke stemme overens med de utbyttene man beregner seg fram til gjennom superprofittmodellen. En egenkapitaloppstilling som ikke inkluderer annet enn netto inntekt fra resultatregnskapet kalles for ”clean surplus accounting”. Når man inkluderer resultatpostene som en del av egenkapitalen i stedet for i resultatregnskapet kalles dette for ”dirty surplus accounting” (Penman, 2010).

Metoden vi har valgt å benytte oss av i verdsettelsen er ”Discounted Cash Flow Method”, eller diskontert kontantstrøm. I følge Boye (2008) er de kontantoverskuddene som en bedrift generer hva som gir bedriften verdi. Derfor anbefaler Boye å benytte denne metoden ved en verdsettelse av et selskap. Vi tror metoden vil gi et godt bilde på verdien av Rieber & Søn, da metoden er velkjent og enkel å forholde seg til. I tillegg skal modellen i følge Lundholm, O’Keefe og Feltham i teorien gi lik verdi som ved bruk av ”Dividend Discount Model” og ”Residual Income Model”. Dette skjer som nevnt tidligere ikke alltid i praksis. Vi gjør først beregninger med utgangspunkt i regnskapsinformasjon vi har tilgang til i årsrapportene, for dermed å estimere fremtidig inntjening, og diskontere denne for å finne nåverdien. Med tanke

---

<sup>1</sup> Eksplisitt periode kan defineres som ”en periode av estimerte kontantstrømmer når selskapet vurderes etter DCF (Discounted Cash Flow Model)” ([www.vernimmen.com](http://www.vernimmen.com)).

på at små variasjoner i våre estimater for fremtidig inntjening kan gi store utslag for verdiberegningen, velger vi også å benytte oss av en sensitivitetsanalyse slik at vi kan få et bilde av hvor mye verdiestimatet vil kunne endre seg når vi endrer de enkelte poster i regnskapet. Vi legger til grunn en eksplisitt periode på 6 år, der vi på slutten av denne perioden beregner en horisontverdi med konstant vekst i fremtiden. Grunnen til at vi benytter oss av en eksplisitt periode på 6 år er fordi selskapet nå er inne i en treårsperiode med fokus på lønnsomhet fremfor vekst. Dette fokuset vil selskapet ha frem til 2012, før de igjen fokuserer på vekst, uten at nærmere informasjon om vekst er gitt til markedet. Vi ønsker å få med oss perioden med fokus på lønnsomhet og noe av perioden med fokus på vekst. Utover en eksplisitt periode på 6 år har vi ikke nok informasjon om vekst til og predikere noe om. I tillegg er det i følge Boye (2008) vanlig å benytte seg av en budsjettperiode på 5-15 år. Vi benytter oss av Gordons vekstmodell fordi Rieber & Søn vil satse på vekst etter de er ferdig med sitt forbedringsprogram der de har fokus på lønnsomhet. Derfor mener vi det er realistisk å tro at det vil være en konstant vekst i fremtiden. Vi velger også å benytte oss av totalkapitalmetoden når vi beregner kontantoverskuddene. Denne metoden anbefales av Boye og Meyer (2008) foran egenkapitalmetoden. Etter at vi har beregnet en aksjeverdi for Rieber & Søn vil vi foreta en sensitivitetsanalyse der vi viser hvor sensitiv aksjekursen er til fluktuasjoner i ulike regnskapsposter. Vi vil så beregne ulike multiplikatorer for Rieber & Søn for så å sammenligne disse med Unilevers. Dette gjøres for å kontrollere verdien vi kommer frem til i den fundamentale analysen.

Vårt estimat på verdien av Rieber & Søn vil bygge på tilgjengelige kvartalsrapporter årsrapporter frem til 2010, kunnskap og faglitteratur på området, og de forutsetninger vi måtte benytte oss av.

### 3 Strategisk Analyse

Vi har nå kommet frem til det første steget i en fundamental verdsettelse, noe som innebærer at vi utfører en strategisk analyse av Rieber & Søn. Dette er en viktig del av verdsettelsesprosessen. Her vil vi få avdekket ting som vi må se nærmere på i regnskapsanalysen, og dermed kan man si denne analysen går hånd i hånd med regnskapsanalysen. Den strategiske analysen vil gjøre oss i bedre stand til å komme med prediksjoner om fremtidige regnskapsstørrelser (Soffer & Soffer, 2003).

Bedrifter setter seg mål om hvilke resultater som skal oppnås, både på kort og lang sikt. Strategi kan dermed defineres som en plan for hvordan det skal skje (Kotler & Fredriksen, 2005).

Analysen blir delt inn i to deler, hvor den ene delen tar seg av det eksterne miljøet og omgivelsene til bedriften. Her ser man etter de muligheter og trusler som finnes eksternt. I den andre delen ser man internt på bedriften og hvilke styrker og svakheter som finnes innad i bedriften, og hvordan man kan bruke disse for å oppnå suksess. ”En generell vurdering av en bedrifts sterke og svake sider, muligheter og trusler kalles en SWOT-analyse (av engelsk strengths, weaknesses, opportunities and threats)” (Kotler og Fredriksen, 2005). Vi velger derfor å oppsummere SWOT-analysen etter den eksterne og interne analysen.

#### 3.1 Ekstern analyse

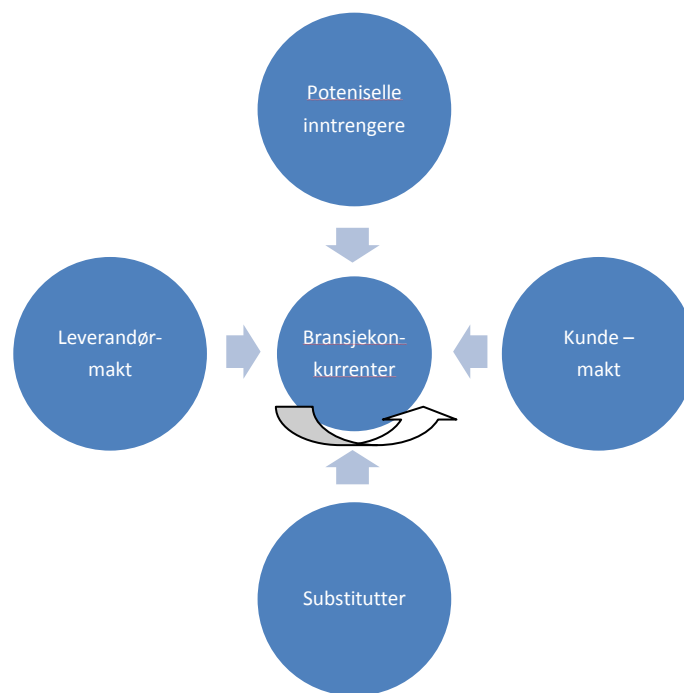
En ekstern analyse bør foregå kontinuerlig, ved at man har et system for og hele tiden kunne følge med på hva som skjer i omgivelsene. Dette er viktig for å kunne være proaktiv og oppdage trender og forandringer på et tidligst mulig tidspunkt. Da vil man ha et godt grunnlag for suksess med det man driver med (Kotler & Fredriksen, 2005).

##### 3.1.1 Mikroanalyse ”Porters fem krefter”

”Porters fem krefter” modellen er en viktig modell til bruk i ekstern analyse av selskaper. Med denne utfører man en mikroanalyse av de eksterne kreftene som eksisterer i en bedrifts

omgivelser. Ved å kartlegge disse vil man være et steg nærmere kontroll på de muligheter og trusler bedriften står overfor.

**Figur 5: Konkurrerende krefter**



(Kotler og Fredriksen, 2005)

**Bransjekonkurrenter:** Her er det tre faktorer som avgjør forholdene. Det er konkurransestructuren, etterspørselsforholdene og utgangsbarrierene.

Det er lite attraktivt å være i segmenter med mange konkurrenter. Dette vil ”spise” opp profitten i markedet for produktet, på grunn av for høyt prispress mellom alle konkurrentene. Det vil være dyrt å konkurrere i et slikt marked, da det i tillegg til prispress vil være nødvendig og stadig fornye seg, gjennom nye produkter. Et annet moment vil være hvis markedet er stabilt. Dette vil også føre til større konkurranse på pris og differensiering.

Etterspørselen vil være med å avgjøre graden av prispress og rivalisering mellom bedriftene. Da vil det være om å gjøre å være best på kostnader, for å kunne konkurrere på pris, og tilby billigere varer enn konkurrentene, mens man fremdeles har profitt.



Hvis det er høye inngangsbarrierer vil dette kreve mye av nye konkurrenter som vil inn i markedet, og kan være en hindring. Dersom det er høye utgangsbarrierer i bransjen, så vil dette virke inn på den måten at bedriftene vil kjempe hardere for å lykkes, i dårlige tider hvor man ellers kanskje ville gitt opp, men velger å bli på grunn av barrierene ved å legge ned (Kotler & Fredriksen, 2005; Hill & Jones, 2004).

Det finnes noen få konkurrenter i hver kategori. Knorr er en stor konkurrent til Toro innenfor supper og sauser. Knorr eies av Unilever, en av de største konkurrentene til Rieber & Søn. Andre konkurrenter er Heinz, Maggi og Campbell's. Disse konkurrerer også innen supper og sauser.

Markedet for matvarer kan sies å være ganske stabilt. Dermed vil fokuset være å ta markedsandeler fra hverandre, og konkurrere på pris og differensiering. Dette vil føre til et behov for å være opptatt av kostnadsbesparelser og innovasjon. Rieber & Søn vil med det igangsatte "Our Future" programmet gjøre relativt store innsparinger med de effektiviseringer og kostnadsbesparelser det er lagt opp til i programmet.

Utgangsbarrierene i bransjen trenger ikke være store. Man kan flytte produksjonen utenlands til lavkostland, og selge unna eksisterende produksjonsenheter.

**Potensielle inntrengere:** Denne faktoren sier noe om hvor lett det er for konkurrentene å etablere seg i markedet. Dette gjelder ikke bare etablering, men også avvikling av produksjonen. Bedrifter som ønsker å komme seg inn i markedet må sørge for å ha nok av de rette ressursene, for å få innpass og overleve. Dette kan være meget ressurskrevende, og inntrengerne vil være i en sårbar situasjon i forhold til de etablerte bedriftene i bransjen. Her tenker vi på kostnadsnivået, effektiviteten og innpass hos kundene (Kotler og Fredriksen, 2005).

Det vil være vanskelig for potensielle inntrengere å komme seg inn i markedet. Det vil kreve store investeringer i maskiner og produksjonslokaler, i hvert fall i Norge. Det kan selvfølgelig være attraktivt å starte produksjon i utlandet. Men markedet består av allerede godt innarbeidede merkenavn, slik at det skal mye til for å skape reell konkurranse, uten å ha meget store ressurser tilgjengelig. Dermed anser vi det for å være svært store inngangsbarrierer i bransjen. På grunn av alle investeringene som kreves, vil det også være høye utgangsbarrierer, og høy terskel for å gi opp. Det som kan være en reell trussel er

vertikal integrering fra de store matvarekjedene som er kunder av Rieber & Søn. Disse har midler nok og driver foreløpig med egenproduksjon av liten skala, men som man har sett en gradvis økning av de siste årene (blir utdypet under ”kundemakt”).

**Substitutter:** Dette er produkter som kan fungere som alternativer eller erstatninger til bedriftens produkter. Markedet vil bli presset og det vil slå negativt inn på prisene, og profitten til den pressede bransjen, som helhet. For eksempel kan snus være et substitutt til røyk (Hill & Jones, 2004).

Rieber & Søn sine produkter vil ikke ha noen særlig trussel fra substitutter. De tilbyr de fleste produkter i forskjellige former og utførelser. Det er mye halvfabrikata som produseres, og dermed må det eneste være at kundene eventuelt måtte begynne å lage all mat de spiser, helt fra bunnen av, eller spise på restaurant på fast basis – noe som mest sannsynlig ikke vil skje.

**Kundemakt:** Det vil kunne oppstå kundemakt når kundene har lave barrierer for å benytte seg av en annen leverandør. Kunder som organiserer seg vil også være en maktfaktor til kundenes fordel. Alle forsøk fra kundenes side for å få overtak, vil være et forsøk på å presse prisene, og gjøre et segment mindre attraktivt for bedriften som selger. Det er heller ikke gunstig å være avhengig av få store kunder, - da dette vil skape et avhengighetsforhold som gjør at man kan bli presset på pris. Hvis produktene ikke er differensierte vil kundene kunne presse prisen, fordi man ikke vil ha noen grunn til ikke å bytte til en annen leverandør (Kotler & Fredriksen, 2005).

Innenfor dagligvarehandelen er det noen få store kunder. Dette er Norgesgruppen, Rema 1000, Ica, og COOP. Rieber & Søn sine produkter er godt innarbeidede merkevarer, slik som for eksempel Toro. Derfor vil konsumentene som handler hos Rieber & Søn sine kunder etterspørre disse produktene.

Kundene kan selvfølgelig bytte leverandør, til for eksempel Knorr. Produktene som de forskjellige produsentene produserer er relativt like hva gjelder kvalitet, produktens egenskaper og bruksområder. Dette vil ikke nødvendigvis innebære noen større kostnader.

En annen måte å forandre på dette avhengighetsforholdet er vertikal integrering. Med dette menes at Rieber & Søn sine kunder vil begynne å produsere sine egne produkter til å konkurrere med Riebers egne. COOP har gjort dette med sitt COOP merke, og Norgesgruppen

med sitt First Price. Å innarbeide disse egne merkene kan ta tid, og kjedene vil derfor være avhengig av å få varer fra andre leverandører.

I Norge hadde kjedenes egne merkevarer en andel på cirka 10 % av dagligvarehandelen. Dermed vil alle andre merker, slik som Rieber & Søns, ha en relativt sterk posisjon i det norske markedet (e24.no). I de andre markedene som Rieber opererer i, slik som for eksempel i Tyskland, så hadde kjedenes egne merkevarer en andel på 39 % i 2008. Polen hadde 20 %. (www.foodexportonline.com).

Denne trenden ser bare ut til å være økende. Dermed vil kundenes makt øke i takt med inntoget av deres egne merkevarer i årene som kommer.

**Leverandørmakt:** En leverandør vil få mye makt hvis bedriften er svært avhengig av den ene leverandøren, og byttekostnadene er svært høye. Dette gjelder også hvis produktene fra leverandøren er en nøkkelkomponent i produksjonen til bedriften som kjøper, og det er få mulige substitutter som kan fungere som innsatsfaktor (Kotler og Fredriksen, 2005).

Det finnes mange leverandører av råvarer til Rieber & Søn, og det å skifte leverandør er relativt enkelt, da de forskjellige leverandørene tilbyr ganske homogene produkter. Derfor har leverandørene lav makt. Dette gir muligheter til forhandlinger på priser.

### 3.1.2 Makroanalyse (PESTEL)

Eksternanalysen innebærer også en analyse av makroforhold. I denne sammenheng kan PESTEL-rammeverket brukes. PESTEL står for political, economical, sociocultural, technological og environmental, legal eller på norsk; politisk, økonomisk, sosiokulturell, teknologisk, omgivelsesmessig og lovmessig (Johnson & Scholes, 2002).

**Politisk innvirkning** går på lover og bestemmelser som angår bedriftens virke. Det vil med jevne mellomrom komme nye reguleringer og bestemmelser som kan ha stor innvirkning på driften av selskapet. Eksempler kan være import og eksport avgifter, toll og subsidier . Her tenker vi også på politisk stabilitet (Hill & Jones, 2004; Johnson & Scholes, 2002).

Rieber & Søns forretningsområder er som sagt Norden og flere andre europeiske land. Norden blir sett på som et relativt stabilt område, politisk sett. Resten av de europeiske landene kan også sees på som relativt stabile, da de er medlemmer av EU. Norge og EU

gjorde den 30. juni 2009 avtale om endringer i regelverket for EØS, som trådte i kraft 1. juli 2009. Disse innebar forenklete tollregler for varer mellom Norge og EU, noe som fører til at Norge blir mer konkurransedyktige i forhold til konkurrenter i EU ([www.regjeringen.no](http://www.regjeringen.no)).

**Økonomisk innvirkning** innebærer flere momenter. Først tenker man på den generelle samfunnsøkonomiske utviklingen (for eksempel dagens finanskrisetider), som gjør at mange må kutte ned på driften. Rente- og inflasjonsnivået har også stor innvirkning på bedrifter. Rentene vil virke inn på folks tilgang på penger for å kjøpe varer, og inflasjonsnivået vil påvirke rentenivået, men også valutakursene. Valutakursen er et annet moment som har stor påvirkning, med tanke på import og eksport av råvarer, innsatsfaktorer og ferdigvarer. Dette vil ha stor innvirkning på hvor konkurransedyktig en bedrift kan være (Hill og Jones, 2004; Johnson & Scholes, 2002).

Bedriften er godt posisjonert i forhold til konjunkturer i de fleste markeder hvor man opererer. Dermed har man kun merket en moderat påvirkning i etterspørselen etter varer, som følge av finanskrisen. Men man ser variasjoner i de ulike virksomhetene. Dette gjelder Rieber & Søn Food Service og Rieber & Søn Russland. Førstnevnte har blitt rammet av hotell- og restaurantmarkedets nedgang, og dermed lavere behov i storhusholdningene. I Russland, hvor det selges nøtter har man blitt rammet av nedgangen i etterspørselen etter snacks, - sannsynligvis på grunn av at dette ikke er et primærgode hos befolkningen.

Prisene i råvaremarkedene har vært fallende, men dette har blitt utliknet av svakere norsk, polsk og tsjekkisk valuta, opp mot euro og amerikanske dollar. Totalt sett har dette dermed fått en negativ innvirkning på råvareinnkjøpene.

Prognosene for 2010 viser at man forventer lav inflasjon. Landene som Rieber & Søn opererer i, forventes å få en vekst på mellom 1 og 3 prosent. Men faren for en forlengelse og utvikling av en vedvarende finanskriser er fortsatt aktuell, noe som vil gi sjanse for ustabile valutamarkeder.

**Sosiokulturell innvirkning** vil være krefter som kan endre et helt samfunns handels- og bruksmønster. Det kan for eksempel være at folk blir mer opptatt av å spise sunnere, gjennom at man ønsker mer økologiske matvarer. Men det kan også være et voksende ønske og behov

for mat som er enkel å tilberede og lage, på grunn av ”tidsklemma” som mange lever i, i dagens samfunn. Sosiokulturelle faktorer kan innebære både muligheter og trusler. Derfor kan det være helt avgjørende for mange bedrifter, at de klarer å tilpasse seg slike forandringer (Hill og Jones, 2004; Johnson & Scholes 2002).

På dette området har Rieber & Søn identifisert det de kaller for ”de fire megatrender”. Disse trendene mener man mennesker som lager mat, vil være innom hver uke. Disse er:

- Lettvinttrends
- Inspirasjonstrends
- Velværetrends
- Nytelsestrends

Lettvinttrends går ut på at det skal være enkelt å lage mat for folk med dårlig tid, eller folk som ikke ønsker å bruke særlig mye tid på mat. Dette er typiske ferdigretter som bare skal varmes eller frossenkaker som skal tines og ikke trenger mer forberedelse før bruk. I denne kategorien har vi for eksempel Velbekomme ferdigmiddag.

Inspirasjonstrends har identifisert de som ønsker å lage mat, men som ikke kan nok om det, og ønsker å søke informasjon om matlaging. Disse kundene er folk som liker å eksperimentere med krydder og smaker. De bruker gjerne halvfabrikata for å lykkes på kjøkkenet. Rieber & Søn har derfor blant annet utviklet Sirkus Muffins Kit, som er halvfabrikata muffins.

Velværetrends går ut på at folk ønsker fokus på helse, sunnhet og velvære. Rieber prøver derfor å redusere salt og suktermengden i produktene sine. De beholder også fibre i produkter der hvor det er naturlig. Dette skjer i produkter slik som fullkorn- pasta, spagetti og lasagne.

Nytelsestrends går ut på at folk ønsker å unne seg noe godt og belønne seg selv. Her er kake og desserter populært. Delecta og Toro har produkter av typen som tar kort tid å lage, slik som frossen Cookiedeig fra Toro, og frosne porsjonskaker ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

Disse trendene er økende og gir derfor store muligheter for innovasjon og utvidelse av produktspekteret.

**Teknologiske faktorer** er viktige. Dette er et område som utvikles i stadig raskere tempo, og derfor er det viktig å henge med i utviklingen og være innovativ nok, til og hele tiden være bedre enn konkurrentene. Det raske tempoet i den teknologiske utviklingen gjør at ny teknologi fort blir gammel. Derfor er det viktig å sette av midler til å kunne henge med teknologisk (Hill og Jones, 2004; Johnson & Scholes, 2002).

Teknologiske faktorer kan bli viktige i forbindelse med Rieber & Søns effektiviseringsprosess ”Step Up”, som de gjennomfører fra 2008 til 2011. Dette programmet skal øke effektiviteten innenfor produksjon, innkjøp og logistikk. Det å ha et teknologisk forsprang på sine konkurrenter, på disse områdene, vil kunne forbedre konkurransedyktigheten. Programmet innebærer også fokus på innovasjon og produktutvikling.

**Omgivelser** går på det demografiske i markedene som bedriften opererer i. Her må man kjenne befolkningens sammensetning med hensyn til alder, kjønn, etniske sammensetninger, - men også befolkningstallet i forretningsområdet (Hill og Jones, 2004).

Den demografiske trenden som har vokst frem de siste 30 til 40 årene er at stadig flere kvinner kommer seg ut i arbeid. Dermed har det oppstått et behov for enklere matlaging, som ikke er tidkrevende, - da det er slutt på at maten er klar når familien kommer fra arbeid og skole. Dermed har Rieber & Søn tilpasset seg denne trenden og lager enkle ferdigretter for oppvarming, og halvfabrikata, for å gjøre livet enklere for de som er i tidsklemma. På dette området er ”lettvinntrenden” et høyst aktuelt tema.

Men også den stadig mer fremtredende eldrebølgen som vil komme over oss snart, vil gjøre sitt til at Rieber & Søn vil få økt etterspørsel. Produktene til Rieber & Søn er godt egnet for eldre og enslige som ikke er i stand til å lage mat, eller ikke tar seg bryet med dette.

**Lovmessig** : Når man driver bedrift må man forholde seg til lover og forskrifter, som for eksempel regulerer produktsikkerhet, og helse og sikkerhet ( Johnson & Scholes, 2002).

Rieber & Søn må følge offentlige lover for produksjon av mat, som reguleres gjennom EØS. De blir også inspisert av veterinærer, samtidig som de også driver med egen kvalitetskontroll av produksjonen. Det finnes også egne merkeforskrifter som forteller hvordan produktene de lager skal merkes ([www.rieberson.no](http://www.rieberson.no)).

## 3.2 Internanalyse

I internanalysen vil vi ta for oss bedriftens sterke og svake sider. Vi vil med andre ord prøve å finne ut hva bedriften er god på og hva den er mindre god på.

I denne analysen vil vi først beskrive noen forretningsstrategier, for å finne den strategien vi mener Rieber & Søn har valgt etter innføring av det nye ”Our Future” programmet.

Etter dette vil vi gå gjennom en VRIO- analyse og kartlegge ressursene som finnes og kategorisere disse i styrker og svakheter, og hvilken grad av konkurransefortrinn / ulempe de eventuelt gir.

### 3.2.1 Strategier

Det finnes i følge Michael Porter (Kotler & Fredriksen, 2005) tre grunnleggende strategier.

Disse er: Kostnadslederstrategi, differensieringsstrategi og fokusstrategi.

Kostnadslederstrategi går ut på å senke kostnadsnivået i produksjons- og distribusjonsleddene, for å bli mer konkurransedyktig gjennom å tilby billigere produkter enn konkurrentene.

Differensieringsstrategien går ut på at: ”Bedriften konsentrerer seg om å bli ledende på et område som verdsettes høyt av en stor del av markedet” (Kotler og Fredriksen, 2005, side 80). Dette kan for eksempel være kvalitet eller design, eller hva som helst annet, bare man sørger for å ha fokuset på det valgte området.

Fokusstrategi er å fokusere på markedssegmenter hvor man kan gå inn for å bli best på et område. Dette kan være å bli best på kostnader eller differensiering.

Vi vurderer det slik at Rieber & Søn gjennom sitt ”Our Future”-program har valgt en kostnadslederstrategi. De har satt fullt fokus på effektivitet og kostnader, slik som skrevet i beskrivelsen av ”Our Future”. Dette fokuset ligger under ”Step Up” delen av ”Our Future”-programmet, og har ført til forbedringer i lønnsomheten innen innkjøp og produksjon, noe

som har redusert kapitalbinding og kostnaden ved dette. Men også ”Core Review”-delen hvor man fokuserer på å selge unna ulønnsom drift.

### 3.2.2 VRIO-analyse

VRIO-analysen brukes til finne frem til og identifisere en bedrifts ressurser og evner, som er verdifulle nok til å klare å skape seg et konkurransefortrinn med. Man vil med denne type analyse kunne kartlegge de interne styrker og svakheter. Det er fire spørsmål eller kriterier man stiller seg, for å kunne vurdere om en ressurs er et konkurransemessig fortrinn. Dette er:

- Value (verdi)
- Rarity (sjeldenhet)
- Imitability (imiterbarhet)
- Organisation (organisering)

(Barney og Hesterly, 2008)

**Verdi:** En ressurs er bare verdifull hvis den kan føre til at bedriften kan oppnå et konkurransemessig fortrinn med denne ressursen. Det man kan spørre seg om er: «Gjør bedriftens ressurser og evner den i stand til å utnytte eksterne muligheter og nøytralisere trusler?» (Barney og Hesterly, 2008). Hvis «ja», da har man verdi.

**Sjeldenhet:** En ressurs er sjelden hvis den ikke er tilgjengelig for mange av de andre aktørene i markedet.

**Imiterbarhet:** Med dette mener vi mulighetene for at konkurrentene kan klare å kopiere, eller også finne et substitutt for den aktuelle ressursen. Man nærmer et konkurransemessig fortrinn

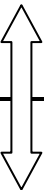


hvis det er vanskelig for konkurrentene å imitere en attraktiv ressurs man har. En ressurs er lettere imiterbar hvis det ikke eksisterer kostnadsulemper som kan fordyre tilgangen på denne ressursen, for andre konkurrenter.

**Organisering:** Her må vi se på om firmaet er organisert slik at man klarer å utnytte potensialet som ligger i de ressursene man har.

VRIO-analysen settes inn i et skjema / rammeverk slik som dette:

**Tabell 2: Eksempel VRIO-tabell**

	Verdifull?	Sjelden?	Dyr å imitere?	Utnyttet av organisasjonen?	Konkurransmessige implikasjoner / Styrker eller svakheter
Ressurs A	Nei			Nei	Svakhet / Ulempe
Ressurs B	Ja	Nei			Paritet / Styrke
Ressurs C	Ja	Ja	Nei		Sterk særegen kompetanse / Midlertidig konkurransefortrinn
Ressurs D	Ja	Ja	Ja	Ja	Sterk vedvarende særegen kompetanse / Vedvarende konkurransefortrinn

(Barney og Hesterly, 2008, side 93)

Når man snakker om ressurser er det vanlig å dele disse inn i fire kategorier:

- Finansielle ressurser (tilgjengelig kapital)
- Fysiske ressurser (eiendeler, utstyr, lokalisering, råvarer, merkevare)
- Menneskelige ressurser (kunnskaper, erfaring, innsikt, intelligens)
- Organisatoriske ressurser (struktur, planlegging, organisering)

**Finansielle ressurser:** Vi kan med sikkerhet si at finansiell kapital er viktig for Rieber & Søn. Samtidig kan vi si at den ikke er utnyttet. Rieber & Søn sliter med lav likviditet, men har satt i gang effektiviseringstiltak som er ment å skulle bedre kostnadsnivået i konsernet, og gi bedre likviditet gjennom "Our Future" prosjektet. Men dette er et prosjekt som varer fra 2009 til 2011. Dermed vil det ta tid før man vil klare å opparbeide seg nok finansielle ressurser til å bruke i strategisk henseende. Dermed vil mangel av finansielle ressurser være en svakhet for bedriften, i konkurransesammenheng.

**Fysiske ressurser:** Denne typen ressurser er viktige for en bedrift. I denne kategorien av ressurser tenker vi først og fremst på merkevarene til Rieber & Søn. Dette er en svært verdifull ressurs for bedriften. Merkevarene er svært godt innarbeidet i markedene og kan sies å ha en sjelden posisjon i dagligvarebransjen, med produkter innenfor de fleste områder i dagligvarebransjen. En konkurrent vil selvfølgelig kunne komme med produkter som imiterer og/eller fungerer som et substitutt for Rieber & Søn sine produkter. Men Rieber & Søn har en så spesiell posisjon i det norske markedet, som er skapt gjennom lange tradisjoner, at det vil være vanskelig for konkurrenter å kunne imitere dette, på kort sikt. Dermed kan vi også si at det er en godt utnyttet ressurs for Rieber & Søn. Dette er dermed et vedvarende konkurransefortrinn.

**Menneskelige ressurser:** Disse ressursene er verdifulle for Rieber & Søn. Det fokuseres mye på utvikling av nye produkter og det er blitt arbeidet mye med kunnskaper om smaker og variasjoner mellom de forskjellige landene. Dette er verdifull informasjon som de ansatte sitter på. Denne strategien er noe av det viktigste som skiller Rieber & Søn, ifra sine konkurrenter. Det å kopiere disse kunnskapene som de ansatte har opparbeidet seg, trenger ikke nødvendigvis å være relativt dyrt. Dermed kan vi karakterisere dette som et midlertidig konkurransefortrinn.

**Organisatoriske ressurser:** Her tenker man på struktur, planlegging, organisering også videre. Dette har blitt et større fokus for Rieber & Søn. De driver som sagt med organisert opparbeidelse av kunnskap om lokale smaker og preferanser i de forskjellige land, for å kunne tilby kundene skreddersydde produkter til deres marked. I tillegg har de gjennom "Our

Future” organisert en ny logistikk og innkjøpsavdeling, på tvers av landegrensler og kategorier for å kunne bli enda mer effektive og kostnadsbesparende. Dette er to sjeldne ressurser, - spesielt smaks kunnskapene. Organisering av innkjøpsfunksjonene er en del av et kostbart prosjekt, og vil derfor være dyrt å kopiere. Men dette er et pågående prosjekt og er derfor ikke fullt utnyttet enda. Derfor kategoriseres denne ressursen som et midlertidig konkurransefortrinn.

**Tabell 3: VRIO tabell**

	Verdifull	Sjelden	Dyr å imitere	Utnyttet av organisasjonen	Konkurransemessige implikasjoner
Finansiell ressurs	Ja			Nei	Svakhet / ulempe
Organisatorisk ressurs	Ja	Ja	Nei		Sterk særegen kompetanse / Midlertidig konkurransefortrinn
Menneskelige ressurser	Ja	Ja	Nei		Sterk særegen kompetanse / Midlertidig konkurransefortrinn
Fysisk ressurs	Ja	Ja	Ja	Ja	Sterk bærekraftig kompetanse/ Vedvarende konkurransefortrinn

De fysiske, menneskelige og organisasjonelle ressursene er fordeler som på både kort og lang sikt vil være profitable for bedriften. De styrker bedriften på generell basis. På grunn av at Rieber & Søn nå har valgt å flytte fokuset vekk fra vekst, og heller fokusere på interne forbedringsprosesser, så vil disse styrkene være et meget godt utgangspunkt for å kunne styrke de finansielle ressursene.

### 3.3 SWOT-analyse

Den eksterne og interne analysen har vært verktøy for å gjennomføre SWOT-analysen. Denne analysen kan vi oppsummere i et oversiktlig skjema, hvor vi viser hvilke muligheter og trusler, og styrker og svakheter vi har funnet hos Rieber & Søn.

**Muligheter:**

- Kostnadsbesparelser for å være konkurransedyktige og holde konkurrenter unna.
- Priskonkurransen med konkurrenter
- Høykonjunktur
- Store muligheter for utvidelse av produktspekter og innovasjon

**Trusler:**

- Vertikal integrering hos kundene (kundene lager sine egne produkter)
- Valutarisiko
- Mulig vedvarende finanskriser

**Styrker:**

- Sterk merkevare
- Effektiviseringen av de organisatoriske ressursene
- Innføringen av "Our Future"
- Kunnskapen som de menneskelige ressursene sitter på
- "Smakspanelene"
- Fokus på kjerne kategorier av produkter
- Forbedringer innen "Supply Chain"
- Fokus på å senke kapitalbindingen

**Svakheter:**

- Finansielle ressurser, lav likviditet
- Svekket konkurransemuligheter på grunn av lav likviditet

## Oppsummering

Vi kan, etter å ha gjennomført SWOT-analysen se flere muligheter og trusler, og styrker og svakheter. Hvis vi ser på bedriftens styrker og svakheter, så ser vi at Rieber & Søn sliter med lav likviditet, noe som gir dårlige muligheter i forhold til konkurranse med andre produsenter.

Styrkene til Rieber & Søn ligger først og fremst i den meget sterke merkevaren, noe som er et meget godt utgangspunkt. I tillegg har man ”smakspanelene” som har gitt de ansatte gode kunnskaper på områder som har gjort Rieber & Søn helt unike, i forhold til konkurrentene. Denne ressursen gjør Rieber & Søn svært konkurransedyktige. Innføringen av ”Our Future” har gjort det helt klart at de satser på en kostnadslederstrategi, på grunn av effektiviseringene og fokuset på kjerneaktiviteter og kostnader.

Denne strategien mener vi er svært god for Rieber & Søn. Dette vil på sikt føre til en ”sunnere” økonomi i selskapet.

Videre vil dette på sikt, gi selskapet evne til å utnytte de muligheter som finnes eksternt. Da tenker vi på å kunne konkurrere aktivt på pris med bransjekonkurrentene. Dette kan også bety at man står bedre rustet til å konkurrere mot den økende trusselen fra butikkkjedenes egenproduserte varer. Det vil også gi muligheter for flere utvidelser og innovasjon.

De samfunnsøkonomiske utsiktene kan være verre å si noe om foreløpig. En høykonjunktur vil gi muligheter akkurat som en lavkonjunktur vil gi vanskeligere tider, med fare for høy valutarisiko.

## 4 Regnskapsanalyse

Vi har nå kommet frem til regnskapsanalysen for Rieber & Søn, dette er en viktig del av den fundamentale analysen og tar sikte på å omgruppere regnskapsinformasjon for så å vurdere nøkkeltall i selskapet. Vi har valgt å analysere informasjonen fra årsregnskapene for så å foreta en omgruppering av oppstillingene i årsrapportene for de siste fem årene. Analyse av denne perioden mener vi vil gi et godt grunnlag for en omfattende verdiberegning som en fundamental verdianalyse er.

”Regnskapsanalyse er, som navnet sier, analyse av regnskapet” (Langli og Tellefsen, 2005, side 649).

”Regnskapsanalysen gjøres for å oppdage hva aspekter av regnskapet forteller oss om funksjonene av virksomheten, da disse bestemmer firmaets verdi” (Penman, 2010, side 231).

Regnskapsanalysen gjøres med utgangspunkt i årsrapporten for 2009, samt årsrapporter for årene tilbake til 2005, i tillegg til annen kunnskap vi måtte få kjennskap til frem til offentliggjøring av årsrapporten for 2009. Vi vil starte med å omgruppere informasjon regnskapsoppstillingene i årsrapportene gir oss, slik at vi kan skaffe oss ytterligere informasjon enn det årsrapporten gir oss direkte. Grunnlaget for å benytte årsregnskapet er for å beregne selskapets prestasjoner ved å regne ut nøkkeltall, i tillegg til selve verdsettelsen. ”Verdssettelsen innebærer at vi skal estimere selskapets reelle egenkapital, som blir bestemt av forventninger til den fremtidige kontantstrømmen og risikoen som knytter seg til disse kontantstrømmene” (Langli og Tellefsen, 2005, side 650).

En analyseperiode på fem år mener vi vil gi ett godt innblikk for historiske nøkkeltall, da Rieber & Søn er ett selskap som er inne i en stabil periode i sin livssyklus. Rieber & Søn startet imidlertid opp sitt program ”Our Future” i 2009, som tar sikte på å forbedre lønnsomheten i selskapet. Vi får dermed ett godt bilde på utviklingen fra tidligere år sett opp mot det første regnskapsåret der dette programmet er implementert.

I regnskapsanalysen har vi først valgt å omgruppere oppstillingene i årsregnskapet for så å analysere lønnsomhet, vekst og soliditet i konsernet.

Vi kan også nevne at det ikke er lett å finne konkurrenter til Rieber & Søn, da selskapet opererer i flere forskjellige land i Europa, med ulike produkter og kategorier innenfor dagligvare i ulike land. I det norske markedet, som står for rundt 50 % av inntektene til

selskapet, er Toro den største merkevaren med opp til 95 % markedsandeler for tørre suppeposer. Det er derfor heller ingen store konkurrenter for selskapet innenfor denne kategorien, men vi har allikevel i regnskapsanalysen også valgt å kommentere noen tall fra Unilever, som med sin merkevare Knorr, er en av få konkurrenter i det norske markedet. Vi har derfor omgruppert balanseoppstillingen og resultatregnskapsoppstillingen for Unilever, slik at vi kan beregne nøkkeltall som er sammenlignbare med nøkkeltallene vi beregner for Rieber & Søn. Vi benytter oss også av bransjetall, men da det er umulig å kontrollere disse i forhold til omgrupperte oppstillinger må det nevnes at disse ikke er direkte sammenlignbare med nøkkeltallene vi har beregnet basert på de omgrupperte oppstillinger. Vi velger allikevel å ta de med, da disse vil gi oss et anslag på bransjestandarden, om noe unyansert sammenlignet med våre nøkkeltall.

Alle tall for Rieber & Søn er oppgitt i NOK '000, og Unilever i EURO ' 000, om ikke annet er oppgitt.

## 4.1 Omgruppering

Vi vil omgruppere regnskapsinformasjonen som finnes i årsregnskapet slik at vi kan forstå mer nøyaktig og presist hvordan bedriften presterer. Ved omgrupperingen får vi et bedre innblikk til hvordan kjernevirksomheten bidrar til lønnsomhet og til hvordan mulighetene vil være for fremtidig vekst.

Tellefsen og Langli (2005) stiller også spørsmålet om regnskapstallene bør omgrupperes. De mener at det hovedsakelig finnes to grunner som taler for en omgruppering. Den første er at noen selskaper ønsker å behandle avsetninger til utbytte som kortsiktig gjeld, mens noen klassifiserer denne som egenkapital. Det er også ulike metoder å behandle første års avdrag på. Det er i tillegg i resultatregnskapet noen elementer som kan virke forstyrrende på analysen, for eksempel blir salgsgevinster ført som driftsinntekter, mens nedskrivninger føres som driftskostnader, dette selv om det kan gå lange perioder mellom hver gang dette skjer. De konkluderer med at det kan være behov for å utføre en slik omgruppering.

#### 4.1.1 Omgruppering av egenkapitaloppstillingen

Ifølge Penman (2010) er ikke bedriftens egenkapitaloppstilling det viktigste av den finansielle informasjonen og den blir ofte nedprioritert i analyser, men Penman argumenterer allikevel med at denne uansett er den første oppstillingen man bør studere før man går videre. Denne oppstillingen sammenfatter alle transaksjoner som omfatter aksjonærenes egenkapital. Når man klassifiserer resultatpostene som en del av egenkapitalen, i stedet for som en del av resultatregnskapet er dette kjent som uren opptjening. En egenkapitaloppstilling som ikke har noen annen inntekt enn netto inntekt fra resultatregnskapet kalles ren opptjening (Penman, 2010). Vi må omgruppere egenkapitaloppstillingen fordi oppstillingen i årsregnskapet er en uren opptjening.

Uren opptjening bryter med kongruensprinsippet, og i regnskapslovens § 4-3 1.ledd heter det om kongruensprinsippet at: "Alle inntekter og kostnader skal resultatføres." Ved innskutt kapital vil bedriftens egenkapital øke, mens den vil reduseres ved utbytte eller når bedriften betaler tilbake aksjekapital som er betalt inn tidligere. Disse transaksjonene er omplasseringer av eiernes formue og går ikke på inntekter eller kostnader, og slike poster skal ikke påvirke periodens resultat (Tellefsen og Langli, 2005). Det er derfor nødvendig å omgruppere egenkapitaloppstillingen før vi omgrupperer regnskapsoppstillingen.

"For egenkapitalanalysen må vi gjøre beregningene ut i fra et aksjonærperspektiv" (Penman 2010, side 274).

Omgrupperingen av egenkapitaloppstillingen følger gjerne tre trinn. Det første trinnet går ut på å omgruppere inngående og utgående balanse for poster som ikke er en del av den ordinære egenkapitalen. Dette kan inkludere preferanseaksjer, fordi disse er inkludert i aksjonærenes egenkapital, men er en forpliktelse for de ordinære aksjonærene. Avsatt utbytte skal heller ikke inngå i den omgrupperte oppstillingen, dette fordi aksjonærene ikke kan skylde utbytte til seg selv. Aksjeopsjoner gitt til ansatte som lønn skal heller ikke inkluderes, fordi det virker som en utgift har økt aksjonærenes egenkapitalverdi. Neste steg går ut på å beregne netto transaksjoner med aksjonærene, før vi til slutt beregner fullstendig resultat (netto).



Rieber & Søn har en ordning der aksjer selges med 20 % rabatt i forhold til markedspris. Dette kan vi se på som en aksjebasert kompensasjon, da det kun er ansatte som får denne rabatten. Rieber & Søn har i 2007, 2008 og 2009 en slik ordning, og vi må dermed korrigere den utgående balansen med denne rabatten fordi dette ikke er en transaksjon med aksjonærene. I desember 2009 benyttet 356 ansatte seg av dette tilbudet, og rabatten for de ansatte ble totalt på 985 000 NOK. Dermed må vi korrigere UB for denne summen.

**Tabell 4: Omgruppering av egenkapitalredegjørelsen**

<b>Omgruppering av Egenkapitalredegjørelsen</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>IB Egenkapital</b>	<b>1493709</b>	<b>1275967</b>	<b>1587898</b>	<b>1598856</b>	<b>1964537</b>
Kjøp / salg egne aksjer	7295	8159	15699	5047	4924
Sletting egne aksjer			0	0	0
Reklassifisering egenkapital ved fisjon av King Oscar AS			0	0	0
Utbetalt utbytte	-321616	-94815	-106437	-76290	-95538
Aksjebasert avlønning	434	198			
<b>SUM transaksjoner med aksjonærer</b>	<b>-313887</b>	<b>-86458</b>	<b>-90738</b>	<b>-71243</b>	<b>-90614</b>
Verdiendring aksjer tilgjengelig for salg	2385	10451			
Rabatt til ansatte			-659	-1348	-985
Estimatavvik pensjoner	-75340	64578	-8184	-22459	40330
Realisert gevinst på aksjer tilgjengelig for salg		-827	-16680	0	0
Skatt av andre inntekter og kostnader			6576	10982	-12010
Årsresultat (fra resultatregnskap)	157771	250078	165542	187540	254134
Markedsverdijustering finansielle instrumenter	-7524	-1922	-2907	-12611	4204
Omregningsdifferanser	11094	75955	-47284	280742	-266922
Realisert tap / gevinst finansielle instrumenter		77	5292	-5922	-2456
<b>Sum Netto Resultat</b>	<b>88386</b>	<b>398390</b>	<b>101696</b>	<b>436924</b>	<b>16295</b>
<b>UB Egenkapital</b>	<b>1268208</b>	<b>1587899</b>	<b>1598856</b>	<b>1964537</b>	<b>1890218</b>

#### 4.1.2 Omgruppering av resultatregnskapet

Resultatregnskapet forteller oss om inntjening og tap som netto operasjonelle eiendeler og netto finansielle eiendeler har produsert. Det omgrupperte regnskapet grupperer disse postene under operasjonelle og finansielle kategorier. Det omgrupperte regnskapet inkluderer også uren opptjening som er inkludert i egenkapitaloppstillingen (Penman, 2010).

Rieber & Søn har urene opptjeningsposter som er markedsverdijusteringer for finansielle instrumenter, realisert gevinst eller tap på finansielle instrumenter og omregningsdifferanser på valuta.

I følge Penman (2010) kan omregningsdifferanser inngå i omgrupperingen av resultatregnskapet som enten en finansiell eller operasjonell post. Da Rieber & Søn er et konsern med 22 datterselskaper lokalisert i 11 land, vil det med stor sannsynlighet medføre omregningsdifferanser fra driften i de ulike landene når dette skal omgjøres til NOK (Norwegian Krone) for konsernet. Vi har dermed valgt å klassifisere denne posten som en operasjonell post.

Nominell skattesats for Rieber & Søn var i 2005 på 28,1 %, i 2006 var den på 27,7 %, i 2007 var den på 28,5 % mens den i 2008 og 2009 var på 27 %

**Tabell 5: Omgruppering av resultatregnskap**

<b>Omgruppert Resultatregnskap</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Netto salgsinntekter	3557803	4263202	4603048	4997268	4967021
Produksjonskostnad	-198052	-265042	-302854	-325738	-310154
Lønnskostnad	-805262	-927150	-1052655	-1106196	-1108599
Vareforbruk	-1526578	-1890073	-2060178	-2220272	-2168459
<b>Bruttofortjeneste</b>	<b>1027911</b>	<b>1180937</b>	<b>1187361</b>	<b>1345062</b>	<b>1379809</b>
Salgs og markedsføringskostnader	-483505	-540058	-620511	-669330	-652129
Andre driftskostnader	-144364	-138467	-118206	-133838	-166309
Avskrivninger	-161694	-191730	-209907	-213799	-208417
<b>SUM</b>	<b>-789563</b>	<b>-870255</b>	<b>-948624</b>	<b>-1016967</b>	<b>-1026855</b>
<b>Driftsresultat fra salg (før skatt)</b>	<b>238348</b>	<b>310682</b>	<b>238737</b>	<b>328095</b>	<b>352954</b>
Rapportert skattekostnad	-72633	-102477	-67899	-87974	-115189
Skatt på annen driftsinntekt	5530	19094	10119	7530	19077
Skatt på finanskostnad	-7762	-7474	-10120	-23326	-15321
<b>SUM</b>	<b>-74865</b>	<b>-90857</b>	<b>-67900</b>	<b>-103770</b>	<b>-111433</b>
<b>Driftsresultat fra salg (etter skatt)</b>	<b>163483</b>	<b>219825</b>	<b>170837</b>	<b>224325</b>	<b>241521</b>
Nedskrivninger	-8630	-6900	-13170	-1566	-10433
Netto salgsgevinst	1791	5265	22500	7320	62045
Annen driftsinntekt	26517	70567	26175	22135	19045
Skatt på annen driftsinntekt	5530	19094	10119	7530	19077
<b>Annen driftsinntekt etter skatt</b>	<b>14148</b>	<b>49838</b>	<b>25386</b>	<b>20359</b>	<b>51580</b>
Estimatavvik pensjoner	-75340	64578	-8184	-22459	40330
Verdiendring aksjer tilgjengelig for salg	2385	10451			
Omregningsdifferanser	11094	75955	-47284	280742	-266922
<b>Annen driftsinntekt (Dirty Surplus)</b>	<b>-61861</b>	<b>150984</b>	<b>-55468</b>	<b>258283</b>	<b>-226592</b>
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>115770</b>	<b>420647</b>	<b>140755</b>	<b>502967</b>	<b>66509</b>
Finanskostnader	39532	48037	65547	101244	70258
Finansinntekter	-11909	-20978	-24745	-20774	-15970
Realisert gevinst /tap finansielle instrumenter		-77	-5292	5922	2456
<b>Netto finanskostnader før skatt</b>	<b>27623</b>	<b>26982</b>	<b>35510</b>	<b>86392</b>	<b>56744</b>
Skattefordel fra netto finansielle kostnader	7762	7474	10120	23326	15321
<b>Netto finanskostnader etter skatt</b>	<b>19861</b>	<b>19508</b>	<b>25390</b>	<b>63066</b>	<b>41423</b>
Skatt av andre inntekter og kostnader			6576	10982	-12010
Realisert gevinst på aksjer tilgjengelig for salg		-827	-16680		
Markedsverdijustering finansielle instrumenter	-7524	-1922	-2907	-12611	4204
<b>Comprehensive income to common/ Totalresultat</b>	<b>88385</b>	<b>398390</b>	<b>102354</b>	<b>438272</b>	<b>17280</b>

### 4.1.3 Omgruppering av balansen

Det overordnede målet med en omgruppering av balansen er å finne driverne til ROCE (Return On Common Equity) eller avkastningsgraden til selskapet, og vekst. Da vil man være godt forberedt til estimeringen og verdsettelsen av bedriften. For å finne ut av bedriftens evne til å generere fortjeneste, så behøver vi å omgruppere balansen til operasjonelle og finansielle eiendeler (forpliktelser) (Penman, 2010).

Ifølge Penman er det også en del problemstillinger knyttet til å klassifisere enkelte poster som enten operasjonelle eller finansielle, en av dem er kontanter. ”Operasjonelle kontanter behøves som en buffer for å betale regninger ettersom de forfaller, og dette er en operasjonell eiendel” (Penman, 2010, side 292).

Omgruppering av balanseoppstillingen er også veldig bransjespesifikk. For en bank vil for eksempel noe av det ett handelsselskap ville klassifisert som finansielle eiendeler bli klassifisert som operasjonelle eiendeler.

Det er en vanskelig operasjon å klassifisere en del av kontantene som operasjonelle og en del som finansielle. Penman konkluderer også med at om man ikke kjenner bedriften og bransjen godt så er det tryggeste å klassifisere kontantene som finansielle eiendeler. Da kontanter og kontantekvivalenter typisk er slått sammen i årsregnskapet til Rieber & Søn er det en vanskelig oppgave å dele dette inn i operasjonelle og finansielle eiendeler. Vi velger derfor i tråd med Penman (2010) å foreta ett trygt valg, slik at vi behandler kontantene som en finansiell eiendel, da vi ikke kjenner godt nok til bransjenormen for å kunne dele dette opp.

Det kan også nevnes at Rieber & Søn konsernet eier 100 % av Rieber & Søn ASA og at det dermed ikke fremkommer noen minoritetsinteresse fordi datterselskapet altså er heleid av morselskapet.

**Tabell 6: Omgruppering av balansen**

<b>Operasjonelle Eiendeler:</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Lisenser, Konesjoner, Varemerker	152199	273570	261530	285953	255607
Goodwill	263328	553407	535797	589358	525201
Tomter, bygninger, annen fast eiendom	754928	771007	790542	842195	810245
Maskiner og anlegg	682294	786604	804600	889891	763467
Pensjonsmidler	1623	3145	4721	0	495
Driftsløsøre, inventar, kontormaskiner og lignende	155442	176728	168951	174690	178244
Varer	430945	485854	563867	659076	535720
Kundefordringer	578594	700123	645702	810142	690287
Andre fordringer	22837	34023	21930	13787	77090
<b>SUM Operasjonelle Eiendeler</b>	<b>3042190</b>	<b>3784461</b>	<b>3797640</b>	<b>4265092</b>	<b>3836356</b>
<b>Operasjonelle forpliktelser:</b>					
Utsatt skatt	3226	90286	57205	56440	100402
Leverandørgjeld	322391	379461	387220	365470	282911
Pensjonsforpliktelser	318853	237283	253733	260340	199498
Betalbar skatt	62822	90839	65010	60945	60396
Skyldige offentlige avgifter	26308	27994	22343	59863	72419
Avsetninger	36420	19127	10255	794	7417
Annen kortsiktig gjeld	179360	231955	253056	322095	294529
<b>SUM Operasjonelle Forpliktelser</b>	<b>949380</b>	<b>1076945</b>	<b>1048822</b>	<b>1125947</b>	<b>1017572</b>
<b>Netto Operasjonelle Eiendeler (NOA)</b>	<b>2092810</b>	<b>2707516</b>	<b>2748818</b>	<b>3139145</b>	<b>2818784</b>
<b>Finansielle forpliktelser:</b>					
Annen langsiktig gjeld	699549	708519	694952	499857	278978
Gjeld til kredittinstitusjoner	96908	252115	299532	647365	437304
Sertifikatlån	200000	300000	200000	150000	300000
Finansielle derivater	7177	13428	4659	57726	17665
<b>SUM Finansielle Forpliktelser</b>	<b>1003634</b>	<b>1274062</b>	<b>1199143</b>	<b>1354948</b>	<b>1033947</b>
<b>Finansielle Eiendeler:</b>					
Varige driftsmidler holdt for salg	18174	2667			
Kontanter og bankinnskudd	101716	85009	22183	155104	81929
Finansielle derivater	2798	4690	13749	13422	9601
Investeringer i langsiktige aksjer tilgjengelig for salg	57639	57830	9702	5815	13574
Andre langsiktige fordringer	6464	4250	4207	8007	3271
<b>SUM Finansielle Eiendeler</b>	<b>186791</b>	<b>154446</b>	<b>49841</b>	<b>182348</b>	<b>108375</b>
<b>Netto Finansielle Forpliktelser (NFO)</b>	<b>816843</b>	<b>1119616</b>	<b>1149302</b>	<b>1172600</b>	<b>925572</b>
Egenkapital	1275967	1587898	1599517	1966547	1893213
<b>Ordinær Egenkapital (CSE)</b>	<b>1275967</b>	<b>1587900</b>	<b>1599516</b>	<b>1966545</b>	<b>1893212</b>

#### 4.1.4 Omgruppering av kontantstrømoppstillingen

”Kontantstrømoppstillingen er en regnskapsrapport som gir en oversikt over selskapets innbetalinger og utbetalinger i løpet av regnskapsperioden” (Tellefsen og Langli, 2005, side 512). Som vi vet fra tidligere vil selskapsverdien avhenge av de fremtidige kontantstrømmene. Vi vil derfor trenge informasjon utover hva resultatregnskapet og balansen vil tilegne oss. Tellefsen og Langli (2005) mener at kontantstrømoppstillingen er ett supplement til informasjonen vi finner i årsregnskapet fordi meningen med denne er å gi brukerne en bedre forståelse for bedriftens evne til å generere fremtidige kontantstrømmer.

Kontantstrømoppstillingen tar utgangspunkt i netto inntekt og sammenstiller denne størrelsen med endringen i kapitalen (Soffer og Soffer, 2003).

Når vi skal omgruppere kontantstrømoppstillingen gjør vi dette med sikte på å komme frem til de fire ulike kontantstrømmene. To av kontantstrømmene er generert av operasjonell aktivitet: kontantstrøm fra drift og kontantinvesteringer i driften. To av kontantstrømmene er generert av finansiell aktivitet mellom bedriften og fordringshavere utenforstående av firmaet: netto utbytte til aksjonærer og netto betalinger til gjeldshavere og utstedere. De fire kontantstrømmene kan settes opp i denne ligningen (Penman, 2010):

$$C-I = d + F$$

Som vi ser av formelen over kan fri kontantstrøm fra drift (C-I) sammenstilles med kontantstrøm til aksjonærene (d) og gjeldshavere og utstedere (F). ”Den frie kontantstrømmen kan være negativ ved at kontantstrømmen til fordringshaverne er negativ, dette ved at kapital fra aksjeutstedelse, gjeldsutstedelse eller likvidasjon av finansielle eiendeler” (Penman, 2010, side 343).

**Tabell 7: Omgruppering av kontantstrømpoppstillingen**

<b>Omgruppering av kontantstrømpoppstillingen</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter (rapportert)</b>	297886	381407	273062	382165	551889
Resultatelement fra andre ikke-operasjonelle aktiviteter	-4410	-10937	-18445	-7488	-5233
Skatt	-1239	-3030	-5257	-2022	-1413
Netto resultatelement fra andre ikke-operasjonelle aktiviteter etter skatt	-3171	-7907	-13188	-5466	-3820
<b>Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>301057</b>	<b>389314</b>	<b>286250</b>	<b>387631</b>	<b>555709</b>
<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter (rapportert)</b>	360145	593841	184678	195184	211030
Inn- og utbetalinger ved salg og kjøp av aksjer og andeler i andre foretak	47709	-27111	-49983	-7228	10000
<b>Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>	<b>312436</b>	<b>620952</b>	<b>234661</b>	<b>202412</b>	<b>201030</b>
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>-11379</b>	<b>-231638</b>	<b>51589</b>	<b>185219</b>	<b>354679</b>
<b>Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>					
Endring av langsiktig rentefri gjeld	5471	-8821	-1954	6568	-2444
Opptak av ny rentebærende gjeld	-297128	-278075	-147725	-96771	271387
Nedbetaling av rentebærende gjeld	4075	4512	212173	5000	5616
Netto endring betalingsmidler	-88998	-16707	-64848	200941	-24315
Netto resultatelement fra andre ikke-operasjonelle aktiviteter etter skatt	3171	7907	13188	5466	3820
Inn- og utbetalinger ved salg og kjøp av aksjer og andeler i andre foretak	47709	-27111	-49983	-7228	10000
<b>Sum finansiering ved gjeld</b>	<b>-325700</b>	<b>-318295</b>	<b>-39149</b>	<b>113976</b>	<b>264064</b>
Salg av egne aksjer	-7295	-8159	-15699	-5047	-4924
Utbetaling av utbytte	321616	94815	106437	76290	95539
<b>Sum finansiering ved egenkapital</b>	<b>314321</b>	<b>86656</b>	<b>90738</b>	<b>71243</b>	<b>90615</b>
<b>Total finansiell kontantstrøm</b>	<b>-11379</b>	<b>-231639</b>	<b>51589</b>	<b>185219</b>	<b>354679</b>

## 4.2 Lønnsomhetsanalyse

”Analyser av lønnsomhet består i å undersøke et selskaps evne til å tjene penger gitt de ressurser det rår over” (Tellefsen og Langli, 2005, side 675). Tellefsen og Langli argumenterer videre med at vi er ute etter å belyse utviklingen i selskapets økonomiske periode fra en periode til den neste, men da det ikke finnes markedsverdier på alle eiendeler, benytter vi i noen tilfeller regnskapstall. Vi kaller det for rentabilitet når vi beregner bedriftens lønnsomhet ved å benytte oss av regnskapstall (Tellefsen og Langli, 2005).

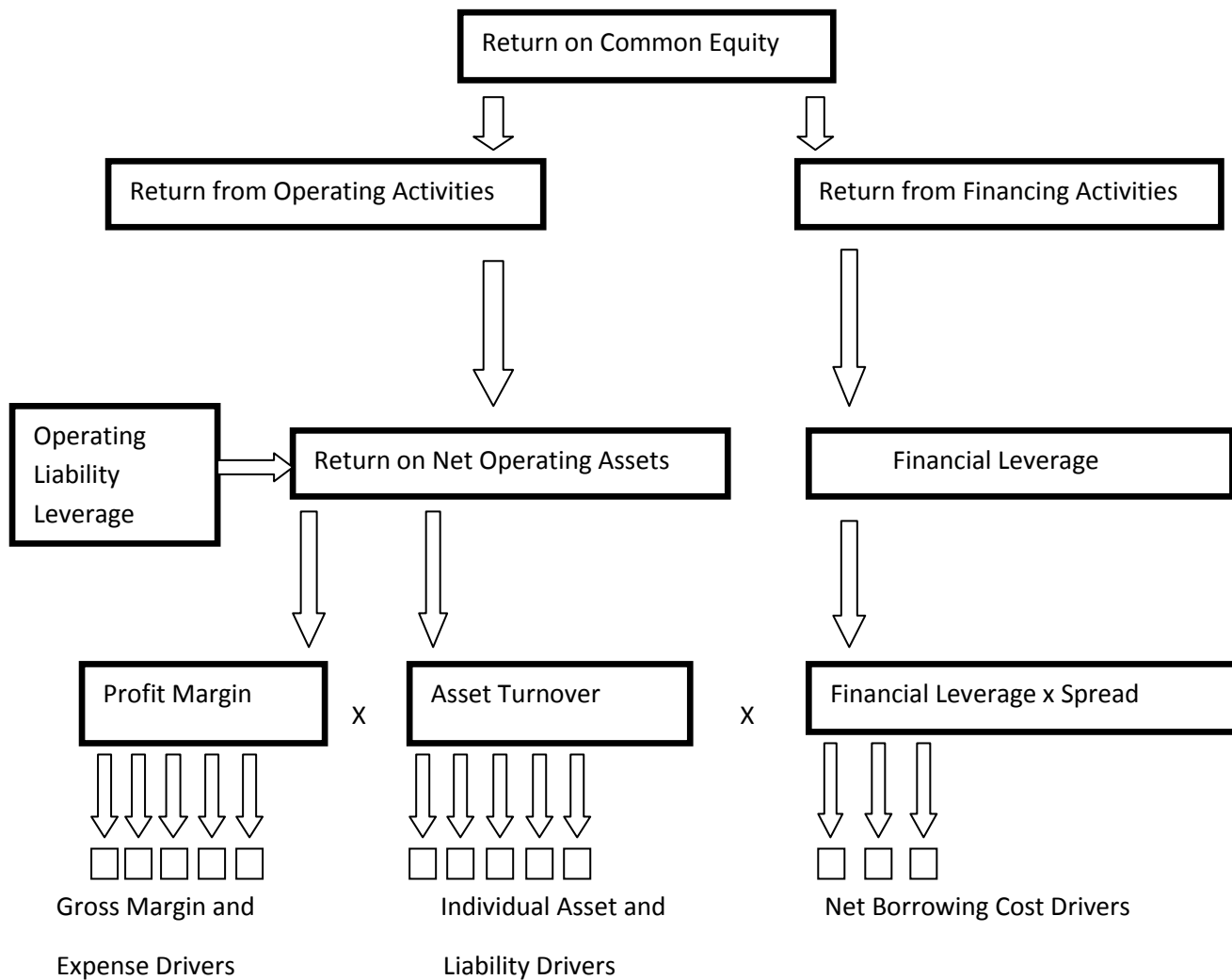
I følge Penman (2010) er lønnsomhetsanalyse å analysere driverne av avkastningen på den ordinære egenkapitalen (ROCE). Lønnsomhetsanalysen oppdager hva som er dagens ROCE i bedriften.

I lønnsomhetsanalysen har vi valgt å analysere ulike nøkkeltall i selskapet basert på de omgrupperte oppstillingene vi har utarbeidet for Rieber & Søn. Da vi benytter oss av omgrupperte oppstillinger som grunnlag for beregninger av nøkkeltall, vil det være sannsynlig at det vil kunne oppstå avvik fra de nøkkeltall som selskapene opererer med i sine egne årsrapporter, da disse bygger på andre forutsetninger. Nøkkeltallene vi har beregnet for Rieber & Søn har vi sammenlignet med nøkkeltall fra Unilever og bransjetall for forbrukervarebransjen i USA.

Videre i lønnsomhetsanalysen har vi valgt å benytte oss av skjemaet under som er en oppdeling av ROCE. Vårt fokus vil ligge på nivå 1 og nivå 2 i denne figuren, der vi vil beregne nøkkeltallene med informasjon basert på de omgrupperte oppstillingene vi har satt opp. Da det er vanskelig å finne direkte sammenlignbare selskaper, fordi Rieber & Søn er et konsern som konkurrerer med ulike produkter i ulike markeder i Europa, har vi derfor valgt å sammenligne nøkkeltall med Unilever, som er Rieber & Søns største konkurrent i det norske markedet sett ut i fra markedsandeler. Unilevers største merkevare er Knorr, som er en direkte konkurrent til Toro i norske matvarebutikker.



**Figur 6:Driverne bak ROCE (avkastning på den vanlige egenkapitalen)**



Kilde: (Penman, 2010, side 364).

#### 4.2.1 Profittmargin

I følge Penman (2010) er profittmarginen den prosentandelen av salget som gir profitt. Profittmarginen er basert på driftsresultatet etter skatt, og om denne skulle være lav er sjansen større for at bedriften kommer til å tape penger ved tap i salgsinntekten.

$$\text{Profittmargin} = \frac{\text{Årsresultat (etter skatt)}}{\text{Salgsinntekter}}$$

**Tabell 8: Profittmargin Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsresultat etter skatt	115770	420647	140755	502967	66509
Salg	3557803	4263202	4603048	4997268	4967021
<b>PM</b>	<b>3,25 %</b>	<b>9,87 %</b>	<b>3,06 %</b>	<b>10,06 %</b>	<b>1,34 %</b>

**Tabell 9: Profittmargin Unilever**

Unilever	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsresultat etter skatt	4445	5381	4334	5476	4104
Salg	38401	39642	40187	40523	39823
<b>PM</b>	<b>11,58 %</b>	<b>13,57 %</b>	<b>10,78 %</b>	<b>13,51 %</b>	<b>10,31 %</b>

Vi har valgt å sammenlikne nøkkeltallene vi har funnet i våre omgrupperte oppstillinger for Rieber & Søn og Unilever med nøkkeltall for forbruksvarebransjen i USA. Vi fant ingen nøkkeltall for dette markedet i Norge, og vi velger derfor å sammenligne med bransjetall fra USA, der blant annet Unilever inkluderes. Rapporterte nøkkeltall for forbruksvarebransjen har vi hentet fra [www.stock-analysis-on.net](http://www.stock-analysis-on.net). I 2009 var profittmarginen for forbruksvarer på 5,14 %. Rieber & Søn har i 2009 en profittmargin på 1,34 % og vi kan se at dette er svært lavt sammenlignet med bransjetallene. Imidlertid har Rieber & Søn en gjennomsnittlig profittmargin på 5,52 % i årene 2005-2009. Grunnen til at konsernet hadde en så lav profittmargin i 2009, er grunnet et kraftig fall i driftsinntektene. Mye av grunnen til dette er valutakursreguleringer, som har virket meget negativt inn på resultatet.

Unilever har i 2009 en profittmargin på 10,31 % og ligger en del høyere enn bransjen generelt og sin norske konkurrent.

Rieber & Søn har som tidligere nevnt en gjennomsnittlig profittmargin på 5,52 %. Unilever har til sammenligning en gjennomsnittlig profittmargin på 11,95 % og har en mer enn dobbelt så høy profittmargin som Rieber & Søn har. Vi ser at snittet til Unilever ligger over profittmarginen i dag, og dette skyldes et kraftig fall i marginen fra 2008 til 2009. Vi kan også nevne at Rieber & Søn sin profittmargin har falt kraftig det siste året, fra 10,06 % i 2008 til 1,34 % i 2009. Vi kan også nevne at gjennomsnittlig profittmargin for de siste 5 årene i bransjen har vært 7,93 %. Dette er noe lavere enn Unilevers snitt, men høyere enn Rieber & Søns snitt på 5,52 %. Da Rieber & Søn de nærmeste årene ønsker at driftsresultatet skal vokse ved å selge unna ulønnsomme driftsenheter vil ventelig Rieber & Søns profittmargin øke, slik at den vil nærme seg bransjenes gjennomsnittlige profittmargin de neste årene.

#### 4.2.2 Kapitalens omløpshastighet (ATO)

Kapitalens omløpshastighet forteller oss hvor mange ganger kapitalen omsettes i løpet av en gitt periode. ”Den viser NOAs (netto operasjonelle eiendeler) evne til å generere salg” (Penman, 2010, side 371). Jo høyere ATO desto høyere er effektiviteten i bedriften.

$$ATO = \frac{\text{Salgsinntekt}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

**Tabell 10: ATO Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009
Salgsinntekt	3557803	4263202	4603048	4997268	4967021
Gjennomsnittlig NOA	-	2400163	2728167	2943982	2978965
<b>ATO</b>	-	<b>1,78</b>	<b>1,69</b>	<b>1,70</b>	<b>1,67</b>

**Tabell 11: ATO Unilever**

Unilever	2005	2006	2007	2008	2009
Salgsinntekt	38401	39642	40187	40523	39823
Gjennomsnittlig NOA	-	23801	22405	22097	21806
<b>ATO</b>	-	<b>1,67</b>	<b>1,79</b>	<b>1,83</b>	<b>1,83</b>

Over har vi satt opp oversikt over ATO for Rieber & Søn, men også deres største konkurrent Unilever. Bransjestandarden for forbruksvarer er ifølge Penman (2010, side 373) på 2,74. Dermed ser vi at begge ligger et godt stykke unna hva som er vanlig i bransjen. Rieber & Søn og Unilever har imidlertid ganske lik effektivitet målt i ATO.

Vi ser også at Rieber & Søn har hatt en relativt jevn ATO, der gjennomsnittet er på 1,71 for årene 2006 til 2009. I 2009 ser vi at selskapet har en ATO på 1,67 noe som er en liten nedgang fra 1,70 i 2008. Både inntekt og kapitalbinding har økt i årene 2006 til 2008. I 2009 går netto salgsinntekter noe ned, mens kapitalbindingen øker.

Unilever har vist en jevn stigning i ATO fra 2006-2009. Salgsinntekten er ganske stabil, men vi ser at Unilever har redusert netto operasjonelle eiendeler. Fra 2008 til 2009 har de ingen endring i ATO. Både netto salgsinntekt og gjennomsnittlig NOA var lavere i 2009 sammenlignet med 2008. Unilever har en gjennomsnittlig ATO på 1,78, og har noe høyere gjennomsnittlig ATO enn Rieber & Søn.

Vi forventer at Rieber & Søn med sitt "Our Future" program og fokus på lønnsomhet vil tilsi at de i fremtiden blir tilrettelagt for bedre utnyttelse på sine netto operasjonelle eiendeler. Dette vil tilsi at "Our Future" programmet kan ha en positiv innvirkning på ATO i fremtiden, slik at effektiviteten i konsernet øker.

#### 4.2.3 Avkastning på netto operasjonelle eiendeler

"RNOA (Return on Net Operating Assets) beregner avkastningen på netto operasjonelle eiendeler, så beregningen skiller altså mellom operasjonelle og finansielle eiendeler. De rentebærende finansielle eiendelene er negative finansielle forpliktelser, og de påvirker ikke avkastningen på driften" (Penman, 2010, side 369).

$$RNOA = \frac{\text{Årsresultat (etter skatt)}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

**Tabell 12: RNOA Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009
Driftsresultat etter skatt	115770	420647	140755	502967	66509
Gjennomsnittlig NOA	-	2400163	2728167	2943982	2978965
<b>RNOA</b>	-	<b>17,53 %</b>	<b>5,16 %</b>	<b>17,08 %</b>	<b>2,23 %</b>

**Tabell 13: RNOA Unilever**

<b>Unilever</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Driftsresultat etter skatt	4445	5381	4334	5476	4104
Gjennomsnittlig NOA	-	23801	22405	22097	21806
<b>RNOA</b>	-	<b>22,61 %</b>	<b>19,34 %</b>	<b>24,78 %</b>	<b>18,82 %</b>

For bransjen for forbruksvarer fant vi kun historiske tall på ROA. Dette betyr at vi inkluderer både operasjonell og finansiell virksomhet i denne beregningen, og tallet fra bransjen er derfor ikke sammenlignbart med RNOA for Rieber & Søn og Unilever.

Penman (2010, side 373) har funnet en median på RNOA for matvareprodukter som skal være 12,1 %. Snittet for Rieber & Søn de siste fire årene er 10,50 % mens Unilever har ett snitt på 21,39 %. Rieber & Søn har altså lavere snittavkastning på de netto operasjonelle eiendelene de siste fire årene i forhold til det Unilever har.

Rieber & Søns RNOA falt kraftig fra 2008 til 2009. I 2008 hadde selskapet en RNOA på 17,08 %, mens denne for 2009 var falt til 2,23 %. Mye av grunnen til den svake utviklingen i RNOA fra 2008 til 2009 skyldes valutakursreguleringer. I 2009 virket valutakursreguleringene særdeles negativt inn på driftsresultatet i den omgrupperte regnskapsoppstillingen. Unilever har hatt en negativ utvikling i RNOA fra 24,78 % i 2008 til 18,82 % i 2009.

#### 4.2.4 Finansiell gjeldsgrad (FLEV)

I Penman (2010, side 364) blir finansiell gjeldsgrad beskrevet på følgende måte: ” Finansiell gjeldsgrad beskriver i hvilken grad de netto operasjonelle eiendelene er finansiert med netto finansielle forpliktelser (NFO), eller med vanlig egenkapital (CSE)”.

En høy finansiell gjeldsgrad betyr økt sannsynlighet for konkurs i et selskap. Dette fordi selskapet dermed er mer sårbar ovenfor salgssvikt eller en økning i rentekostnader. En høy finansiell gjeldsgrad kan også indikere at man forventer at firmaet vil vokse raskere. Et selskap med høy finansiell gjeldsgrad har mer lån som kan brukes på investeringer. Disse investeringene forventer man en avkastning på.

$$\text{Finansiell Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjennomsnittlig Netto Finansiell Forpliktelse(NFO)}}{\text{Gjennomsnitt Vanlig Egenkapital(CSE)}}$$

**Tabell 14: FLEV Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009
Gjennomsnittlig NFO	-	968230	1134459	1160951	1049086
Gjennomsnittlig CSE	-	1431934	1593708	1783031	1929879
<b>FLEV</b>	-	<b>0,68</b>	<b>0,71</b>	<b>0,65</b>	<b>0,54</b>

Ifølge (Penman, 2010, side 373) er vanlig FLEV i bransjen 0,414. Rieber & Søn har en gjennomsnittlig FLEV på 0,65 i analyseperioden. Dermed kan vi se at gjeldsgraden i gjennomsnitt ligger på et nivå som er noe høyere enn det som er oppgitt for bransjen. Fra 2006 til 2007 ser vi at gjeldsgraden øker noe, dette fordi forpliktelsene øker mer enn normal egenkapital. I 2008 stiger begge deler, men egenkapitalen stiger mer enn forpliktelsene, og gjeldsgraden faller til 0,65. I 2009 øker gjennomsnittlig egenkapital sammenlignet med 2008, men forpliktelsene har sunket så mye at gjeldsgraden har gått ned. Nedgangen i netto finansielle forpliktelser skyldes blant annet salget av fabrikker som ga en nedgang i langsiktig gjeld.

**Tabell 15: FLEV Unilever**

Unilever	2005	2006	2007	2008	2009
Gjennomsnittlig NFO	-	13678	10160	10501	10352
Gjennomsnittlig CSE	-	10219	12246	11596	11454
<b>FLEV</b>	-	<b>1,34</b>	<b>0,83</b>	<b>0,91</b>	<b>0,91</b>

Unilever har en gjennomsnittlig FLEV på 1,00 i årene fra 2006 - 2009. Vi ser av tabellen for Unilever at gjeldsgraden deres er noe høyere enn hva som er vanlig i bransjen. Gjelden er jevnt over høy i forhold til egenkapitalen. Unilevers gjeldsgrad falt fra 1,34 i 2006 til 0,83 i 2007, før den steg til 0,91 i 2008. Unilevers gjennomsnittlige FLEV fra 2006-2009 er noe høyere enn Rieber & Sønns gjennomsnittlige gjeldsgrad. Vi kan dermed se at Unilever har høyere finansiell risiko basert på dette nøkkeltallet, noe som kan tilsvare at de har noe høyere mulighet for å gå konkurs enn sin norske konkurrent. Det vil også kunne være forventninger til høyere vekst for Unilever.

Av dette kan vi tolke at Unilever har noe større konkurrisiko enn Rieber & Søn med bakgrunn i dette nøkkeltallet. I tillegg vil vi anta at Rieber & Søn kan forvente noe lavere vekst sammenlignet med Unilever.

#### 4.2.5 SPREAD

Operasjonell SPREAD er differansen mellom avkastning på netto operasjonelle eiendeler og netto lånekostnad. Netto lånekostnad er et vektet gjennomsnitt av de ulike kildene for netto finansiering (Penman, 2010).

SPREAD uttrykkes som følger:

$$SPREAD = RNOA - NBC$$

$$NBC = \frac{NFE}{NFO}$$

Vi beregner først netto lånekostnad for så å trekke fra denne på RNOA. Tallene for Rieber & Søn henter vi fra vår omgrupperte balanse og resultatregnskap. Tallene vi benytter for Unilever baserer seg på vår omgrupperte balanse og resultatregnskap av selskapet. Vi ser altså at vi behøver å beregne netto lånekostnad for å kunne komme frem til operasjonell SPREAD. Derfor setter vi opp følgende tabell:

**Tabell 16: SPREAD og NBC Rieber & Søn**

<b>Rieber &amp; Søn</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
RNOA	-	17,53 %	5,16 %	17,08 %	2,23 %
NFE (etter skatt)	19861	19508	25390	63066	41423
NFO	816843	1119616	1149302	1172600	925572
NBC	2,43 %	1,74 %	2,21 %	5,38 %	4,48 %
<b>SPREAD</b>	-	<b>15,79 %</b>	<b>2,95 %</b>	<b>11,70 %</b>	<b>-2,25 %</b>

**Tabell 17: SPREAD og NBC Unilever**

<b>Unilever</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
RNOA	-	22,61 %	19,34 %	24,78 %	18,82 %
NFE (etter skatt)	470	332	198	191	445
NFO	16505	10850	9469	11533	9170
NBC	2,85 %	3,06 %	2,09 %	1,66 %	4,85 %
<b>SPREAD</b>	-	<b>19,55 %</b>	<b>17,25 %</b>	<b>23,12 %</b>	<b>13,97 %</b>

Gjennomsnittlig netto lånekostnad for Rieber & Søn har for de siste fem årene vært 3,25 %, mens gjennomsnittlig netto lånekostnad for Unilever har vært 2,91 %. Vi ser altså at Rieber & Søn har en noe høyere gjennomsnittlig lånekostnad enn sin konkurrent. Vi har ikke klart å finne bransjetall for denne beregningen.

Vi ser også at Rieber & Søn hadde en stor økning i netto lånekostnad fra 2007 til 2008, dette skyldes hovedsaklig en stor økning i den kortsiktige gjelden, og spesielt en stor økning i gjeld til kredittinstitusjoner og annen kortsiktig gjeld. Netto lånekostnad vil stige når selskapet påtar seg mer gjeld som må tilbakebetales.

Gjennomsnittlig SPREAD for Rieber & Søn har for de siste fire årene vært 7,05 %, mens gjennomsnittlig SPREAD for Unilever har vært 18,47 %.

Hvis SPREAD er positiv (RNOA > NBC) så er det i følge Penman (2010) vanlig å si at bedriften har en gunstig andel netto gjeld i forhold til egenkapital. Dette fordi "RNOA er "gearet" opp for å oppnå en høyere ROCE. Hvis SPREAD er negativ, så vil gjeldsandelen være ugunstig" (Penman, 2010, side 365).

Vi ser også at Rieber & Søn har en ganske ulik SPREAD for hvert år i analyseperioden 2006-2009. I 2009 har Rieber en negativ SPREAD og dette skyldes en kraftig nedgang i RNOA fra 2008.



#### 4.2.6 Avkastning på vanlig egenkapital (ROCE)

ROCE står for Return on Common Equity Risk, eller avkastning på vanlig egenkapital. Dette forteller oss hvor mye eierne får igjen for sin investerte kapital.

$$ROCE = RNOA + \frac{\text{Gjennomsnittlig NFO}}{\text{Gjennomsnittlig CSE}} (RNOA - NBC)$$

**Tabell 18: ROCE Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009
RNOA	-	17,53 %	5,16 %	17,08 %	2,23 %
NBC	2,43 %	1,74 %	2,21 %	5,38 %	4,48 %
Gjennomsnittlig NFO	-	968230	1134459	1160951	1049086
Gjennomsnittlig CSE	-	1431934	1593708	1783031	1929879
<b>ROCE</b>	-	<b>28,21 %</b>	<b>7,26 %</b>	<b>24,70 %</b>	<b>1,01 %</b>

Vi ser at Rieber & Søn har en ROCE på 1,01 % i 2009, dette er en reduksjon på 23,69 % fra året før. I forbrukervarebransjen er gjennomsnittlig ROCE på 13,7 %. Rieber & Søn har en ustabil ROCE i løpet av samtlige av årene i tabellen. Gjennomsnittlig ROCE for konsernet ligger på 15,30 %. Vi ser at konsernet ligger godt over bransjestandarden på ROCE i 2008, men at de kun har en avkastning på 1,01 % i 2009. Grunnen til den svake avkastningen i 2009 er at Rieber har som tidligere beregnet, en relativt høy gjeldsgrad, og i tillegg ser vi at konsernet har en meget lav RNOA på kun 2,23 % i 2009.

**Tabell 19: ROCE Unilever**

Unilever	2005	2006	2007	2008	2009
RNOA	-	22,61 %	19,34 %	24,78 %	18,82 %
NBC	2,85 %	3,06 %	2,09 %	1,66 %	4,85 %
Gjennomsnittlig NFO	-	13678	10160	10501	10352
Gjennomsnittlig CSE	-	10219	12246	11596	11454
<b>ROCE</b>	-	<b>48,78 %</b>	<b>33,65 %</b>	<b>45,72 %</b>	<b>31,45 %</b>

Unilever ligger godt over det normale for bransjen og for Rieber & Søn. De har jevnt over, høy SPREAD og høy gjeldsgrad, samtidig som RNOA ligger over normalen.

Gjennomsnittlig ROCE i analyseperioden er på 39,90 % for Unilever, noe som må anses som meget godt.

Under har vi satt opp en kort oversikt der vi viser Rieber & Søns nøkkeltall på lønnsomhet oppsummert. Den påfølgende tabell viser nøkkeltallene vi har kommet frem til for Unilever.

**Tabell 20: Nøkkeltall oppsummert Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
PM	3,25 %	9,87 %	3,06 %	10,06 %	1,34 %	<b>5,52 %</b>
ATO	-	1,78	1,69	1,70	1,67	<b>1,71</b>
RNOA	-	17,53 %	5,16 %	17,08 %	2,23 %	<b>10,50 %</b>
FLEV	-	0,68	0,71	0,65	0,54	<b>0,65</b>
SPREAD	-	15,79 %	2,95 %	11,70 %	-2,25 %	<b>7,05 %</b>
ROCE	-	28,21 %	7,26 %	24,70 %	1,01 %	<b>15,30 %</b>

**Tabell 21: Nøkkeltall oppsummert Unilever**

Unilever	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
PM	11,58 %	13,57 %	10,78 %	13,51 %	10,31 %	<b>11,95 %</b>
ATO	-	1,67	1,79	1,83	1,83	<b>1,78</b>
RNOA	-	22,61 %	19,34 %	24,78 %	18,82 %	<b>21,39 %</b>
FLEV	-	1,34	0,83	0,91	0,91	<b>1,00</b>
SPREAD	-	19,55 %	17,25 %	23,12 %	13,97 %	<b>18,47 %</b>
ROCE	-	48,78 %	33,65 %	45,72 %	31,45 %	<b>39,90 %</b>

### 4.3 Kapitalstrukturanalyse

”I kapitalstrukturanalysen ønsker vi å analysere hvordan bedriftens eiendeler er finansiert, og bedriftens evne til å tåle tap” (Tellefsen og Langli, 2005, side 696). Her ønsker vi å avdekke forholdet mellom omløpsmidler og anleggsmidler, det vil si hvilke eiendeler som lett kan realiseres og de eiendelene som mest sannsynlig ikke skal bli realisert. I tillegg ønsker vi å se på forholdet mellom hvilke omløpsmidler som er mest og minst likvide. Dette gjøres for å se hva man lettest kan gjøre om til kontanter. Et eksempel på omløpsmidler som tilhører de minst likvide er varelager. Mest sannsynlig vil det ta lengre tid å få solgt unna varelageret til kunder, enn hvor lang tid det for eksempel ville tatt og solgt unna kundefordringene til selskapet (Tellefsen og Langli, 2005).

### 4.3.1 Soliditet og finansiering

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

Finansieringsgraden beskriver i hvor stor grad anleggsmidlene er finansiert av langsiktig kapital. Normalt sett bør finansieringsgrad 1 være under 1.

Det vil i denne delen av analysen også være nødvendig å vurdere bedriftens soliditet, noe som betyr i hvilken grad bedriften vil tåle tap. Her har de langsiktige gjeldsutstederne fokus på den langsiktige konkurrisikoen. Disse er opptatt av likviditeten, men er allikevel mest opptatt av firmaets evne til å overholde forpliktelser i fjern framtid. Det er vanlig å vurdere bedriftens soliditet sett i forhold til bedriftens gjeldsgrad og egenkapitalandel. Dette gjøres fordi finansieringsgrad 1 gir liten informasjon om bedriftens evne til å tåle tap, og det er derfor vanlig å sammenligne egenkapitalen med gjeld og total kapital (Tellefsen og Langli, 2005). Dette kan uttrykkes som følger:

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

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total kapital}}$$

Vi ser at gjeldsgraden uttrykker andel av gjeld sett i forhold til firmaets egenkapital, dvs. at dette et forholdstall som uttrykker kapital fra eksterne kilder sett i forhold til den kapitalen bedriftens eiere har bundet opp i firmaet. Et vanlig mål på dette er at desto nærmere null nøkkeltallet er, desto bedre er bedriftens soliditet, eller sannsynlighet for å unngå konkurs.

”Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og dermed hvor mye verdien av eiendelene som kan synke før kreditorenes krav kommer i fare” (Tellefsen og Langli, 2005, side 700). En kan i følge Tellefsen og Langli si at bedriftens soliditet er bedre jo større dette forholdstallet er, fordi bedriften da vil være bedre ”rustet” når dårlige tider kommer.

Det er ikke et bestemt teoretisk mål på forholdstallene gjeldsgrad og egenkapitalandel, derimot bør egenkapitalandelen være positiv. Tellefsen og Langli (2005) argumenterer for at bedrifter bør bygge opp egenkapitalandelen sin i gode tider, for å kunne møte dårlige tider

uten for store problemer. De legger allikevel til at rentabiliteten, eller lønnsomheten som tilsvarer positive innbetalinger, er viktigere enn høy egenkapitalandel.

**Tabell 22: Soliditet og finansiering nøkkeltall Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Langsiktig gjeld	1021628	1036088	1005890	816636	578878	
Gjeld	1953015	2351008	2247965	2480894	2051518	
Anleggsmidler	2073916	2626541	2580050	2795910	2550104	
Egenkapital	1275967	1587898	1599517	1966547	1893213	
Totalkapital	3228981	3938906	3847481	4447441	3944731	
Finansierungsgrad 1	0,90	1,00	0,99	1,00	1,03	<b>0,99</b>
Gjeldsgrad	1,53	1,48	1,41	1,26	1,08	<b>1,35</b>
Egenkapitalandel	0,40	0,40	0,42	0,44	0,48	<b>0,43</b>

**Tabell 23: Soliditet og finansiering nøkkeltall Unilever**

Unilever	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Langsiktig gjeld	15341	11516	10924	11970	12881	
Gjeld	30585	25400	24483	25770	24480	
Anleggsmidler	28358	27571	27374	24967	26205	
Egenkapital	8765	11672	12819	10372	12536	
Totalkapital	24132	23188	23743	22342	25417	
Finansierungsgrad 1	1,18	1,19	1,15	1,12	1,03	<b>1,13</b>
Gjeldsgrad	3,49	2,18	1,91	2,48	1,95	<b>2,40</b>
Egenkapitalandel	0,36	0,50	0,54	0,46	0,49	<b>0,47</b>

Rieber & Søn har en Finansierungsgrad på 1,03 i 2009, det samme gjelder for Unilever.

Optimalt sett ønsker vi at finansierungsgraden ligger under 1. Anleggsmidlene i en bedrift har som regel en lang funksjonstid, og det er derfor ønskelig at disse er finansiert av langsiktig kapital. Den langsiktige kapitalen tilsvarer langsiktig gjeld og egenkapital. Vi ser at Rieber & Søn har en liten negativ utvikling på dette nøkkeltallet. I 2007 og 2008 var anleggsmidlene fullfinansiert av langsiktig kapital, mens dette i 2009 ikke lenger er tilfellet. Foreløpig har Rieber & Søn en finansierungsgrad som er noe svak, og utviklingen i negativ retning fra 2007-

2009 må sies å være bekymringsfull om den skulle fortsette. Unilever viser imidlertid en god utvikling i finansieringsgraden. Denne har falt fra 1,18 i 2005 til 1,03 i 2009.

Gjeldsgraden i Rieber & Søn var i 2009 på 1,08. Vi ser altså at selskapet har 1,08 NOK i gjeld per krone med egenkapital. Utviklingen fra 2007 er positiv sett med hensyn på soliditeten i selskapet, desto lavere nøkkeltall jo bedre. Gjeldsgraden i Unilever var i 2009 på 1,95. Imidlertid har Unilever fra 2005 til 2009 en god utvikling i sin gjeldsgrad, fra 3,49 i 2005 til 1,95 i 2009. Dette må anses som en meget positiv utvikling.

Egenkapitalandelen i selskapet bør optimalt sett være positiv med ønske om god soliditet. I 2009 hadde Rieber & Søn en egenkapitalandel på 0,48. Unilever hadde en egenkapitalandel på 0,49 i 2009. Selskapenes egenkapital er som vi kan se ganske lik. Den ekstra kapitalen selskapene har er god å ha om det skulle komme dårlige tider, og det er positivt at de senere års egenkapitalandel viser en positiv utvikling for Rieber & Søn.

#### 4.4 Likviditetsanalyse

”I likviditetsanalysen er vi opptatt av å evaluere bedriftens evne til å betale for sine forpliktelser etter hvert som de forfaller” (Tellefsen og Langli, 2005, side 703). Det er her mer fokus på den kortsiktige konkursrisikoen, i forhold til hvor stor evne bedriften har til å overholde sine kortsiktige forpliktelser. Dette er spesielt interessant for långivere, leverandører og andre som har kortsiktige krav til selskapet. De vanligste metodene å bruke for beregning av bedriftenes likviditet, er Likviditetsgrad 1 og Likviditetsgrad 2. Disse beregnes slik:

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

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

Likviditetsgrad 1 beskriver altså hvilken grad av omløpsmidlene som er finansiert med kortsiktig gjeld. Historisk har det blitt ansett som en ”tommelfingerregel” at likviditetsgrad 1 skal være større enn 2, og likviditetsgrad 2 skal være større enn 1. Tellefsen og Langli (2005) argumenterer for at disse normtallene har vært konstant i mange generasjoner, og at de ikke kan benyttes lenger. De argumenterer videre blant annet for at behovet i dagens samfunn har et redusert behov for omløpsmidler. De mener videre at med effektiv styring av omløpsmidlene bør nivået av omløpsmidler være langt lavere på grunn av kontinuerlige vareleveranser og kortere transporttid. I tillegg behandler også likviditetsgradene alle selskaper likt, mens det i realiteten er forskjeller innenfor hver bransje. Deres konklusjon er at likviditetsgrad 1 bør være større enn 1, og at det er vanskelig å tallfeste likviditetsgrad 2. De anbefaler å sammenligne likviditetsgrad 2 med bedrifter i samme bransje.

Under har vi satt opp en tabell for Rieber & Søn, og en for Unilever der vi har beregnet likviditetsgrad 1 og 2 for selskapene.

**Tabell 24: Likviditetsgrad 1 og 2 Rieber & Søn**

Rieber & Søn	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Omløpsmidler	1136891	1309699	1267431	1651531	1394627	
Mest likvide omløpsmidler	705946	823845	703564	992455	858907	
Kortsiktig gjeld	931387	1314919	1242074	1664258	1472641	
Likviditetsgrad 1	1,22	1,00	1,02	0,99	0,95	<b>1,04</b>
Likviditetsgrad 2	0,76	0,63	0,57	0,60	0,58	<b>0,63</b>

**Tabell 25: Likviditetsgrad 1 og 2 Unilever**

Unilever	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Omløpsmidler	10801	9501	9928	11175	10811	
Mest likvide omløpsmidler	6694	5705	6034	7286	7233	
Kortsiktig gjeld	15244	13884	13559	13800	11599	
Likviditetsgrad 1	0,71	0,68	0,73	0,81	0,93	<b>0,77</b>
Likviditetsgrad 2	0,44	0,41	0,45	0,53	0,62	<b>0,49</b>

Vi ser at likviditetsgrad 1 er på 0,95 for Rieber & Søn i 2009. Dette er en liten nedgang mot 0,99 året før. Det vil si at Rieber & Søn ikke ligger innenfor Tellefsen og Langlis anbefalte

minimum på 1. Likviditeten i selskapet må på bakgrunn av dette kunne anses som noe svak. Det kan allikevel være interessant og kikke på tallene til et sammenlignbart selskap, for eksempel Unilever. Unilever står bak merkenavnet Knorr og er den største konkurrenten til Rieber & Søns Toro om man ser på markedsandelene. I 2009 var Unilevers likviditetsgrad 1 som vi ser av tabellen over på 0,93. Rieber & Søn og Unilever har dermed en relativt lik likviditetsgrad. Ifølge siste tilgjengelige tall fra SSB (2006) var snittet på likviditetsgrad 1 i norske aksjeselskaper på 1,2. Både Rieber & Søn og Unilever ligger under dette snittet (selv om Unilever har hovedsete i Nederland og England). Rieber har som vi ser en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 1,04, mens Unilevers gjennomsnittlige likviditetsgrad i analyseperioden ligger på 0,77. Så Rieber & Søn har faktisk en bedre likviditet enn Unilever basert på snitt for årene 2005-2009 av likviditetsgrad 1. Rieber & Søns likviditet må kunne sies å være noe svak, da en likviditetsgrad på 0,95 er under 1, noe som vurderes som et minstekrav, for denne likviditetsgraden. Det er i tillegg en svak utvikling i selskapet, som må kunne vurderes som bekymringsfullt med tanke på likviditeten. Unilever har derimot vist en god utvikling i sin likviditet fra 2006, og dette må anses som positivt.

Rieber & Søn har i 2009 en likviditetsgrad 2 på 0,58, og dette tallet viser en positiv utvikling fra 2007. Til sammenligning var Unilevers likviditetsgrad 2 på 0,62 i 2009. I Rieber & Søn dekker kun 58 % av kundefordringer og kontanter den kortsiktige gjelden. Sammenlignet med sin største konkurrent Unilever har Rieber & Søn en høyere gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 for årene 2005-2009, men Unilever hadde i 2009 en høyere likviditetsgrad 2 enn Rieber & Søn. Unilever har fra 2006 vist en positiv utvikling i sin likviditet, noe som ikke har vært tilfellet for Rieber & Søn. Derimot er selskapet i ferd med å selge unna ulønnsomme enheter, noe vi tror vil gjøre at kapital vil frigjøres på sikt, slik at likviditeten i selskapet bedres i de kommende årene.

## 4.5 Forholdstall som bygger på kontantstrømoppstillingen

Fra kontantstrømopplysningen alene kan vi beregne en rekke nøkkeltall, også kombinert med informasjon fra de andre regnskapsoppstillingene. Vi skal imidlertid fokusere på rentedeckningsgraden for Rieber & Søn da vi behøver denne til å anslå en syntetisk rating for konkursrisikoen i konsernet i kapittel 6.3. I følge Tellefsen og Langli (2005) forteller rentedeckningsgraden oss hvilken ”sikkerhetsmargin” långivere har for at renter og avdrag blir betalt til rett tid.

Rentedeckningsgraden kan uttrykkes slik:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{(\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{finanskostnader})}{\text{Finanskostnader}}$$

$$\text{Rentedeckningsgrad for Rieber \& Søn 2009} = \frac{(369323+70258)}{70258} = 6,25.$$

Under kan vi se utviklingen i rentedeckningsgraden fra 2005:

**Tabell 26: Rentedeckningsgrad Rieber & Søn**

Rentedeckningsgrad	2005	2006	2007	2008	2009	Gjennomsnitt
Finanskostnader	39532	48037	65547	101244	70258	
Resultat før skatter	230404	352554	233441	275514	369323	
Rentedeckningsgrad	6,83	8,34	4,56	3,72	6,26	5,94

I følge Proff Forvalt er en rentedeckningsgrad på over 3,5 meget god, og den viser hvor god evne bedriften har til å dekke opp finanskostnadene med driftsresultatet og finansinntektene. Vi kan se av tabellen over at Rieber & Søn har en meget god rentedeckningsgrad for alle årene i analyseperioden. Gjennomsnittlig ligger rentedeckningsgraden på 5,94.



## 4.6 Vekstanalyse

I følge Penman (2010) gjøres vekstanalyse for å analysere den kjernevirksomheten som kan føre til vekst i en bedrift. Det er enkelte poster som inkluderes i resultatregnskapet som er spesielle eller kan anses som engangshendelser. Disse danner ikke et godt grunnlag for vekst, og det er dermed viktig å kunne skille ut disse elementene for ha et bedre grunnlag for å anslå vekst når vi kommer til estimering av fremtidsregnskapet, for så å skulle beregne en horisontverdi.

Eksempler på komponenter som ikke kan danne grunnlag for vekst er inntjening fra spesielle engangskontrakter, eller inntjening fra fortjeneste på salg av eiendeler eller inntjening som følger av omstrukturering. Disse postene anses som forbigående poster og skilles ut fra det vi kan kalle for kjerneinntjening.

Kjerneinntjeningen omhandler den ”normale” og pågående inntjeningen i selskapet. ”Siden kjerneinntjeningen er basis for vekst, så begynner vi å analysere veksten med en analyse som skiller kjerneinntjeningen fra forbigående komponenter ” (Penman, 2010, side 394). Under har vi utarbeidet en oppstilling som er en omarbeiding av det omgrupperte resultatregnskapet slik at vi kan skille ut Rieber & Sønns forbigående komponenter i regnskapet og fokusere på kjerneinntjeningen, slik at vi senere har et godt grunnlag for å estimere vekst i regnskapet for eksplisitt periode.

**Tabell 27: Kjerne driftsresultat Rieber & Søn**

<b>Kjerne driftsresultat</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Netto salgsinntekter	3557803	4263202	4603048	4997268	4967021
Produksjonskostnad	-198052	-265042	-302854	-325738	-310154
Lønnskostnad	-805262	-927150	-1052655	-1106196	-1108599
Vareforbruk	-1526578	-1890073	-2060178	-2220272	-2168459
<b>Kjerne Bruttofortjeneste</b>	<b>1027911</b>	<b>1180937</b>	<b>1187361</b>	<b>1345062</b>	<b>1379809</b>
Salgs og markedsføringskostnader	-483 505	-540 058	-620511	-669330	-652129
Andre driftskostnader inkludert tap på krav	-144364	-138467	-118206	-133838	-166309
Avskrivninger	-161694	-191730	-209907	-213799	-208417
<b>SUM Netto Kjernekostnader</b>	<b>-789 563</b>	<b>-870 255</b>	<b>-948624</b>	<b>-1016967</b>	<b>-1026855</b>
<b>Kjerne driftsresultat fra salg (før skatt)</b>	<b>238 348</b>	<b>310 682</b>	<b>238 737</b>	<b>328 095</b>	<b>352 954</b>
Rapportert skattekostnad	-72633	-102477	-67899	-87974	-115189
Skatt på annen driftsinntekt	5530	19094	10119	7530	19077
Skatt på finanskostnad	-7762	-7495	-11629	-21727	-14658
Sum	-74866	-90878	-69409	-102171	-110769
<b>Kjerne driftresultat fra salg (etter skatt)</b>	<b>163 482</b>	<b>219 804</b>	<b>169 328</b>	<b>225 924</b>	<b>242 185</b>
Andre driftsinntekter	26517	70567	26175	22135	19045
Nedskrivninger	-8630	-6900	-13170	-1566	-10433
Netto salgsgevinst	1791	5265	22500	7320	62045
<b>Sum andre driftsinntekter før skatt</b>	<b>19678</b>	<b>68932</b>	<b>35505</b>	<b>27889</b>	<b>70657</b>
Skatt på andre driftsinntekter	5530	19094	10119	7530	19077
<b>Sum andre driftsinntekter etter skatt</b>	<b>14148</b>	<b>49838</b>	<b>25386</b>	<b>20359</b>	<b>51580</b>
Estimatavvik pensjoner	-75340	64578	-8184	-22459	40330
Verdiendring aksjer tilgjengelig for salg	2385	10451			
Markedsverdijustering finansielle instrumenter	-7524	-1922	-2907	-12611	4204
Omregningsdifferanser	11094	75955	-47284	280742	-266922
Realisert gevinst på aksjer tilgjengelig for salg		-827	-16680		
Realisert gevinst /tap finansielle instrumenter		77	5292	-5922	-2456
Skatt av andre inntekter og kostnader			6576	10982	-12010
<b>Sum uvanlige poster</b>	<b>-69385</b>	<b>148312</b>	<b>-63187</b>	<b>250732</b>	<b>-236854</b>
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>108 246</b>	<b>417 954</b>	<b>131 527</b>	<b>497 015</b>	<b>56 910</b>
Finanskostnader	39532	48037	65547	101244	70258
Finansinntekter	-11909	-20978	-24745	-20774	-15970
<b>Netto finanskostnader før skatt</b>	<b>27623</b>	<b>27059</b>	<b>40802</b>	<b>80470</b>	<b>54288</b>
<b>Skattefordel på netto finanskostnader</b>	<b>7762</b>	<b>7495</b>	<b>11629</b>	<b>21727</b>	<b>14658</b>
<b>Netto finanskostnader etter skatt</b>	<b>19861</b>	<b>19564</b>	<b>29173</b>	<b>58743</b>	<b>39630</b>
Totalresultat	88 385	398 390	102 354	438 272	17 280

Vi er med denne oppstillingen opptatt av å komme frem til den virksomheten vi kan benytte oss av når vi skal estimere vekst, og da har vi i oppstillingen over skilt ut poster som ikke bare skjer et bestemt år, men også poster som ikke kan estimeres. I følge Penman (2010) er for eksempel omregningsdifferanser et godt eksempel på poster som sannsynligvis forekommer hvert år, men som allikevel ikke skal benyttes som grunnlag for vekst. Det vil altså være enten gevinst eller tap på en slik post i fremtiden, men det er umulig å anslå om konsernet vil tape eller tjene på dette, og dermed vil denne posten regnes som en ”uvanlig” post.

Markedsverdijusteringer på finansielle instrumenter er også en post som må skilles ut fra kjerneinntekten, dette fordi en endring i markedsverdi på et finansielt instrument typisk ikke kan anslås.

I følge Penman (2010) må man vurdere om endringer i forsknings og utviklingskostnader og salgskostnader er midlertidige, fordi en negativ utvikling i disse kostnadene kan øke dagens inntjening, men skade fremtidig inntjening.

For å starte med salgs og markedsføringskostnadene har Rieber & Søn besluttet å øke disse fra 12 % av salgsinntektene i 2008 til 15 % av salgsinntektene i 2012. Dette kan dermed anses som kostnader som ikke er spesielle, og som man kan anslå i fremtiden da de er relativt stabile, i tillegg til at man har en uttalelse i selskapets årsrapport fra 2009 som klargjør hva denne posten vil kunne estimeres til i fremtiden.

Når det gjelder forskning og utvikling inngår de i andre driftskostnader. Forskning og utvikling utgjorde 20,9 MNOK i 2009 og 20,9 MNOK i 2008, og 17,8 MNOK i 2007. I 2007 utgjorde den 0,39 % av salgsinntektene i konsernet, mens den i 2008 og i 2009 utgjorde 0,42. % av netto salgsinntekter. Posten er dermed ikke en post som opptrer spesielt en gang, men en post som er relativt stabil, og vi antar dermed at den er ”normal”.

Når det gjelder estimatavvik på pensjoner har vi valgt å anse dette som en uvanlig post. Dette fordi det i følge Penman (2010) er slik at man må være forsiktig å knytte fortjenesten på avvikene av pensjonen til fortjenesten for driften. I stedet bør man knytte fortjenesten mot konsernets pensjonsfond.

## 5 Utarbeidelse av konsernets fremtidsregnskap

Med bakgrunn i vår strategiske analyse og regnskapsmessige analyse av konsernet vil vi nå utarbeide konsernets fremtidsregnskap. Våre estimater for regnskapspostene i fremtidige år bygger på tilgjengelig informasjon gjennom selskapets årsrapporter, tidligere kvartalsrapporter (2009), informasjon på selskapets hjemmesider og annen generell tilgjengelig markedsinformasjon. Informasjonen vil utlede til den frie kontantstrømmen til totalkapitalen, og danne grunnlaget for vår verdsettelse av selskapet.

Vi har valgt å benytte oss av en eksplisitt periode på seks år for å anslå fremtidige poster i finansregnskapet. Vi mener at selskapet nå er inne i en fase der de ønsker å forbedre lønnsomheten ved å oppnå varige kostnadsbesparelser, noe som går på bekostning av vekst i de nærmeste årene. Dette innebærer også å kvitte seg med ulønnsomme produktkategorier eller virksomheter, noe selskapet løpende vil vurdere å selge eller eventuelt sanere. Selskapet har veldig fokus på sine lønnsomhetsforbedringer de nærmeste årene, og det er vanskelig å finne klare langsiktige mål for hva selskapet ønsker. Vi har derfor etter utløpet av selskapets forbedringsprogram anslått en forsiktig vekst. Vi føler at vår periode på 6 år er hva vi kan strekke oss til når konsernet ikke uttrykker sine langsiktige mål i større grad. Vi får dermed en eksplisitt periode fra år 2010-2015.

Noe av grunnlaget for hva vi estimerer i fremtiden, bygger også på historiske regnskapstall. Vi har valgt å se på utviklingen i konsernet for de siste fem årene. Denne perioden føler vi vil gi oss et godt innblikk i utviklingen, da konsernet er i en relativt stabil fase.

Vårt verdiestimat på konsernet vil bygge på estimeringsperioden frem til 2015, før vi så benytter oss av en horisontverdi som skal tilsvare bedriftens verdi utover den eksplisitte perioden. Grunnen til at vi benytter oss av horisontverdi er fordi det ikke er mulig å anslå kontantstrømmene for all fremtid. Ved beregningen av horisontverdi vil vi anta en konstant vekst i den frie kontantstrømmen. Den konstante veksten vi benytter oss av i beregningene av horisontverdien kan ikke være høyere enn veksten i økonomien generelt. I følge Britannica Online Encyclopedia er ”det mest brukte målet for økonomisk vekst realrenten av veksten på et lands totale produksjon av varer og service (som kommer av BNP justert for inflasjon, eller ”real bruttonasjonalprodukt”)”. Når vi estimerer økonomisk vekst ved beregningen av horisontverdien velger vi derfor å benytte oss av BNP justert for inflasjon. I Norges Banks skriftserie som omhandler prisstabilitet, heter det at det operative målet i pengepolitikken skal

være en årsvekst i konsumprisene på 2,5 %. Som tidligere beskrevet er i følge International Monetary Fund forventet vekst i BNP for Norge i 2011 på 1,8 %. Dermed er den økonomiske veksten forventet å være 4,3 % i Norge i 2011. For å finne snittet for total økonomisk vekst for Rieber & Søn har vi tatt utgangspunkt i driftsinntektene i alle landene konsernet opererer i, og funnet ut snittet for disse i vekstperioden i selskapet, anslått til 2012-2015. I følge den europeiske sentralbanken er inflasjonsmålet for EU 2 %, i tillegg til at forventet vekst i BNP varierer for de ulike landene. Totalt fikk vi et gjennomsnitt på 4,09 % for økonomisk vekst i fremtiden, og denne velger vi å benytte ved utregningen av horisontverdien.

## 5.1 Estimering av poster i finansregnskapet

Vi vil i følgende kapittel presentere et estimat for Rieber & Søns fremtidige regnskapsposter. Vi vil med bakgrunn i historiske tall, og tilgjengelig informasjon frem til 31.12.09 anslå utviklingen i sentrale regnskapsposter. Under noen av postene har det vært vanskelig å finne informasjon om videre utvikling, vi har da satt posten lik dagens kostnad, eller vi har anslått en lav vekst.

### 5.1.1 Netto driftsinntekter

Når det gjelder konsernets driftsinntekter velger vi å estimere netto driftsinntekter. Dette tilsvarer konsernets brutto salgsinntekter fratrukket inntektsreduksjoner. Inntektsreduksjoner omfatter utgående fakturaer og forsikring, kundebonuser og rabatter, og provisjon og reklamasjoner. I 2009 hadde Rieber & Søn en netto driftsinntekt på 4 967 019 000 NOK, noe som tilsvarte en nedgang på 0,61 % fra året før. Deler av grunnen til dette skyldtes salg av merkevaren Sopps og marine ingredienser. Sopps har en årlig omsetning på rundt 60 MNOK, mens marine ingredienser omsetter for 15 MNOK årlig. En annen grunn til salgsnedgangen er salgssvikt for "Food Service". Nedgangskonjunkturer etter finanskrisen er grunnen til det svekkede salget innenfor denne forretningsenheten. Rieber & Søn har som selskap blitt moderat rammet av finanskrisen, men det er spesielt Food Service som er blitt hardt rammet, da denne delen av konsernet selger til storhusholdninger som hoteller og restauranter. I 2009 har markedet vært relativt stabilt, selv om den russiske virksomheten er inne i en nedgangskonjunktur.

I det vesteuropeiske segmentet for 2009 fikk Norge, Sverige, Danmark og Tyskland økt salg, Cronions fikk også svekket salg, men dette kommer av at de ble utfordret av ny konkurranse i markedet.

Sentral- og Øst-Europa fikk et fall i salget på 4,8 %. Det meste av driftinntektene kommer fra det vesteuropeiske segmentet, med et nettosalg på 3 701 MNOK for 2009. Mens Sentral- og Øst-Europa har et nettosalg på 1 394 MNOK i 2009.

I årene fremover forventes det en moderat topplinjevækst. Det som eventuelt vil påvirke salget er den generelle inflasjonen. Markedene innenfor kjernevirksomhetene er stabile. Samtidig flatet veksten for ferdigretter ut, men viste tegn til vekst mot slutten av året. Konkurransen fra andre produsenter i markedet er jevnt tiltagende.

### Netto driftsinntekt:

**Tabell 28: Estimering av netto driftsinntekt Rieber & Søn**

Driftsinntekter	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring i %				7,57 %	3,77 %	-10,00%	2,00 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %
Norge			2037381	2191624	2274265	2046839	2087775	2177550	2271184	2368845	2470706
Tsjekia			512190	601092	575113	569362	563668	589597	616718	645088	674762
Danmark			485096	541381	551454	562483	573733	594387	615785	637953	660920
Polen			315126	383709	338546	321619	328051	345110	363055	381934	401795
Sverige			311934	348500	335983	342703	349557	365287	381725	398902	416853
Tyskland			173924	185158	207311	211457	215686	223667	231942	240524	249424
Russland			134436	161046	125669	130696	135009	139464	144066	148821	153732
Andre			632960	584758	558678	533537	517531	530470	543731	557325	571258
<b>TOTALT</b>		<b>19,83 %</b>	<b>7,97 %</b>	<b>8,56 %</b>	<b>-0,61 %</b>	<b>-5,00 %</b>	<b>1,11 %</b>	<b>4,09 %</b>	<b>4,09 %</b>	<b>4,09 %</b>	<b>4,09 %</b>
	<b>3557803</b>	<b>4263202</b>	<b>4603047</b>	<b>4997268</b>	<b>4967019</b>	<b>4718695</b>	<b>4771010</b>	<b>4965531</b>	<b>5168208</b>	<b>5379392</b>	<b>5599448</b>

Totalt forventer vi en svikt i salgsinntektene på 5,00 % i 2010. I 2011 forventer vi en svak vekst på 1,11 %, mens vi for årene 2011-2015 antar vi ett samlet total salgsvækst vil være på 4,09 %.

Vi forventer et fall i inntektene til den norske driften i 2010, som skyldes at salget av merkevaren Sopps og salget av marine ingredienser i Norge skjedde i fjerde kvartal 2009, og dermed vil dette fortsatt få konsekvenser for året som helhet i 2010 sammenlignet med 2009. I tillegg skilles King Oscar ut i ett eget selskap og gjøres klar til frasalg. Dermed forventer vi at dette salget forekommer i 2010, og med en årlig omsetning på 350 NOK vil dette svekke salgsinntektene i 2010. Vi tror den norske driften vil ha en svak salgsvækst i 2011 basert på at selskapet fortsatt vil ha fullt fokus på å kutte kostnader, og dette går noe ut over vekst i inntektene. Imidlertid tror vi selskapet etter å ha solgt unna ulønnsomme enheter frem til 2011, for så at de er ferdig med programmet "Our Future" igjen vil satse på vekst. Man kan anse det norske markedet som relativt stabilt hvis man ser bort i fra frasalg av forretningsenheter. Grunnen til dette er Toros høye markedsandeler i Norge, slik at en på mange måter kan si at Toros største konkurrent er seg selv, i den grad at nye produkter vil gjøre at kundene velger et av Toros produkter foran et annet. Allikevel vil et tap av omsetning på 350 MNOK på grunn av frasalg av King Oscar merkes på omsetningen i den norske driften i 2010, og vi forventer ett betydelig fall dette året, anslått til 10 %.

Økonomisk vekst kan i følge ([www.eoearth.org](http://www.eoearth.org)) enklest defineres som økning i ett lands BNP justert for inflasjon. Norges Bank styrer etter et inflasjonsmål på 2,5 %. Ifølge International Monetary Fund forventes det en vekst på 1,8 % i BNP for Norge i 2011, som er estimert i World Economic Outlook for april 2010 ([www.imf.org](http://www.imf.org)). Vi velger derfor å benytte oss av en vekst på 4,3 % for Norge i årene 2012 til 2015 i vår eksplisitte periode.

Tsjekkia fikk bedret salg i 2009, men på grunn av økte inntektsreduksjoner så blir netto driftsinntekt negativ. I 2010 forventes videre netto salgsvækst i Tsjekkia på grunn av en nedgangskonjunktur i det tsjekkiske markedet, der også forbrukeratferden har endret seg. I årene frem mot 2012 ser vi en negativ utvikling i nettosalget. Vi er imidlertid usikre på hvor lenge denne nedgangen vil vare, men anslår fra 2013 til 2015 en vekst på 4,3 % i Tsjekkia. Grunnlaget for veksten skyldes inflasjonsmålet til den europeiske sentralbanken på 2 % og en forventet vekst i Tsjekkias BNP på 2,6 % i 2011 ([www.imf.org](http://www.imf.org)). Tsjekkias forventede vekst i BNP og inflasjonsmålet utgjør 4,3 %, og dette antar vi som en standard for resten av eksplisitt periode.

Polen fikk et svekket nettosalg i 2009 på grunn av inntektsreduksjoner, selv om brutto salgsvekst var positiv. Generelt er det god markedsvekst i de søte kategoriene i Polen, noe som gir en positiv utvikling for merkevaren Delecta. I 2010 har vi allikevel anslått et fall i salgsinntektene i Polen da merkevaren King Oscar også har Polen som et viktig marked. I tillegg har det vært et frasalg av en fabrikk for produksjon av kakebunner, noe som vi antar vil merkes på salget i 2010. I 2011 har vi anslått veksten i Polen til 2 %, som er inflasjonsmålet til den europeiske sentralbanken. Deretter benytter vi oss av Polens forventede inflasjonsjusterte BNP for 2011, når vi anslår salgsvekst for årene 2012-2015. Denne er på 5,2 % ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Rieber & Søn Sverige fikk økt salg i 2009, men på grunn av inntektsreduksjonene gikk de netto driftsinntektene ned. I Sverige er de i gang med en snuoperasjon av virksomheten for å styrke markedsinnsatsen, etter at det har oppstått økt konkurranse. Fremover forventer vi en suksess med snuoperasjonen som gjennomføres av den nye direktøren. Allikevel kan dette ta noe tid, slik at vi forutsetter en salgsvekst på 2 % frem til 2012. Deretter benytter vi oss av forventet inflasjonsjustert BNP på 4,5 % ut eksplisitt periode ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Rieber & Søn Tyskland økte salget betraktelig i 2009. Konsernet planlegger lansering av nye produkter i Tyskland, men det foreligger ingen informasjon om hvilke produkter konsernet planlegger å lansere og hva som er omfanget av disse planene. Vi budsjetterer med stabil salgsinntekt for Tyskland i 2011-2012 med inflasjonsbasert vekst på 2 %, før vi benytter oss av inflasjonsjustert BNP på 3,7 % frem til 2015.

Rieber & Søn Russland fikk et voldsomt fall i salgsinntektene for 2009. Hovedsakelig skyldes dette fallet nedgangstid i russisk økonomi, så markedet i Russland er inne i en meget svak periode. I tillegg har vi sett en svekket russisk valuta i 2009. I 2010 venter vi at det vil stabilisere seg mer, og at tiltakene til Rieber & Søn vil gi positive bidrag. Vi antar allikevel at den høye inflasjonen i Russland vil utlignes mot valutakursen. Dette skjer fordi høy inflasjon vil føre til ytterligere import og redusert eksport slik at valutakursen depresierer. Denne sammenhengen kaller vi for kjøpekraftsparitet. Relativ kjøpekraftsparitet har vi når de relative endringene i pris mellom to land over en tidsperiode bestemmer forandringen i valutakursen i den perioden. Vi har også Fisher effekten som uttrykker at den nominelle renten i hvert land er lik det realavkastningskravet som kreves pluss kompensasjon for forventet inflasjon. Fisher effekten er kun effektiv når kjøpekraftspariteten holder. Det kan også være andre faktorer enn inflasjon som fører til valutakursendringer, så valutakursene



tilpasser seg kanskje ikke inflasjonsforskjellen direkte (Madura og Fox, 2007).

Snacks er også en produktgruppe som er mer sensibel mot konjunktursvingninger i markedet enn en typisk matvare som er et nødvendighetsgode. Et nødvendighetsgode er en vare som man behøver selv i en økonomisk nedgangskonjunktur. Snacks vil dermed være en produktgruppe som er sensibel for konjunktursvingninger. Da det er vanskelig å anslå salget i Russland på grunn av nedgangskonjunkturer og mulighet for svekket salg fremover har vi her vært noe forsiktig i vårt anslag og valgt å benytte oss av vekst i BNP på 4 % i 2010 og vekst i BNP for 2011 på 3,30 %. 3,30 % vekst har vi også benyttet oss av i resten av eksplisitt periode.

Under kategorien «andre» vil blant annet Rieber & Søn Food Service og Cronions være. Enhetene i denne kategorien fikk svekket salg i 2009. Finanskrisen er også her grunnen til det svekkede salget. Salget av produksjonsenheten for marine ingredienser medfører deler av det svekkede salget. Cronions sin produksjon av løkringer har også blitt solgt ut av konsernet og dette har bidratt til lavere driftsinntekter i 2009 sammenlignet med 2008. I 2010 vil man fokusere på å styrke salget og øke markedsandelene, men vi forventer allikevel en svekket salgsutvikling på -4,5 %, ca lik nedgang som året før. Dette vil være fordi det i 2010 er da man for alvor vil se konsekvensen av frasalget av produksjonen av marine ingredienser og enheten for produksjon av løkringer. Vi tror også at Food Service vil fortsette nedgangen i 2011. Fra 2012 har vi anslått en vekst som tilsvarende Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % da vi forventer at selskapet lykkes med sine tiltak etter noen år, men vi tror det vil ta lenger tid før salget vil bedre seg betraktelig.

## Andre driftsinntekter

**Tabell 29: Estimering av Andre driftsinntekter Rieber & Søn**

Andre driftsinntekter	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		166,12 %	-62,91 %	-15,43%	-13,96%	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	26517	70567	26175	22135	19045	19824	20635	21479	22357	23272	24223

De andre driftsinntektene inkluderer inntekter fra salgsoppdrag, royalty, utleie og offentlige tilskudd. I 2009 var denne posten pålydende 19 045 000 NOK. I årsrapporten for 2009 foreligger det ingen konkrete fremtidsutsikter for denne posten, som inkluderer

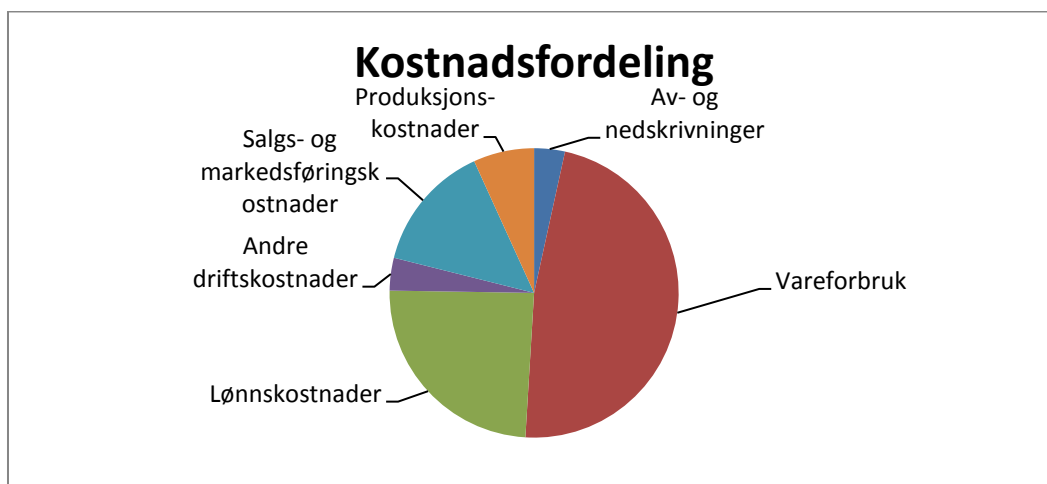
royaltyinntekter og offentlige tilskudd. Med bakgrunn i tilgjengelig informasjon forutsetter vi at denne posten øker med snittet for salgsveksten i årene 2010-2015.

### 5.1.2 Driftskostnader

Rieber & Søn implementerte i 2009 et program kalt "Our Future". Dette programmet går fra driftsåret 2009-2011 og har som mål å gi selskapet varige kostnadsbesparelser. I disse årene forventer selskapet en moderat topplinjevekst, mens hovedfokus vil være på besparelser i kostnadene, og da spesielt innkjøp, administrasjon, salg og produksjon. Hovedsakelig er selskapets mål i de kommende årene å øke selskapets lønnsomhet ytterligere, fremfor vekst og innovasjon.

Under ser vi hvordan Rieber & Søns driftskostnader fordelte seg i 2009.

**Figur 7: Fordeling av driftskostnader 2009**



## Vareforbruk

**Tabell 30: Estimering av vareforbruk Rieber & Søn**

Vareforbruk	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		23,81 %	9,00 %	7,77 %	-2,33 %	-10,00 %	-1,00 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	1526578	1890073	2060178	2220272	2168459	1951613	1932097	2011120	2093375	2178994	2268114

Importkostnadene ved innkjøp av råvarer og emballasje har økt. Dette kommer av at norsk, tsjekkisk og polsk valuta har svekket seg mot euro og amerikanske dollar. Men ser man på råvareprisene, så har disse isolert sett gått ned i løpet av 2009.

Vareforbruket ligger på 2 168 459 000 NOK for 2009. Det utgjør 47,3 % av totale kostnader for Rieber & Søn. Dette deles inn i varekostnad (2 091 915), resultatført nedskrivning av varelager (45 556), og beholdningsendring varer i arbeid og ferdig tilvirkede varer (30 987).

Det er iverksatt en del tiltak under "Our Future" konseptet som tar for seg strategi, finansielle mål og hovedprogrammer, som skal få bedre kontroll på innkjøp, som blant annet skal gi forbedringer innen innkjøp.

Tiltak som er gjort på innkjøpssiden er å etablere egne team innen en rekke av konsernets innkjøpskategorier, på tvers av geografi og kompetanse, noe som har gått gjennom innkjøpsrutinene. Dette har ført til reforhandlinger av eksisterende kontrakter og fremforhandlinger av nye kontrakter innen de forskjellige innkjøpskategoriene.

Det er vanskelig og predikere utviklingen i varekostnader, da råvaremarkedene er volatile. Prisutviklingen er også svært forskjellig for de forskjellige råvarene. Vi forventer at vareforbruket vil reduseres med 10 % i 2010. Grunnlaget for dette tallet er at konsernet selger unna produksjonsenheter, - noe som vil bidra til reduserte kostnader. I tillegg har konsernet gjennom sitt program "Our Future" fokus på å kutte kostnader betraktelig. I 2011 forventer vi ytterligere reduksjoner i produksjonskostnadene. Fra 2012 og utover venter vi en økning i disse kostnadene, fordi «Our Future» programmet er avsluttet og fokus vil igjen bli på vekst i konsernet, noe som vil kunne føre til en viss økning i kostnadene.

## Lønnskostnader

**Tabell 31: Estimering av lønnskostnader Rieber & Søn**

Lønnskostnader	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		15,14 %	13,54 %	5,09 %	0,22 %	0,22 %	0,22 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	805262	927150	1052655	1106196	1108599	1111038	1113482	1159024	1206428	1255771	1307132

Rieber & Søn vil at den faste lønnen settes etter konkurransedyktige betingelser. Dette gjør de for at de skal sikre seg attraktiv arbeidskraft. Den variable lønnen som inkluderer bonuser er til for at lederne skal yte en ekstraordinær innsats for bedriften, og for at ledelsens og eiernes interesser skal samsvare.

Rieber & Søn har 3 558 ansatte ved årsskiftet i 2009. Av disse er ca. 1/3 ansatte i Norge. Dette vil igjen bidra til å dra opp lønnskostnadene, i forhold til de andre landene hvor Rieber & Søn har avdelinger.

Lønnskostnadene er ikke ventet å øke mye. Dette er på grunn av den igangsatte effektiviseringsprosessen, som forventes å føre til oppsigelser. Det er for 2010 forventet en lik vekst som i 2009, men det vil bli utført oppsigelser ved fabrikkene i Larvik og på Elverum, som følge av de innførte forbedringsprogrammene. Vi har sett en klar reduksjon hvert år fra 2005 til 2009 fra 15,14 % lønnsvekst til 0,22 % vekst. Derfor mener vi at det i 2010 og 2011 kan forventes en knapp lønnsvekst på 0,22 %, noe som er likt som økningen i 2009. Fra 2012 til 2015 estimerer vi en liten lønnsvekst som følge av at vi forventer en satsing på vekst i selskapet, etter at «Our Future» er avsluttet. Denne har vi satt lik økningene i totale netto driftsinntekter.

## Produksjonskostnader

**Tabell 32: Estimering av produksjonskostnader Rieber & Søn**

Produksjonskostnader	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		33,82 %	14,27 %	7,56 %	-4,78 %	-10,00 %	-1,00 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	198052	265042	302854	325738	310154	279139	276347	287650	299415	311661	324408

Produksjonskostnadene har falt noe fra 2008 til 2009. Dette skyldes ”Step Up” programmet som tar for seg forbedringer i produksjonsprosessen, noe som er ment å redusere produksjonskostnadene. Konsernet har satt i gang og fullført et omfattende effektiviserings- og forbedringsprogram for sine to største produksjonsanlegg i Tsjekkia og Norge. Programmet ble også satt i gang i Danmark og Sverige. Ved fabrikken på Elverum og i Larvik er man inne i en analyseprosess for å vurdere tiltak ut ifra ”Step Up” programmet. Man har god tro på dette, på grunn av suksessen i Tsjekkia og Norge. Samlet er det budsjettert med at ”Our Future” programmet vil gi en total kostnadsbesparelse på 400 millioner NOK i 2012,- deriblant produksjonskostnader. I «Step Up» programmet inngår også «Future Production», som skal gi bedre produksjonseffektivitet og gi varige besparelser på 50 MNOK. Her inngår også Frödinge fabrikken i Sverige. Frasalget av produksjonen av løkringer resulterte også i reduserte produksjonskostnader i 2009. Derfor antar vi at produksjonskostnadene vil synke drastisk i 2010 og 2011 også.

### Salgs- og markedsføringskostnader

**Tabell 33: Estimering av Salgs- og markedsføringskostnader Rieber & Søn**

Salgskostnader	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		11,70 %	14,90 %	7,87 %	-2,57 %	2,82 %	1,55 %	4,59 %	4,08 %	4,08 %	4,09 %
	483505	540058	620511	669330	652129	670548	680913	712172	741200	771446	802961

Disse kostnadene jobbes det aktivt med under ”Trading Up” strategien. Det er i planen for 2008 til 2012 lagt til grunn en økning i den relative bruken av salgs- og markedsføringskostnader, fra cirka 13 % (2008) til 15 % (2012) av netto salgsinntekt. I forbindelse med dette arbeidet ønsker man å få større effekt ut av markedsføringsmidlene som investeres. På grunn av at selskapet ønsker å øke sin relative bruk av disse kostnadene, tror vi at kostnadene vil øke i 2010, selv om salgsinntektene for 2009 var svekket. I 2012-2015 anslår vi at selskapet benytter 15 % av salgsinntektene til denne posten, og kombinert med økt nettosalg i konsernet vil denne posten stige i alle år i eksplisitt periode.

## Andre driftskostnader

**Tabell 34: Estimering av Andre driftskostnader Rieber & Søn**

Andre driftskostnader	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		-4,08 %	-14,63 %	13,22 %	24,26 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	144364	138467	118206	133838	166309	173111	180191	187561	195232	203217	211529

Denne posten har steget, blant annet på grunn av økte revisjonskostnader, samt forsknings- og utviklingskostnader. Dette antar vi vil øke i takt med den nye satsingen på innovasjon og produktutviklinger, som ligger under ”Trading Up” programmet. I 2009 er det ikke balanseført utviklingskostnader. Dette er fordi ingen prosjekter oppfyller kravene til å kunne balanseføres, i henhold til IAS/IFRS.

Konsernet har en leieavtale med AS Inventor Eiendommer, og i 2009 har leien økt til 11,1 MNOK, fra 7 MNOK i 2008.

I 2009 økte denne posten på grunn av økte kostnader på honorar som er relatert til fisjon av King Oscar og salget av Rieber & Søn Krüningen BV. Vi antar at kostnadene vil øke fremover, som følge av økt innovasjon og utvikling, som vil øke FoU kostnadene. Dette går under det såkalte «Trading Up» programmet.

## Av- og nedskrivninger

**Tabell 35: Estimering av Anleggsmidler Rieber & Søn**

Anleggsmidler	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		26,65 %	3,38 %	2,50 %	-3,66 %	-7,00 %	2,50 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	2073916	2626541	2715317	2783273	2681427	2493727	2556070	2660614	2769433	2882702	3000605

**Tabell 36: Estimering av Av- og nedskrivninger Rieber & Søn**

Av- og nedskrivninger	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		14,73 %	3,73 %	3,72 %	-24,63 %	-7,00 %	2,50 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	168533	193365	200576	208045	156805	145829	149474	155588	161951	168575	175470

Denne posten består, i tillegg til av- og nedskrivninger, av netto salgsgevinst(er). Rieber & Søn benytter seg av en lineær avskrivningsplan. Bygninger og annen fast eiendom avskrives med en økonomisk levetid på mellom 10 til 40 år, - maskiner og anlegg med 3 til 20 år, - driftsløse og inventar med 3 til 10 år.

I 2009 fikk man en gevinst på 62 MNOK, ved salget av merkevaren Sopp. Det fikk man også for produksjonslinjen for marine ingredienser i Arna, hvor man fikk en gevinst på 15,4 MNOK. Ved salget av virksomheten for løkringer, i Holland, fikk man derimot et tap på 16,3 MNOK. I forhold til nedskrivninger ble dette foretatt ved en produksjonslinje i Polen. Nedskrivningen ble på 10,4 MNOK.

Det er vanskelig å estimere denne posten nøyaktig da det er gitt lite informasjon om at den skal endre seg vesentlig, men vi forventer en nedgang i anleggsmidler i 2010 som følge av frasalg av ulike produksjonsenheter, og dette vil naturligvis gjøre seg utslag også i av- og nedskrivningene.

I tabellen under har vi oppsummert samtlige driftskostnader:

**Tabell 37: Oppsummering av estimat for driftskostnader Rieber & Søn**

<b>Totale driftskostnader</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Vareforbruk	1526578	1890073	2060178	2220272	2168459	1951613	1932097	2011120	2093375	2178994	2268114
Lønnskostnader	805262	927150	1052655	1106196	1108599	1111038	1113482	1159024	1206428	1255771	1307132
Produksjonskostnader	198052	265042	302854	325738	310154	279139	276347	287650	299415	311661	324408
Salg og markedsføringskostn.	483505	540058	620511	669330	652129	670548	684211	715652	744830	775231	806909
Andre driftskostnader	144364	138467	118206	133838	166309	173111	180191	187561	195232	203217	211529
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>3157761</b>	<b>3760790</b>	<b>4154404</b>	<b>4455374</b>	<b>4405650</b>	<b>4185448</b>	<b>4186328</b>	<b>4361006</b>	<b>4539279</b>	<b>4724873</b>	<b>4918091</b>

### 5.1.3 Andre resultat og balanseposter

#### Skatt

Rieber & Søn har per 31.12 2009 en utsatt skatteforpliktelse på 100 402 000 NOK. Denne er avsatt som langsiktig gjeld i balansen.

Dette gir en indikasjon på at selskapet må betale skatt i fremtidige perioder med beløpet som er avsatt. Utsatt skatteforpliktelse er beregnet med utgangspunkt i fremtidig skattesats til de selskaper i konsernet hvor det har oppstått midlertidige forskjeller mot andre inntekter.

Rieber & Søn hadde i 2009 en nominell skattesats på 27 % og en effektiv skattesats på 31,2

% . Den nominelle skattesatsen selskapet oppgir varierer i analyseperioden, og for fremtiden velger vi derfor å benytte oss av standardisert norske bedriftsbeskatning på 28 %.

Fra [www.regjeringen.no](http://www.regjeringen.no) heter det om skatt på selskapsoverskudd:

”Overskudd i selskaper skattlegges som alminnelig inntekt med 28 pst. Alminnelig inntekt er definert som samlede inntekter, fratrukket alle utgifter i næringsvirksomheten, herunder skattemessige avskrivninger. I tillegg skattlegges overskuddet på eiernes hånd gjennom skatt på aksjeinntekter (utbytter og gevinster). ”

Vi velger derfor å benytte oss av en skattesats på 28 % for eksplisitt periode.

## Finansposter

Finansinntektene kommer i 2009 fra; Aksjeutbytte (107 000), Renteinntekt (462 000), Renteinntekter på betalingsmidler (7 351 000), Andre finansinntekter (8 051 000).

Finanskostnadene består hovedsakelig av renter på kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner og renter på langsiktig gjeld.

**Tabell 38: Estimering av netto finanskostnader**

<b>Finansinntekter</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Endring %		76,15 %	17,96 %	-16,05 %	-23,13 %	12,20 %	1,10 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	11909	20978	24745	20774	15970	17918	18116	18856	19628	20430	21265
<b>Finanskostnader</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Endring %		21,51 %	36,45 %	54,46 %	-30,61 %	-10,00 %	-1,00 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	39532	48037	65547	101244	70258	63232	62600	65160	67825	70599	73487
<b>Netto finansinntekter/kostnader</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Endring %		-2,04 %	50,79 %	97,22 %	-32,54 %	-16,53 %	-1,83 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	-27623	-27059	-40802	-80470	-54288	-45314	-44484	-46304	-48197	-50169	-52222

Totalt sett ser vi at finansinntektene har falt fra 2008 til 2009. Aksjeutbyttet har gått ned med 117 000 i fra 2008. Man har ikke hatt noen markedsverdijustering og gevinst på aksjer i 2009, men i 2008 var den på 7 488 000. Renteinntekter har falt med 57 000, fra 519 000 i 2008. Renteinntekter på betalingsmidler har falt med 5 118 000, fra 12 469 000. Mens andre finansinntekter har gått opp med 7 978 000. Det har vært en negativ utvikling i finansinntektene fra 2007-2009, noe av denne grunnen skyldes selskapets svake likviditet.



Det er imidlertid vanskelig å argumentere for at denne utviklingen vil fortsette, i tillegg til at Rieber & Søn ved å selge unna ulønnsom virksomhet vil frigjøre mer kapital, noe som vil kunne gjøre at finansinntektene vil øke, og vi anslår derfor lik vekst i finansinntektene som for omløpsmidlene.

I 2009 var finanskostnadene på 70 258 mot 101 244 i 2008. Nedgangen skyldes at renter på kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner sank fra 51 663 i 2009 til 26 201 i 2008. Renter på den langsiktige gjelden har vært relativt stabil i årene 2007-2009 og dette er også noe vi tror kommer til å fortsette på grunnlag av at det ikke er spesiell informasjon som tilsier at selskapet vil ta opp nye langsiktige lån. Vi anslår også at rentene på kortsiktig gjeld vil falle sammenlignet med 2009. Det kan imidlertid nevnes at renter på kortsiktig gjeld kan vokse når Rieber & Søn har tilbakelagt sitt program "Our Future" og igjen vil fokusere videre på vekst. Vi har anslått et fall i finanskostnadene på grunnlag av at vi forventer en reduksjon i kortsiktig gjeld da konsernet selger unna ulønnsomme forretningsenheter, og dette vil redusere vareforbruk som igjen reduserer kortsiktig gjeld. Dette vil dermed gjøre at finanskostnadene faller i 2010.

## Investeringer

**Tabell 39: Estimering av investeringer**

Investeringer	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		83,33 %	-61,79 %	-26,39 %	5,05 %	5,05 %	5,05 %	43,88 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	384000	704000	269000	198000	208000	218504	229538	330250	343757	357817	372452

Posteringen for investeringer, vil for Rieber & Søn innebære flere ting. Det investeres i eiendommer og maskiner. «Our Future» fører til frasalg av fabrikker og maskiner, men samtidig vil man også merke en oppgang i investeringer for maskiner og produksjonsutstyr, noe som gjøres for å øke effektiviteten. Dette er i henhold med de planlagte målene. Dermed vil dette på kort sikt føre til et relativt stabilt investeringsnivå i perioden 2009-2011. Etter 2011 forventer vi at investeringene vil øke ettersom bedriften igjen vil ha fokus også på vekst fremfor kun å ha fokus på lønnsomhet, noe som også er ett uttalt mål for konsernet ved konsernsjef Patrik Andersson. Vi forventer dermed at investeringene i 2012 og i årene fremover vil ligge på et nivå som er noe høyere enn før implementeringen av "Our Future".

Vi har derfor beregnet snittet av investeringer fra 2005-2010 og lagt dette som grunnlag for investeringer i 2012, slik at vi får med deler av investeringsnivået før "Our Future" perioden. Vi kom da frem til investeringer på 330 MNOK årlig, og vi antar at veksten utover dette vil følge økningene i netto salgsinntekter.

## Endring i arbeidskapital

**Tabell 40: Estimering av Omløpsmidler**

Omløpsmidler	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		15,20 %	-3,23 %	30,31 %	-15,56 %	12,20 %	1,10 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	1136891	1309699	1267431	1651531	1394627	1564771	1582052	1646696	1714056	1784078	1857041

**Tabell 41: Estimering av Kortsiktig gjeld**

Kortsiktig gjeld	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Endring %		41,18 %	-5,54 %	33,99 %	-11,51 %	-10,00 %	-1,00 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %	4,09 %
	931387	1314919	1242074	1664258	1472641	1325377	1312123	1365789	1421650	1479795	1540319

**Tabell 42: Estimering av Arbeidskapital**

Arbeidskapital	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Arbeidskapital	205504	-5220	25357	-12727	-78014	239395	269997	280994	292514	304413	316877
Endring i arbeidskapital		-210724	30577	-38084	-65287	317409	30602	10997	11520	11899	12463

Arbeidskapitalen sier oss hvor mye av omløpsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. En god regel er ifølge Tellefsen og Langli at arbeidskapitalen skal være positiv, dvs. at omløpsmidlene er større enn kortsiktig gjeld. Da omløpsmidler blir til innbetalinger og kortsiktig gjeld til utbetalinger, kan vi anse det som at disse gir et bilde på de fremtidige forventede kontantstrømmene.

De siste årene har det vært en negativ utvikling i arbeidskapitalen, noe som må ses som bekymringsverdig hvis det ikke skulle snu. Rieber & Søn hadde i 2009 en arbeidskapital på -78 014 000 NOK, noe som er en reduksjon på -65 287 000 NOK i forhold til 2008. Rieber & Søn har som mål å bedre sin lønnsomhet, og legger derfor ned deler av driften som er ulønnsom for selskapet. Dette vil på sikt frigjøre kapital og redusere gjeld, slik at selskapet bør på lengre sikt ha gode muligheter for å øke arbeidskapitalen, og med økningen i omløpsmidler i 2010 og reduksjonen i kortsiktig gjeld, antar vi at arbeidskapitalen vil stige kraftig i 2010. I 2015 anslår vi en arbeidskapital på 316 877 000 NOK.

## 6 Avkastningskravet til totalkapitalen

”Kravet til avkastningen, også kalt kapitalkostnaden, er den avkastningen som en investor krever for å kompensere for risikoen han utsetter seg for ved å gjøre en investering i en eiendel” (Penman, 2010, side 659).

I vår oppgave verdsetter vi Rieber & Søn konsernet ved å benytte oss av Discounted Cash Flow Method, der vi diskonterer de fremtidige kontantstrømmene i konsernet. Når vi benytter denne verdsettelsesmetoden er det vanlig å beregne avkastningskravet ved hjelp av WACC, altså en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.

WACC kan uttrykkes slik:

$$\text{WACC} = \frac{\text{Markedsverdien av bedriftens egenkapital}}{\text{Markedsverdien av bedriftens egenkapital og gjeld}} * \text{Egenkapitalkostnaden} + \frac{\text{Markedsverdien av bedriftens gjeld}}{\text{Markedsverdien av bedriftens egenkapital og gjeld}} * \text{Gjeldskostnaden} * (1 - \text{skattesatsen})$$

### 6.1 Avkastningskrav til egenkapital

For å beregne WACC må vi først beregne avkastningskravet til egenkapitalen, som vi finner ved å benytte oss av CAPM modellen. I CAPM modellen er all markedsrisikoen representert ved  $\beta$ , målt i forhold til en markedsportefølje, som i det minste i teorien skal inkludere alle omsatte eiendeler i markedet sett i forhold til sin markedsverdi. Denne kan uttrykkes slik:

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

Hvor

$R_i$  = rente i på aksjen

$R_f$  = risikofri rente

$E(\bullet)$  = markedets forventninger til  $(\bullet)$

$R_m$  = markedets porteføljeavkastning

$\beta_i$  = aksje i sensitivitet til forandringer i markedsporteføljen.

CAPM modellen blir brukt for å gi en teoretisk tilnærming til avkastning på en eiendel. CAMP tar bl.a. hensyn på beta.

Sensitiviteten til en eiendel i forhold til oppgang eller nedgang i markedet kalles beta ( $\beta_i$ ) (Christophersen, Cariño og Ferson, 2009).

Betaverdien for et firma bestemmes av tre variabler (Damodaran, 2006, side 51);

- 1- Hvilken bransje firmaet driver innenfor
- 2- Graden av gjeldsgrad for drift
- 3- Firmaets finansielle gjeldsgrad

Beta er et forholdstall som beskriver avkastningen på en aksje sett i forhold til markedet som en helhet. Beta representerer da også markedsrisiko eller systematisk risiko, det vil si at risikoen til aksjen vil følge markedsrisikoen. Da beta ikke kan observeres direkte betyr dette at vi må estimere beta.

Etter å ha gjennomført en regresjonsanalyse fant vi at egenkapitalbetaen i Rieber & Søn er 0,26. Vi benyttet oss av siste omsatte kurs ved utgangen av månedene fra januar 2005 til desember 2009 for Rieber & Søn aksjen, samtidig som vi benyttet aksjekursene satt opp mot en verdivektet portefølje av aksjer på Oslo Børs, OSEAX. Det ble dermed benyttet 60 månedlige observasjoner, noe som er nødvendig for å ha et tilstrekkelig datagrunnlag for analysen. At man benytter 60 observasjoner er i tråd med Standard & Poors og Valueline, samtidig ble dette benyttet under tidlige tester av CAMP modellen, jfr. F.Black, M.Jensen og M.Scholes, "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests".

Betaverdien på 0,26 har en standardfeil på 0,06, noe som betyr at den sanne betaverdien kan variere fra 0,20 til 0,31, ved et konfidensintervall på 0,95. Dette betyr at man bør være noe forsiktig med bruken av betaverdien funnet ved regresjonsanalysen. Det er slik at et estimat vil både kunne inneha tilfeldige og systematiske feil. Systematisk målefeil kan justeres ved hjelp av bayesiansk justering. Ifølge [www.eierberetningen.no](http://www.eierberetningen.no) har  $\beta$  en tendens til å bevege seg mot markedet eller snittet for sin bransje. Noe av grunnen til dette er at selskaper måler seg mot hverandre, og den anslåtte  $\beta$  justerer man ved formelen  $(1/3) + \beta(2/3)$ . Dette kaller vi for bayesiansk justering. Etter å ha justert  $\beta$  for Rieber & Søn på 0,26 funnet ved regresjonsanalysen, får vi dermed en egenkapitalbeta på 0,51.

Betaverdien til et børsnotert firma vil som regel ligge mellom 0 og 2, der gjennomsnittsbetaen i markedet er 1. Rieber & Søn har en justert betaverdi på 0,51 og er dermed mindre risikofull enn markedsbetaen. Når markedet stiger med 1 % vil Rieber & Søn aksjen i teorien stige med 0,51 %, og motsatt; når markedsverdien faller med 1 % vil Rieber & Søn aksjen falle med 0,51 %.

Ifølge Johnsen (1999) vil et rimelig anslag for markedspremien uten skattejustering fremover være 5 prosent. Dette anslaget baserer seg på at gjennomsnittlig egenkapitalandel i norsk børsnotert virksomhet er 40 %. Rieber & Søn hadde ifølge årsrapporten fra 2009 en egenkapitalandel på 48 % ved utgangen av 2009. Markedspremien er gitt som differansen mellom hva eieren forventer å oppnå i avkastning og risikofri rente stilt av en kreditor. Derfor velger vi å benytte oss av 5 % som markedspremie.

Norges Bank benytter en rente på 4,15 % på statsobligasjoner med 10 års løpetid per 30.12.09. Dette velger vi å benytte som risikofri rente. Grunlaget til at man kan benytte rente på statsobligasjoner som risikofri rente er at man i Norge og i land med velfungerende økonomisystemer anser investeringer i statsobligasjoner som 100 % sikre.

Vi kan får dermed en ligning som ser slik ut:

$$\text{CAPM} = 0,0415 + 0,51 \cdot (0,09 - 0,0415) = 6,62 \%$$

Da kommer vi frem til et avkastningskrav til egenkapitalen på 6,62 %.

## 6.2 Verdi av egenkapital og gjeld

Vi har nå beregnet avkastningskravet til egenkapitalen, men vi trenger også å beregne verdien av selskapets egenkapital og gjeld. Når vi beregner WACC benytter vi oss av markedsverdien av egenkapitalen og gjelden i selskapet.

For å finne markedsverdien av egenkapitalen er det vanlig å benytte seg av antall utestående aksjer på verdsettelsestidspunktet multiplisert med aksjeprisen, eller en vektet gjennomsnittlig kurs for de siste dager der aksjen var omsatt på børsen.

I årsrapporten for 2009 benytter Rieber & Søn seg av aksjekursen per 31.12 for å komme frem til markedsverdien av egenkapitalen, derfor velger vi å benytte oss av det samme.

Aksjekursen per 31.12.09 for Rieber & Søn var 41,00 NOK, og antall utestående aksjer var 76 556 000. Vi får dermed at egenkapitalverdien i konsernet er 3 138 796 000 NOK per 31.12.09.

Når vi beregner markedsverdien av gjelden skal vi kun ta med den rentebærende gjelden, dette fordi vi tar hensyn til endringer i omsetningsavhengig rentefri gjeld når kontantoverskuddene beregnes. Kontantoverskuddene som beregnes skal betjene sysselsatt kapital. Vi benytter oss dermed av netto rentebærende gjeld per 31.12.09 på 914 MNOK.

Rieber & Søn får dermed en egenkapitalandel på 77,45 % og en gjeldsandel på 22,55 %. I følge Boye (2008) er egenkapitalandelen ved beregning av dette avkastningskravet vanligvis langt høyere enn bokført egenkapitalandel. Årsaken til dette er at markedsverdien av egenkapitalen er mye høyere enn bokført egenkapital, i tillegg til at rentefri kortsiktig gjeld ekskluderes i balansen. Dette stemmer godt med hva vi har kommet frem til.

Egenkapitalandelen på 77,45 % er langt høyere enn bokført egenkapital på 48 % per 31.12.09.

Det må også belyses at det ved denne metoden vil oppstå sirkularitet. Grunnen til dette er fordi vi benytter oss av markedsverdi av egenkapitalen for å beregne avkastningskravet. Vi må altså vite noe om markedsverdien av selskapets egenkapital for å kunne beregne selskapets egenkapital.

### 6.3 Kapitalkostnaden for gjeld

”Gjeldens kapitalkostnad er et vektet gjennomsnitt for alle komponenter av netto finansielle obligasjoner, inkludert preferanseaksjer og finansielle eiendeler” (Penman, 2010, side 451).

En annen mulighet for å beregne kapitalkostnaden for gjelden er å benytte oss av den risikofrie renten for så å legge til et risikotillegg på denne. Den risikofrie renten argumenterte vi for at skulle være 4,15 % tidligere i avsnittet. Det er videre naturlig å legge til et risikotillegg, dette da utlånere kan få 4,15 % risikofri rente. Det er dermed nærmest selvsagt at kapitalkostnaden for gjeld må være høyere enn denne. Spørsmålet blir da hvor stort risikotillegg vi skal benytte oss av. I følge våre beregninger av likviditet, lønnsomhet og soliditet har vi funnet at lønnsomheten og soliditeten er god, mens likviditeten er noe svak.

Standard & Poor's har laget en oversikt for syntetisk rating, der de deler inn selskaper fra karakteren AAA til D. AAA betyr ekstremt sterk kapasitet til å møte finansielle forpliktelser, og er høyeste rating. D betyr betalingsmislighold på finansielle forpliktelser. Syntetisk rating er fremoverskuende meninger om kredittrisiko, og det er derfor denne kan kombineres med risikofri rente. Ifølge (Knivsflå, 2009) er kredittrisiko den faren som en långiver har for at lånet pluss avtalt rentebetaling helt eller delvis blir misligholdt. ”For kreditorer er kredittrisikoen dermed en forventet kostnad som må legges på lånerenta for å få kostnadsdekning” (Knivsflå, 2009, forelesning 15, plansje 27).

Under har vi gjengitt en tabell av Knivsflå (2009)<sup>2</sup> som viser krav til avkastning på gjeld basert på rating, og er som gjengitt under:

**Tabell 43: Krav til avkastning på gjeld basert på rating**

Rating	Årlig konkurssansynlighet	Kredittrisikofaktor
AAA	0,0001	0,1000
AA	0,0012	0,1500
A	0,0024	0,2500
BBB	0,0037	0,4000
BB	0,0136	0,6000
B	0,0608	1,0000
CCC	0,3085	3,0000
CC	0,5418	9,0000
C	0,7752	27,0000
D	0,9999	1000,0000

For å finne ut i hvilken ratingklasse Rieber & Søn havner i må vi gjennomføre syntetisk rating av konsernet. Dette gjøres i følge Knivsflå for å klassifisere selskapet i rett risikoklasse på basis av forholdstallanalyse, særlig likviditets- og soliditetsanalyse. Dette kan vi gjøre ved å ta utgangspunkt i en tabell Knivsflå (2009)<sup>3</sup> har satt opp ved å ta utgangspunkt i en indeks utarbeidet av Standard & Poor's, for så å bearbeide denne tilpasset til markedssituasjonen i Norge.

<sup>2</sup> Utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå i kurset BUS424 - Strategisk regnskapsanalyse ved NHH

<sup>3</sup> Utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå i kurset BUS424 - Strategisk regnskapsanalyse ved NHH

**Tabell 44: Rating-inndeling basert på ulike nøkkeltall**

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter skatt)	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

For å beregne Rieber & Søns rating har vi valgt å gi hver ratingklasse poeng, for så å komme frem til et snitt av de fire kategoriene som har betydning for hvilken rating selskapet gis. Fra D til AAA er det 10 nivåer, og vi har gitt D ett poeng, C to poeng osv, A har ti poeng. Vi har også valgt å dele inn i halve poeng. En likviditetsgrad på 0,35 (D+) vil gi 1,5 poeng. Vi har valgt å gi hver av de fire nøkkeltallene like stor betydning ved grunnlaget for den totale ratingen.

Dette gir oss grunnlaget for å sette opp følgende tabell med Rieber & Søns nøkkeltall, inkludert ratingen dette gir konsernet for hver av nøkkeltallene, og en total rating basert på vår poengskala.



**Tabell 45: Syntetisk rating Rieber & Søn**

<b>Syntetisk rating</b>	<b>2009</b>	
Likviditetsgrad 1	0,95	
<b>Rating</b>	<b>B</b>	
Poeng	5	5
Rentedekningsgrad	5,94	
<b>Rating</b>	<b>A+</b>	
Poeng		8,5
Egenkapitalprosent	0,6047	
<b>Rating</b>	<b>BBB+</b>	
Poeng		7,5
Netto driftsrentabilitet	0,0842	
<b>Rating</b>	<b>BB+</b>	
Poeng		6,5
Sum poeng		27,5
Antall forholdstall		4
Gjennomsnittlig poengantall		6,88
<b>Rieber &amp; Søns rating</b>		<b>BBB</b>

Vi kan se av tabellen over at Rieber & Søn får en gjennomsnittlig poengscore på 6,88, noe som gir oss en rating på BBB. Proff Forvalt har utført konkurrisiko for Rieber & Søn. De gir Rieber & Søn på kort sikt en B1 rating, dette tilsvarer en BBB rating i Standard & Poor's tabell for kredittrisiko som også Knivsflå (2009) bygger sin tabell på. En BBB rating betyr ifølge Standard & Poor's at konsernet har en moderat risiko og at selskapet har en sannsynlig kapasitet til å behandle finansielle forpliktelser, men at det er mer utsatt for adverse økonomiske forhold. Grunnen til at ikke ratingen er høyere går på selskapets svake likviditet, noe vi også kom frem til i vår regnskapsanalyse. Rieber & Søn har imidlertid god lønnsomhet og soliditet, som indikerer en god syntetisk rating. På mellomlang og lang sikt har Proff Forvalt gitt Rieber & Søn en A2 rating som betyr at konsernet har veldig sterk kapasitet til å møte finansielle forpliktelser. Totalt har Proff Forvalt gitt Rieber & Søn en B1 rating, noe som samsvarer med ratingen på BBB vi kom frem til.

I følge Knivsflås forelesningsnotater fra 2009 finnes kredittriskopremien slik:

Kredittriskopremie =  $r_f$  \* kredittrisikofaktor.

Vi vet at en rating på BBB gir en konkurssannsynlighet på 0,37 % og en kredittrisikofaktor på 0,40. Da får vi en kredittrisikopremie på:

$$0,40 * 0,0415 = 1,66 \%$$

Ved å addere denne med risikofri rente finner vi gjeldskostnaden før skatt:

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = r_f + \text{kredittrisikopremie} = 4,15 \% + 1,66 \% = 5,81 \%$$

Gjeldskostnaden i Rieber & Søn blir dermed 5,81 % før skatt. Etter skatt får vi en gjeldskostnad på 4,18 %. Dette stemmer godt overens med den faktiske gjeldskostnaden til konsernet på den langsiktige finansieringen. Konsernet har sin største gjeldspost ved obligasjonslån, og betaler en rente på 4,19 % på dette lånet.

## 6.4 Avkastningskrav til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen kalles ofte for WACC eller vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, som vi får ut av følgende definisjon:

Kapitalkostnad for drift = Veid gjennomsnitt av kostnad på egenkapital og kostnader av netto gjeld. Vi kan skrive det om til dette uttrykket:

$$\rho_F = \frac{V_0^E}{V_0^{NOA}} * \rho_E + \frac{V_0^D}{V_0^{NOA}} * \rho_D$$

”Det vil si at krav til avkastning for å investere i driften er et vektet gjennomsnitt av investorenes krav til avkastning og kostnaden for netto finansiell gjeld, og vektingen er gitt av relative verdier for egenkapital og gjeld i firmaets verdi” (Penman, 2010, side 451).

Når det gjelder skatten er 28 % vanlig bedriftsbeskatning i Norge, og vi har derfor valgt å benytte denne for grunnlaget som nominell skattesats.

For å finne WACC har vi kommet frem til disse størrelsene og har valgt å oppsummere disse i tabellen under:

**Tabell 46: WACC (Avkastning til totalkapitalen) Rieber & Søn**

Egenkapitalandel	77,45 %
Gjeldsandel	22,55 %
Egenkapitalkostnad	6,62 %
Gjeldskostnad	5,81 %
Skatt	28 %

Tabellen oppsummerer hvilken informasjon vi behøver for å beregne WACC.

$$\text{WACC} = 0,7745 * 0,0662 + 0,2255 * 0,0581 * (1 - 0,28) = 6,07 \%$$

Miller-Modigliani hypotesen forteller at avkastningskravet for totalkapitalen er uavhengig av hvordan bedriften er finansiert (Boye og Meyer, 2008). Om hypotesen holder, vil avkastningskravet forbli det samme selv om egenkapitalandelen skulle endre seg fra 77,45 %. Egenkapitalkostnaden vil bli lavere på grunn av redusert  $\beta$ , som tilsvarer lavere finansiell risiko. Gjeldskostnaden vil også bli lavere da sikkerheten økes for långiverne. Egenkapital- og gjeldsvektene vil også endres, og effekten av dette vil bli at avkastningskravet til totalkapitalen forblir det samme. Boye (2008) argumenterer for at de forutsetningene Miller og Modigliani har foretatt i sin hypotese kan anses å gjelde i Norge.

Vi får altså et avkastningskrav på totalkapitalen på 6,07 %. Det må også nevnes at en beregning som dette kan anses som sirkulær. Det vil si at når vi beregner et estimat på Rieber & Søns verdi per 31.12.09, så vil dette bygge på et avkastningskrav til totalkapitalen som fra før bygger på markedsverdien av egenkapital og gjeld. Vi må altså allerede ved denne beregningen vite noe om markedsverdi, selv om det også er dette vi skal komme frem til. Da vårt verdiestimat av selskapet vil være bygget på antagelser og forutsetninger, vil vi også foreta en sensitivitetsanalyse, slik at vi bedre kan belyse hva ulike i endringer i nøkkelposter vil bety for verdsettelsen. Dersom vi hadde fått et stort avvik i verdi- noe vi imidlertid ikke fikk, burde vi gjentatt bergegningene, for å kontrollere beregningene av verdien.

## 7 Verdssettelse av Rieber & Søn

I det følgende kapittel vil vi presentere verdssettelsen av Rieber & Søn konsernet. Vi har valgt å ta utgangspunkt i ”discounted cash flow method” eller metode ved diskontert kontantstrøm for å verdsette konsernet. Grunnlaget for å benytte denne metoden ble redegjort for i kapittel 2.4. Valget av å benytte oss av å beregne fremtidige kontantstrømmer, for så å diskontere disse gjør at vi også må beregne en horisontverdi. Vi har altså estimert fremtidige kontantstrømmer på bakgrunn av konsernets forventede investeringer og operasjonelle aktiviteter. Vi kommer da frem til firmaets verdi, og må dermed trekke fra gjelden for å finne verdien av egenkapitalen.

Vi diskonterer kontantstrømmene med avkastningskravet til totalkapitalen som tidligere er beregnet til 6,07 %. I følge Penman (2010) er det slik at egenkapitalens fordringshavere må dele fortjenesten fra bedriftens operasjonelle aktiviteter med fordringshaverne til gjelden, så verdien for den vanlige egenkapitalen er det samme som verdien av firmaet fratrukket netto gjeld. Vi trekker så fra markedsverdien av netto gjeld. Netto gjeld kan defineres som kortsiktig og langsiktig gjeld fratrukket kontanter. Derfor trekker vi fra gjelden på 1 969 589 000 Nok.

Siden vi også må beregne en horisontverdi velger vi å begynne med denne.

### 7.1 Beregning av horisontverdi

”Discounted Cash Flow Model” krever at vi estimerer kontantstrømmene i en uendelig periode. ”Hvis vi skal estimere for en begrenset periode, må vi derfor legge til verdi etter den eksplisitte perioden, som tilsvarer verdien av kontantstrømmene etter denne perioden. Verdien vi legger til kaller vi horisontverdi” (Penman, 2010, side 120).

I følge Damodaran (2006) blir horisontverdien beregnet ved å bruke en modell for stabil vekstrate. Det er også denne vi har valgt å benytte som grunnlag for vår beregning av Rieber & Søn. Horisontverdien kan uttrykkes slik:

$$\text{Horisontverdi (nåverdi)} = \frac{CF_{t+1}}{(r - g)(1 + r)^t}$$

Vi tar dermed utgangspunkt i kontantstrøm til totalkapitalen for siste år i eksplisitt periode, altså 2015. Videre velger vi å multiplisere denne med forventet snittvekst i BNP og inflasjon for driftsinntektene i årene 2012-2015 på 4,09 %. Så finner vi nåverdien av kontantstrømmen ved å diskontere med totalavkastningskravet. Til slutt divideres denne størrelsen med totalkapitalavkastningskravet fratrukket inflasjonen i markedet.

Denne beregningen gir oss en horisontverdi på 4 556 921 000 NOK. Dette utgjør 87,26 % av konsernets totale nåverdi. Det negative med å beregne en slik horisontverdi er at den kan utgjøre en stor del av et selskaps totale beregnede verdi. I så fall vil selskapets totale verdi være svært sensitiv for endringer i horisontverdien. Dette viser dermed at det er svært viktig å utføre en sensitivitetsanalyse, der vi vil se på endringer i poster knyttet til aksjekursen. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 8.

## 7.2 Verdssettelse ved metode for diskontert kontantstrøm

Vi har altså valgt å verdsette Rieber & Søn ved hjelp av diskontert kontantstrøm metode, der vi har beregnet de fremtidige kontantstrømmene ved en eksplisitt periode på 6 år.

Kontantstrømmene vi har kommet frem til i eksplisitt periode tar utgangspunkt i at vi har satt opp resultatregnskap for årene 2005-2009, og estimert årsregnskapet for 2010 til 2015. Vi benytter oss av driftsresultatet som utgangspunkt for å beregne fri kontantstrøm. Vi har valgt å benytte oss av total kapitalmetoden som i følge Boye og Meyer (2008, side 136) kan defineres slik:

$$\begin{aligned}
 & \text{Driftsresultat} \\
 & - \text{Skatt av driftsresultatet} \\
 & = \text{Driftsresultat etter skatt} \\
 & + \text{Avskrivninger} \\
 & - \text{Anleggsinvesteringer} \\
 & - \text{Økning omsetningsavhengige omløpsmidler} \\
 & + \text{Økning omsetningsavhengig kortsiktig gjeld} \\
 & = \text{Fri kontantstrøm til total kapital}
 \end{aligned}$$

I følge Boye og Meyer (2008, side 136) er ”Den eneste forskjellen på total kapitalmetoden og egen kapitalmetoden at førstnevnte metode tar utgangspunkt i driftsresultat etter skatt, mens vi dessuten ser bort fra endring i rentebærende gjeld. Vi utfører beregningene som om selskapet bare er finansiert med egen kapital.” Det er da også total kapitalmetoden fremfor egen kapitalmetoden Boye og Meyer anbefaler å benytte seg av ved en verdsettelse, da denne i de fleste tilfeller er den enkleste å benytte seg av.

Vi har videre diskontert de fremtidige kontantstrømmene med avkastningskrav til total kapitalen som beregnet tidligere i oppgaven. Siden vi ønsker å beregne verdien av selskapets egen kapital har vi fratrukket selskapets gjeld. Dette har gitt oss formelen under:

$$V_0^E = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \frac{CF_4}{(1+k)^4} + \frac{CF_5}{(1+k)^5} + \frac{CF_6}{(1+k)^6} + \frac{CF_{6+1}}{(r-g)(1+r)^6} - V_0^D$$

**Tabell 47: Estimert resultatregnskap Rieber & Søn**

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
Inntekter	3584320	4333769	4629222	5019403	4986064	4738519	4791645	4987009	5190565	5402664	5623671
Driftskostnader	3157761	3760790	4154404	4455374	4405650	4185448	4186328	4361006	4539279	4724873	4918091
<b>EBITDA</b>	<b>426559</b>	<b>572979</b>	<b>474818</b>	<b>564029</b>	<b>580414</b>	<b>553071</b>	<b>605317</b>	<b>626003</b>	<b>651286</b>	<b>677790</b>	<b>705580</b>
Av og nedskrivninger	168533	193365	200576	208045	156805	145829	149474	155588	161951	168575	175470
<b>EBIT</b>	<b>258026</b>	<b>379614</b>	<b>274242</b>	<b>355984</b>	<b>423609</b>	<b>407242</b>	<b>455842</b>	<b>470416</b>	<b>489335</b>	<b>509215</b>	<b>530110</b>
Netto finansposter	-27623	-27059	-40802	-80470	-54288	-45314	-44483	-46303	-48196	-50168	-52220
<b>Resultat før skatt</b>	<b>230403</b>	<b>352555</b>	<b>233440</b>	<b>275514</b>	<b>369321</b>	<b>361928</b>	<b>411360</b>	<b>424113</b>	<b>441139</b>	<b>459047</b>	<b>477890</b>
Skattekostnad	72633	102477	67899	87974	115189	101340	115181	118752	123519	128533	133809
<b>Årsresultat</b>	<b>157770</b>	<b>250078</b>	<b>165541</b>	<b>187540</b>	<b>254132</b>	<b>260589</b>	<b>296179</b>	<b>305361</b>	<b>317620</b>	<b>330514</b>	<b>344081</b>

**Tabell 48: "Discounted Cash Flow Model" Rieber & Søn**

	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
EBIT	407242	455842	470416	489335	509215	530110
Skattekostnad	101340	115181	118752	123519	128533	133809
Avskrivninger (+/-) Reduksjon / Økning	145829	149474	155588	161951	168575	175470
Arbeidskapital	317409	30602	10997	11520	11899	12463
FRI KONTANTSTRØM fra operasjonell virksomhet	134322	459534	496254	516247	537358	559307
Investeringer FRI KONTANTSTRØM til totalkapitalen	218504	229538	330250	343757	357817	372452
	-84182	229996	166004	172490	179541	186856
Horisontverdi						4556921
Avkastningskrav til totalkapitalen	1,0607	1,1252	1,1935	1,2660	1,3429	1,4244
Nåverdi av konstantstrøm til totalkapitalen	-79362	204413	139092	136251	133701	131181
SUM Nåverdi	5222198					
Bokført verdi av netto gjeld	1969589					
Verdi egenkapital	3252609					
Utestående aksjer	76556					
<b>Verdi pr aksje</b>	<b>42,49</b>					



### 7.2.1 Kommentar til beregnet verdi av konsernet

Vi har dermed kommet frem til at Rieber & Søn har en total kapital på 5 222 198 000 NOK. Netto balanseført gjeld tilsvare sum kortsiktig og langsiktig gjeld fratrukket kontanter og kontantekvivalenter, og tilsvare per 31.12.2009 1 969 589 000 NOK for konsernet. Vi har dermed fått en verdi på egenkapitalen på 3 252 609 000 NOK. Med 76 556 000 utestående aksjer har vi kommet frem til en aksjekurs på 42,49 NOK.

Per 31.12.09 ble aksjen omsatt for 41,00 NOK og det er dette tidspunktet som aksjeprisen er mest sammenlignbart med da vi har benyttet oss hovedsakelig av årsrapporten som siste tilgjengelige informasjon om året 2010. Allikevel kan man argumentere for at informasjonen fra årsrapporten ikke var klar på verdsettelsestidspunktet, slik at det er datoen for offentliggjøring av denne som danner et godt grunnlag for tidspunkt for sammenligning med markedsprisen per aksje. Årsrapporten ble gjort tilgjengelig den 13.04.10 og denne dagen ble aksjen omsatt for 42,50.

Hvis vi velger å ta sammenligne vår beregnede aksjekurs på 42,49 med kursen per 31.12.09 på 41,00 NOK er aksjen underpriset med 3,51 %. Om vi sammenligner med aksjekursen på dagen der årsrapporten ble offentliggjort (42,50) finner vi at aksjeprisen er omtrent lik det vi kom frem til i vår beregning (41,49). Sammenlignet med kursen denne dagen er det ingen oppside i aksjen. Vår utregning er heller ikke langt i fra dagens kurs (18.11.2010) på 41,60 NOK. Aksjen er dermed underpriset med 2,09 % om vi sammenligner med aksjekursen for denne dagen. Estimatenes våre er basert på årsregnskaper, tidligere kvartalsrapporter, tilgjengelig markedsinformasjon, og kunnskap og litteratur på fagfeltet. I tillegg kommer de forutsetningene vi har tatt, og en endring i våre forutsetninger kan ha innvirkning på aksjekursen vi kom frem til. Det er derfor nødvendig å beregne en sensitivitetsanalyse slik at vi kan kontrollere hvilken innvirkning det vil ha for aksjekursen når enkelte poster endrer seg, enten positivt eller negativt.

## 8 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen er en viktig del av verdsettelsesprosessen og denne delen gjennomfører vi for å kontrollere våre beregninger med alternative forutsetninger (Soffer og Soffer, 2006; Koller, Goedhart og Wessels, 2005).

I sensitivitetsanalysen ønsker man å teste hvordan forandringer i de forskjellige faktorene som bestemmer aksjeverdien, virker inn på nettopp verdien av selskapet. Her endrer man de forskjellige variablene som spiller inn på verdiskapningen, for å se i hvilken grad disse vil gi utslag i verdien på selskapet. Man ønsker å teste konsekvensene av en eventuell feilmargin i de estimatene vi har kommet frem til i den eksplisitte perioden. Det vil si at vi endrer variablene for hvert av årene, innenfor den eksplisitte perioden.

**Tabell 49: WACC/vekst Rieber & Søn**

Aksjepris ved endring i WACC og vekst								
		WACC						
		4,50 %	5 %	5,50 %	6,07 %	6,50 %	7,50 %	8 %
Vekst	2,00 %	39,71	27,35	18,62	11,36	7,22	0,18	Negativ
	3,00 %	78,09	50,00	33,29	20,97	14,50	4,32	0,83
	3,50 %	126,06	72,65	46,13	28,58	19,96	7,16	2,98
	4,09 %	333,17	131,39	72,99	<b>42,49</b>	29,31	11,60	6,23
	4,50 %		253,86	110,32	58,48	39,06	15,70	9,14

Tabellen over beskriver hvordan aksjeprisen utvikler seg ved forskjellige kombinasjoner av WACC og vekst. Veksten og total kapitalavkastningskravet (WACC) som vi har brukt i oppgaven (4,09 % / 6,07 %) gir en aksjekurs på 42,49.

Hvis vi antar at vi beholder veksten på 4,09 %, så ser vi at verdien på aksjen vil variere fra 6,23 NOK til hele 333,17 NOK, ved forskjellige avkastningskrav til total kapitalen. Altså, blir verdien høyere jo lavere WACC man har.

Vi kan også anta at vi beholder total kapitalavkastningskravet på 6,07 %. Da ser vi at verdien vil variere fra 11,36 NOK til 58,48 NOK.

Går man videre nedover til 2 % vekst, så ser vi at verdien av aksjen blir null, hvis man har en WACC på 8 %.

**Tabell 50: Aksjepris ved faktorendringer Rieber & Søn**

Aksjepris ved faktorendring									
Faktorendring	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Beta	60,42	55,17	50,48	46,28	<b>42,49</b>	39,05	35,92	33,06	30,44
Markedets Risikopremie	84,47	70,07	58,84	49,85	<b>42,49</b>	36,35	31,17	26,73	22,90
Risikofri rente	56,62	52,60	48,94	45,58	<b>42,49</b>	39,64	37,00	34,56	32,28
Gjeldskostnad	50,35	48,23	46,22	44,31	<b>42,49</b>	40,75	39,10	37,52	36,01
Egenkapitalavkastning	123,61	90,38	68,82	53,73	<b>42,49</b>	34,04	27,28	21,81	17,29

I tabellen over har vi valgt å endre faktorene fra -20 % til +20 %. Den faktoren som gir størst utslag begge veier (varierer mest i verdi), på aksjeverdien er egenkapitalavkastningen. Den varierer fra 17,29 NOK til hele 123,61 NOK. I tillegg er det markedets risikopremie og betaen som gir størst utslag.

**Tabell 51: Aksjepris ved faktorendring driftsinntekter/kostnader Rieber & Søn**

Aksjepris ved faktorendring									
Faktorendring	-8 %	-4 %	-3 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %	8 %
Driftsinntekter	Negativ	Negativ	3,32	16,38	<b>42,49</b>	68,60	94,70	120,81	146,92
Andre driftsinntekter	41,96	42,22	42,29	42,36	<b>42,49</b>	42,62	42,75	42,88	43,01
Vareforbruk	91,71	67,10	60,95	54,79	<b>42,49</b>	30,18	17,87	5,57	Negativ
Lønnskostnader	70,85	56,67	53,12	49,58	<b>42,49</b>	35,40	28,31	21,22	14,13
Produksjonskostnader	49,53	46,01	45,13	44,25	<b>42,49</b>	40,73	38,97	37,21	35,45
Salgs og markedsføringskostnader	59,98	51,23	49,05	46,86	<b>42,49</b>	38,11	33,74	29,37	24,99
Andre driftskostnader	47,07	44,78	44,21	43,63	<b>42,49</b>	41,34	40,19	39,05	37,90

Tabellen over gir en oversikt over inntektene og kostnadene til Rieber & Søn, isolert sett, hver for seg. Her har vi valgt å gå fra et fall på -8 % til vekst på 8 % i hvert av årene i eksplisitt periode.

Hvis vi tar for oss inntektene, så ser vi at driftsinntektene er de som gir de største konsekvensene ved en eventuell feilestimering. Aksjen har null verdi hvis inntektene skulle bli i overkant av 3 % mindre. Skulle de derimot bli 8 % høyere enn estimert, så vil kursen bli 146,92 NOK.

Andre driftsinntekter vil ikke ha noen særlig innvirkning. Kursen vil kun variere med 1,05 kroner, fra 41,96 NOK til 43,01 NOK.

Hvis vi ser på kostnadene så er det feilestimering i vareforbruket som vil gi størst konsekvenser. Her varierer det fra null i verdi, ved en økning på mellom 6 % og 8 %, til 91,71 NOK per aksje, ved -8%. De andre kostnadene vi vurderer til å være svært sensitive er lønnskostnader og salgs- og markedsføringskostnader. Lønnskostnadene varierer fra 14,13 til 70,85 NOK per aksje. Salgs- og markedsføringskostnader varierer fra 24,99 til 59,98 NOK per aksje.

Produksjonskostnader og andre driftskostnader utgjør ikke en veldig stor andel av de totale kostnadene og har derfor ikke særlig stor innvirkning ved en eventuell feilestimering, men vi har allikevel valgt å vise hvilket utslag de gir, i tabellen over.

**Tabell 52: Aksjepris ved samvariasjon driftsinntekter/vareforbruk Rieber & Søn**

Aksjepris ved faktorendring							
Faktorendring	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	8 %
Driftsinntekt og Vareforbruk	1,08	14,88	28,68	<b>42,49</b>	56,29	70,09	97,70

I figuren over har vi i tillegg valgt å se på hvordan aksjeprisen endrer seg når man velger å la både driftsinntekter og vareforbruk endre seg like mye. Vareforbruket følger driftsinntektene ettersom det trengs mer varer jo mer man selger. Derfor er det naturlig å vise effektene av denne samvariasjonen, for hvert nivå av endring.

Vi kan se av tabellen over at aksjeprisen er svært sensitiv for endringer. Det skal ikke mer til enn et fall på 4 % i faktorene, før aksjeprisen faller til 14,88 NOK. Ved -6 % er den 1,08, og har lite å gå på, før man er i null. Hvis vi ser den andre veien så vil aksjekursen stige til 97,7 NOK hvis driftsinntektene og vareforbruket øker med 8 %.

Etter å ha gått gjennom de fire modellene kan vi konkludere med at det er driftsinntektene og vareforbruket som er mest kritiske ved variasjon. Her skal ikke inntektene falle mer enn i overkant av 3 prosent før verdien av aksjen er null. Vareforbruket skal ikke bli mer enn

mellom 6 og 8 prosent høyere, isolert sett, før de blir null. Hvis vi ser på tabellen med samvariasjon mellom driftsinnekter og vareforbruk, som naturligvis vil samvarierte, så ser vi at aksjekursen ikke er like sensitiv. Men den faller til 1,08 NOK hvis faktorene blir 6 % mindre enn estimert, og øker til 97,70 hvis faktorene blir 8 % høyere. En vekst på 2 % og en WACC på 8 % gir null i aksjeverdi. I WACC / vekst modellen ligger verdiene på mellom null til 333,17 NOK per aksje. Dette er faktorer som gjør store utslag på verdien. Totalt sett kan vi si at aksjen er svært sensitiv for endringer i faktorene.

## 9 Multiplikatoranalyse

Vi vil i dette kapittelet beregne konsernets multiplikatorverdier ved å benytte oss av teorien presentert i kapittel 2.1. Disse beregningene foretar vi for å kontrollere verdien vi fant av selskapet i den fundamentale analysen av konsernet.

Det er en fordel om man kan sammenligne multiplikatorfaktorene vi finner for Rieber & Søn med sammenlignbare selskaper, problemet med dette er at det i Rieber & Søns tilfelle er få direkte sammenlignbare selskaper. Grunnen til dette er at konsernet har datterselskaper i flere land, samtidig som de har ulike dagligvareprodukter i de ulike landene. Derfor har konsernet ulike konkurrenter i ulike land. Vi har derfor valgt å sammenligne Rieber & Søns multiplikator tall med Unilever, Rieber & Søns største konkurrent i det norske markedet med merkevaren Knorr. Vi har også valgt å sammenligne konsernet med forbrukervarebransjen generelt.

### 9.1 P/E

**Tabell 53: P/E Rieber & Søn**

<b>P/E Rieber &amp; Søn</b>	
Markedsverdi av egenkapitalen	3252609
Årsresultat 2009	254132
P/E for 2009	12,80

”P/E sammenligner fremtidige inntekter med nåværende inntjening. Hvis man forventer betydelige økninger i inntjeningen i fremtiden så bør P/E være høy, og hvis man forventer lavere fremtidig inntjening bør P/E være lav” (Penman, 2010, side 49).

Vi ser i tabellen over at Rieber & Søn har en P/E verdi på 12,80 i 2009. Rieber & Søns estimat for P/E i 2010 er 12,37 og 12,14 for 2011. For å vurdere konsernets P/E verdi kan det være interessant å sammenligne med Unilevers og den generelle bransjens P/E. Unilevers P/E verdi for 2009 er ifølge [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com) på 19,3. P/E estimatet for 2010 er 14,19 mens P/E estimatet for 2011 er på 13,41. Så forskjellen i P/E mellom Rieber & Søn og Unilever ser ut til å bli utlignet i fremtiden. Rieber & Søn ville ha tilhørt gruppen ”Processed & Packaged Goods”, dvs. varer som er behandlet og pakket, om de var børsnotert i USA. Vi velger dermed å sammenligne med denne bransjen, da vi ikke finner bransjetall for forbruksvarer i

Norge. Et av selskapene som inkluderes i bransjen for ”Processed & Packaged Goods” er nettopp Unilever. Bransjespesifikk P/E verdi ligger på 15,7 for 2009. Dette vil si at markedet forventer at bransjen generelt og Unilever vil få en større vekst i inntjening enn det Rieber & Søn vil. Dette er også i tråd med den oppfatningen vi har av konsernet. Dette da Rieber & Søn er inne i en periode der de fokuserer på lønnsomhet og ikke på vekst. Dette vil da gjøre at Rieber & Søn prises noe lavere i markedet i forhold til sin største sammenlignbare konkurrent og bransjen generelt. Rieber & Søn vil forbedre resultatet, fordi de effektivt klarer å kutte kostnader, men dette går på beskostning av inntektene.

Om vi multipliserer Rieber & Søns driftsresultat med Unilevers P/E for 2009 og dividerer dette på antall utestående aksjer i Rieber & Søn per 31.12.2009 får vi en aksjekurs i Rieber & Søn på:

$$\frac{254132 * 19,3}{76556} = 64,07$$

Vi ser altså at Rieber aksjen blir priset høyere når vi legger til grunn prisingen til Unilever sammenlignet med driftsresultatet. Vi ser dermed at Rieber & Søn skulle vært priset til 64,07 NOK om de var priset like høyt som Unilever.

## 9.2 P/B

”Markedsverdien av egenkapitalen i et selskap reflekterer markedets forventninger til bedriftens inntjeningsevne og kontantstrømmer” (Damodaran, 2006, side 282).

**Tabell 54: P/B Rieber & Søn**

<b>P/B Rieber &amp; Søn</b>	
Markedsverdi av egenkapitalen	3252609
Bokført verdi av egenkapitalen	1893213
P/B	1,72

En aksjonær investerer i fremtidig inntjening ved å kjøpe en aksje. P/B verdien viser hvor mye det er forventet at bedriftens eiendeler kan tjene inn. En høy P/B verdi indikerer dermed at det er forventninger til at ledelsen klarer å oppnå en høy fremtidig inntjening sett i forhold

til bedriftens eiendeler. Det negative med denne multiplikatoren er at det finnes firmaer med en negativ bokført egenkapital der P/B ikke kan beregnes.

Rieber & Søn har som vi ser i tabellen over en P/B verdi på 1,72 for 2009. P/B for ”Processed & packaged goods” ligger på -12,2, og vi sammenligner naturligvis ikke denne med P/B for Rieber & Søn. Unilever har en P/B verdi på 6,4 for 2009, dette indikerer at det er høyere forventninger til fremtidig inntjening for Unilever enn Rieber & Søn. Vi kan også sammenligne og se på hvordan Rieber & Søn aksjen hadde vært priset med de samme forventningene som det er til Unilever. Denne beregningen gjør vi ved å multiplisere Rieber & Søns bokførte egenkapital for regnskapsåret 2009 med Unilevers P/B for 2009, for så å dividere dette med antall utestående aksjer i Rieber & Søn ved utgangen av 2009:

$$\frac{1893213 * 6,4}{76556} = 158,27$$

Vi ser altså at Rieber & Søn hadde vært priset til 158,27 NOK per aksje med forventningene det finnes til fremtidig inntjening, med tanke på hvor mye egenkapital de har bokført i balansen. Forventningene til selskapene er altså vidt forskjellige i de to selskapene. Vi ser at med denne store forskjellen er det ikke et godt grunnlag for oss å benytte oss av denne beregningen.

### 9.3 P/S

En inntektsmultiplikator som måler verdien av egenkapitalen eller en bedrift relativt i forhold til inntektene den genererer. Som med de andre multiplikatorene er det slik at når et selskap oppnår en lav multiplikatorverdi anses selskapet som billig sammenlignet med selskap som omsettes med en høy verdi.

**Tabell 55: P/S Rieber & Søn**

<b>P/S Rieber &amp; Søn</b>	
Markedsverdi av egenkapitalen	3252609
Driftsinntekter 2009	4967019
P/S	0,65



Vi ser at Rieber & Søn har en P/S verdi på 0,65 for 2009. Vi kan også se hvordan aksjekursen vil være om vi legger P/S verdien for 2009 til grunn, og multiplisere denne med driftsinntektene for 2008 for så å dividere denne på antall utestående aksjer:

$$\frac{4784420 * 0,65}{76556} = 40,62$$

Vi ser dermed at aksjekursen er noe lavere enn den vi kom frem til når vi beregnet kursen ved hjelp av fundamental verdsettelse. En fordel med denne metoden er at det er færre firmaer som ikke kan beregne denne sammenlignet med firmaer som kan beregne P/E og P/B. De eneste som ikke kan beregne P/S er firmaer uten klare driftsinntekter, for eksempel firmaer i oppstartsfasen eller firmaer som opererer i bransjer med lave eller ingen inntekter som mange bioteknologiselskaper.

Unilever har for 2009 en P/S verdi på 1,6, og denne ligger en del høyere enn hva som er tilfellet for Rieber & Søn. Om vi tar utgangspunkt i P/S for Unilever og beregner Rieber & Søns aksjeverdi ut ifra denne får vi:

$$\frac{4967019 * 1,6}{76556} = 103,81$$

Dette gir oss heller ingen god indikasjon på aksjekursen vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen og denne aksjekursen er mye høyere enn både vårt estimat og markedsprisen. Konklusjonen blir derfor at sannsynligheten for at Unilever aksjen er priset mye høyere enn Rieber & Søn aksjen er høy, og det er stor forskjell i forventninger til fremtidig inntjening på disse aksjene.

## 10 Konklusjon

Vi startet oppgaven med å forklare hvorfor vi verdsetter en bedrift, før vi ga en kort historisk presentasjon av selskapet, der vi blant annet ga en oversikt over selskapets salgsfordeling. Videre presenterte vi ulike verdsettelsesmetoder, før vi presenterte vårt valg av verdsettelsesmetode. Vi bestemte oss for å benytte oss av Diskontert Kontantstrøm Metode ved verdsettelsen. Grunnlaget for valg av denne metoden er at det er kanskje den mest brukte metoden innenfor fundamental verdsettelse. Det er i tillegg de kontantstrømmene som en bedrift generer som gir firmaet verdi (Boye, 2008). En svakhet med denne modellen er at investeringer blir regnet som negativt.

Når vi beregner avkastningskravet til totalkapitalen så er dette en sirkulær beregning fordi dette avkastningskravet bygger på markedsverdien av egenkapitalen og gjeld, som er det vi skal komme frem til ved vår beregning.

I den strategiske analysen fant vi ut at selskapet hadde behov for å gjøre organisasjonelle endringer for å bedre økonomien i selskapet. Dette arbeidet er allerede påbegynt gjennom "Our Future" programmet. Dette har gitt fokus på effektivitet i produksjons- og distribusjonsleddet, samt å fokusere på kjerneaktiviteter, for å senke kostnadsnivået. Dette er ventet å gi store innsparinger.

Regnskapsanalysen vi utførte av konsernet viser at de har lav likviditet målt i likviditetsgrad 1 i 2009, på 0,95. Men selskapet har en god soliditet og lønnsomhet. Imidlertid har konsernet stort fokus på lønnsomhetsforbedringer og vi tror at ved å selge unna ulønnsom virksomhet vil dette bidra til å frigjøre kapital og bedre likviditeten.

Deretter utarbeidet vi et fremtidsregnskap der vi benyttet vi oss av en eksplisitt periode på seks år. Da vi beregnet resultatregnskapet for årene i eksplisitt periode, viste det en vekst i årene fra 2010 til 2015. Ut ifra dette resultatregnskapet beregnet vi Rieber & Søns fremtidige kontantstrømmer.

Vi kom da frem til en totalkapital på 5 222 198 000 NOK. Deretter trakk vi fra bokført verdi (markedsverdi) av netto gjeld på 1 969 589 000 NOK. Da fant vi en egenkapitalverdi på 3 252 609 000 NOK. Da vi dividerte dette med antall utestående aksjer på 76 556 000 fant vi en verdi, per aksje, på 42,49 NOK.

På grunn av at våre beregninger kan inneholde estimeringsfeil, utførte vi en sensitivitetsanalyse. Denne analysen viste at selskapet er svært sensitiv for endringer i visse regnskapsposter. De store endringene kan også skyldes verdsettelsesmetoden vi benytter, da dette er en av de negative sidene ved å benytte oss av denne modellen.

Per 31.12.09 ble aksjen omsatt for 41,00 NOK, og sammenlignet med vår pris på 42,49, ser vi at aksjen er noe underpriset. Velger vi å benytte oss av aksjeverdien på 42,50, da årsregnskapet ble offentliggjort (13.04.2010), vil forskjellen være minimal sammenlignet med vårt estimat. Den 13.11.2010 (dagens dato) ble aksjen omsatt for 41,60 NOK per aksje. Sammenlignet med kursen denne dagen er aksjeverdien vi har beregnet underpriset med 2,09 %.

Vi har i sensitivitetsanalysen sett at små endringer i våre forutsetninger kan føre til store utslag i aksjekursen vi har beregnet. Siden forskjellen på aksjekursen vi har beregnet er så liten i forhold til hva aksjen omsettes for, i tillegg til at vårt verdiestimat er bygget på forutsetninger, er vi nøytrale til aksjen.

## Referanseliste

### Bøker

- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2008). *Strategic management and competitive advantage: concepts and cases*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall.
- Boye, K., & Severinsen, G. (1999). *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Boye, K., & Meyer, C.B. (red.) (2008). *Fusjoner og Oppkjøp*
- Christopherson, J.A., Cariño, D.R., Ferson, W.E. (2009). *Portofolio Performance Measurement and Benchmarkin*. The McGraw-Hill Companies.
- Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation*. John Wiley & Sons, New York
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: second edition, Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. : John Wiley & Sons, Inc.
- Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2004). *Strategic management: an integrated approach*. Boston: Houghton Mifflin.
- Johnsen, T., Gjesdal, F., :Dahl, G.A., & Boye, K.(1997). *Verdssettelse I teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Johnson, G., & Scholes, K. (2002). *Exploring corporate strategy*. Harlow: FT Prentice Hall.
- Koller, T., Copeland, T.E., Wessels, D., & Goedhart, M. (2005). *Valuation: measuring and managingthe value of companies*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Kotler, P., & Fredriksen, J. I. (2005). *Markedsføringsledelse*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Kotler, P., & Armstrong, G. (2008). *Principles of marketing*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson/Prentice Hall.

Kotler, P., & Keller, K. L. (2009). *Marketing management*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson Prentice Hall.

Madura, J., & Fox, R. (2007). *International Financial Management*. London: Thomson Learning.

Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, Mass.: McGraw-Hill/Irwin.

Soffer, L.C., & Soffer, R.J. (2003). *Financial Statement Analysis: a valuation approach*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall.

Tellefsen, J. T., & Langli, J. C. (2005). *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal akademisk.

## Internett

<http://www.hegnar.no/netfonds/aksjekurser/>

<http://www.advfn.com/p.php?pid=financials&symbol=NYSE%3AUN>

<http://finance.yahoo.com/q/ks?s=ul>

<http://www.norges-bank.no/upload/import/publikasjoner/skriftserie/34/kap71-72.pdf>

[http://www.unilever.com/images/Unilever%20NV%20DJSI%20summary\\_tcm13-235222.pdf](http://www.unilever.com/images/Unilever%20NV%20DJSI%20summary_tcm13-235222.pdf)

<http://quicktake.morningstar.com/stocknet/ForwardValuation.aspx?Country=USA&Symbol=UN>

<http://financials.morningstar.com/income-statement/is.html?t=UN&ops=clear>

<http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=UN&region=USA&culture=en-US>

<http://www.stock-analysis-on.net/NYSE/Company/Unilever-NV/Ratios/Profitability#Net-Profit-Margin>

[http://www.londoninternational.ac.uk/current\\_students/programme\\_resources/lse/lse\\_pdf/further\\_units/143\\_valuation\\_sec\\_ana/143\\_valuation\\_securities\\_analysis\\_chap4.pdf](http://www.londoninternational.ac.uk/current_students/programme_resources/lse/lse_pdf/further_units/143_valuation_sec_ana/143_valuation_securities_analysis_chap4.pdf)

<http://www.forvalt.no/foretaksindex2/firma/RegnskapsAnalyse.aspx?orgnr=914709628#konkursrating>

[http://www.norges-bank.no/templates/article\\_13710.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_13710.aspx)

<http://www.eierberetningen.no/index.gan?id=17436&subid=0>

[http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter\\_og\\_avgifter/bedriftsbeskatning.html?id=447106](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/bedriftsbeskatning.html?id=447106)

[http://www.eoearth.org/article/Economic\\_growth](http://www.eoearth.org/article/Economic_growth)

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/>

<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/en/us>

[http://www.foodexportonline.com/html/feb10/research-report\\_private.html](http://www.foodexportonline.com/html/feb10/research-report_private.html)

<http://e24.no/naeringsliv/article3252408.ece>

[http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler\\_artikler/taler\\_og\\_artikler\\_av\\_ovrig\\_politisk\\_lede/statssekretaer\\_axelsen/2009/enklere-for-norsk-naringsliv.html?id=570690](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler_artikler/taler_og_artikler_av_ovrig_politisk_lede/statssekretaer_axelsen/2009/enklere-for-norsk-naringsliv.html?id=570690)

<http://www.britannica.com/EBchecked/topic/178400/economic-growth>

<http://www.economicexpert.com/a/Weighted:average:cost:of:capital.htm>

[http://www.vernimmen.com/html/glossary/definition\\_explicit\\_forecast\\_period.html](http://www.vernimmen.com/html/glossary/definition_explicit_forecast_period.html)

(<http://www.Rieberson.no/karriere/article167.ece>)

[http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler\\_artikler/taler\\_og\\_artikler\\_av\\_ovrig\\_politisk\\_lede/statssekretaer\\_axelsen/2009/enklere-for-norsk-naringsliv.html?id=570690](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler_artikler/taler_og_artikler_av_ovrig_politisk_lede/statssekretaer_axelsen/2009/enklere-for-norsk-naringsliv.html?id=570690)

<http://www.ssb.no/regnikt/tab-2008-04-09-11.html>

<http://www.valueline.com/>

<http://www.riberson.no/investor/strategi/strategiskplattform/>

<http://www.riberson.no/investor/strategi/finansiellemal/>

<http://www.riberson.no/investor/strategi/visjon/>

<http://www.riberson.no/merkevarer/merkevarer/>

<http://www.riberson.no/merkevarer/Markeder/>

<http://www.riberson.no/merkevarer/innovasjon/>

<http://www.riberson.no/merkevarer/trender/>

<http://www.riberson.no/omriberson/kortom/>

<http://www.riberson.no/omriberson/kortom/enheter/>

<http://www.riberson.no/omriberson/organisasjon/>

<http://www.rieberson.no/omrieberson/historie/>

### **Årsrapporter / kvartalsrapporter (Rieber & Søn)**

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/\\_rsrapport\\_2009\\_web\\_290a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/_rsrapport_2009_web_290a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/RS\\_aarsrapport-08\\_NO\\_257a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/RS_aarsrapport-08_NO_257a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/\\_rsrapport\\_2007\\_64a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/_rsrapport_2007_64a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/\\_rsrapport\\_2006\\_65a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/_rsrapport_2006_65a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/\\_rsrapport\\_2005\\_66a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/_rsrapport_2005_66a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/4\\_kvartal\\_2009\\_norsk\\_274a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/4_kvartal_2009_norsk_274a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/3\\_Kvartal\\_2009\\_norsk\\_270a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/3_Kvartal_2009_norsk_270a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/2Q\\_Rapport\\_2009\\_N\\_263a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/2Q_Rapport_2009_N_263a.pdf)

[http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/1\\_Kvartal\\_2009\\_NO\\_243a.pdf](http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/1_Kvartal_2009_NO_243a.pdf)

### **Årsrapporter (Unilever)**

[http://www.unilever.com/images/ir\\_Unilever\\_AR09\\_tcm13-208066.pdf](http://www.unilever.com/images/ir_Unilever_AR09_tcm13-208066.pdf)

[http://annualreport08.unilever.com/downloads/unilever\\_com\\_live\\_pdfs/report/8797\\_Unilever\\_ARA.pdf](http://annualreport08.unilever.com/downloads/unilever_com_live_pdfs/report/8797_Unilever_ARA.pdf)

[http://annualreport07.unilever.com/downloads/Unilever\\_07\\_annual\\_report\\_en.pdf](http://annualreport07.unilever.com/downloads/Unilever_07_annual_report_en.pdf)

[http://www.unilever.com/images/ir\\_06\\_annual\\_report\\_en\\_tcm13-88518.pdf](http://www.unilever.com/images/ir_06_annual_report_en_tcm13-88518.pdf)

[http://www.unilever.com/images/ir\\_2005\\_Annual\\_Report\\_English%20amended\\_tcm13-35722.pdf](http://www.unilever.com/images/ir_2005_Annual_Report_English%20amended_tcm13-35722.pdf)



## Journaler

Black, F. and Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of political economy*. 81 (3): 637-754.

<http://riem.swufe.edu.cn/new/techupload/course/200742423245359181.pdf>

Francis, J., Olsson, P. and Oswald, D.R. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates (side 49)

Hillestad, O. C. (2007). Nøkkeltallanalyse av Oslo Børs. *Penger og kreditt*. 35 (2): 67-83

<http://www.norges-bank.no/upload/62686/n%C3%B8kkeltallsanalyse.pdf>

Lundholm, R., O'Keefe, T. and Feltham, G.A. (2001). Reconciling Value Estimates from the Discounted Cash Flow Model and The Residual Income Model (side 315-317)

### **Andre:**

Kjell Henry Knivsfå (2009) forelesning 15 og 16 BUS-424

## Vedlegg

### Vedlegg 1: Beregning av beta verdi Rieber & Søn

RIE			Oslo Børs All-share Index GI		
Dato	Siste	Avkastning	Dato	Siste	Avkastning
		g			g
des.09	41,00	-1,95 %	des.09	420,09	-5,57 %
nov.09	40,20	6,97 %	nov.09	396,71	-4,02 %
okt.09	43,00	-5,81 %	okt.09	380,77	-2,61 %
sep.09	40,50	3,70 %	sep.09	370,83	-5,60 %
aug.09	42,00	0,48 %	aug.09	350,06	-0,70 %
jul.09	42,20	1,90 %	jul.09	347,61	-4,18 %
jun.09	43,00	3,49 %	jun.09	333,08	3,01 %
mai.09	44,50	-6,74 %	mai.09	343,11	-13,08 %
apr.09	41,50	-1,20 %	apr.09	298,24	-9,64 %
mar.09	41,00	-2,44 %	mar.09	269,49	-3,87 %
feb.09	40,00	3,75 %	feb.09	259,06	5,85 %
jan.09	41,50	-14,46 %	jan.09	274,22	-1,47 %
des.08	35,50	1,41 %	des.08	270,20	-1,32 %
nov.08	36,00	1,39 %	nov.08	266,63	10,57 %
okt.08	36,50	6,03 %	okt.08	294,80	27,42 %
sep.08	38,70	13,70 %	sep.08	375,62	31,47 %
aug.08	44,00	2,50 %	aug.08	493,81	0,11 %
jul.08	45,10	-1,33 %	jul.08	494,33	8,62 %
jun.08	44,50	0,00 %	jun.08	536,94	7,02 %
mai.08	44,50	3,37 %	mai.08	574,66	-6,81 %
apr.08	46,00	-2,17 %	apr.08	535,53	-10,85 %
mar.08	45,00	3,33 %	mar.08	477,4	3,80 %
feb.08	46,50	6,45 %	feb.08	495,55	-7,42 %
jan.08	49,50	5,56 %	jan.08	458,8	24,23 %
des.07	52,25	1,44 %	des.07	569,97	0,49 %
nov.07	53,00	2,36 %	nov.07	572,79	3,88 %
okt.07	54,25	-2,30 %	okt.07	594,99	-3,33 %
sep.07	53,00	0,00 %	sep.07	575,15	-4,65 %
aug.07	53,00	0,00 %	aug.07	548,42	4,55 %
jul.07	53,00	-2,83 %	jul.07	573,36	2,35 %
jun.07	51,50	1,94 %	jun.07	586,86	-3,92 %
mai.07	52,50	4,76 %	mai.07	563,87	-4,05 %
apr.07	55,00	-2,27 %	apr.07	541,01	-3,66 %
mar.07	53,75	1,86 %	mar.07	521,2	-4,30 %
feb.07	54,75	0,91 %	feb.07	498,78	4,98 %
jan.07	55,25	1,36 %	jan.07	523,36	-4,01 %
des.06	56,00	0,00 %	des.06	502,38	-5,74 %
nov.06	56,00	-7,14 %	nov.06	473,56	-2,52 %
okt.06	52,00	-0,96 %	okt.06	461,62	-7,66 %
sep.06	51,50	-2,91 %	sep.06	426,27	3,17 %
aug.06	50,00	0,00 %	aug.06	439,78	0,19 %

jul.06	50,00	-1,00 %	jul.06	440,62	-1,72 %
jun.06	49,50	0,00 %	jun.06	433,06	1,33 %
mai.06	49,50	5,05 %	mai.06	438,83	7,00 %
apr.06	52,00	-0,96 %	apr.06	469,57	-3,68 %
mar.06	51,50	-0,97 %	mar.06	452,29	-7,97 %
feb.06	51,00	-1,96 %	feb.06	416,25	-1,43 %
jan.06	50,00	0,50 %	jan.06	410,29	-8,17 %
des.05	50,25	-1,49 %	des.05	376,78	-6,20 %
nov.05	49,50	-1,01 %	nov.05	353,41	-3,32 %
okt.05	49,00	9,18 %	okt.05	341,67	9,17 %
sep.05	53,50	-6,54 %	sep.05	373,01	-4,09 %
aug.05	50,00	-2,00 %	aug.05	357,74	-6,91 %
jul.05	49,00	-1,02 %	jul.05	333,03	-5,66 %
jun.05	48,50	6,19 %	jun.05	314,17	-10,42 %
mai.05	51,50	-6,80 %	mai.05	281,42	-6,47 %
apr.05	48,00	17,19 %	apr.05	263,22	4,25 %
mar.05	56,25	-3,11 %	mar.05	274,4	1,41 %
feb.05	54,50	1,83 %	feb.05	278,27	-8,16 %
jan.05	55,50	0,90 %	jan.05	255,56	-3,13 %
des.04	56,00	-100,00 %	des.04	247,57	-100,00 %

SAMMENDRAG  
(UTDATA)

*Regresjonsstatistikk*

Multipel R	0,44582457
R-kvadrat	0,19875955
Justert R-kvadrat	0,18494506
Standardfeil	0,04372303
Observasjoner	60

Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,0275051	0,027505	14,38775	0,00035711
Residualer	58	0,1108788	0,001911		
Totalt	59	0,1383839			

	<i>Koeffisiente r</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,0077775	0,0056572	1,374807	0,174479				
			3	3	-0,0035465	0,0191017	-0,0035465	0,019101717
X-variabel 1	0,2567511	0,0676886	3,793119	0,000357				
			9	1	0,12125758	0,3922446	0,1212575	0,392244624

**Vedlegg 2: Opprinnelig resultatregnskapsoppstilling Rieber & Søn-tall i MNOK**

<b>Resultatregnskap</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Brutto salgsinntekter	4612754	5568799	6055607	6806397	6688579
Inntektsreduksjoner	-1054951	-1305596	-1452559	-1809129	-1721558
<b>Netto salgsinntekter</b>	<b>3557803</b>	<b>4263203</b>	<b>4603048</b>	<b>4997268</b>	<b>4967021</b>
Vareforbruk	-1526578	-1890073	-2060178	-2220272	-2168459
<b>Varebidrag</b>	<b>2031225</b>	<b>2373130</b>	<b>2542870</b>	<b>2776996</b>	<b>2798562</b>
Andre driftsinntekter	26517	70567	26175	22135	19045
Lønnskostnader	-805262	-927150	-1052655	-1106196	-1108599
Andre driftskostnader	-825921	-943568	-1041571	-1128906	-1128591
Av- og nedskrivninger	-168533	-193365	-200576	-208045	-156805
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>258026</b>	<b>379614</b>	<b>274243</b>	<b>355984</b>	<b>423612</b>
Finansinntekter	11909	20978	24745	20774	15970
Finanskostnader	-39532	-48037	-65547	-101244	-70258
<b>Resultat før skatter</b>	<b>230403</b>	<b>352555</b>	<b>233441</b>	<b>275514</b>	<b>369324</b>
Skattekostnad	-72633	-102477	-67899	-87974	-115189
<b>Konsernets årsresultat</b>	<b>157770</b>	<b>250078</b>	<b>165542</b>	<b>187540</b>	<b>254135</b>

**Vedlegg 3: Opprinnelig totalresultatoppstilling Rieber & Søn**

<b>Totalresultatoppstilling</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Estimatavvik pensjoner	-75340	64578	-8184	-22459	40330
Realisert gevinst på aksjer tilgjengelig for salg	0	77	-16680	0	0
Markedsverdijustering finansielle instrumenter	-7524	-1922	-2907	-12611	4204
Realisert gevinst/tap finansielle instrumenter	0	-827	5292	-5922	-2456
Verdiendring aksjer tilgjengelig for salg	2385	10451			
Omregningsdifferanser	11094	75955	-47284	280742	-266922
Skatt av andre inntekter og kostnader	0	0	6576	10982	-12010
<b>Sum andre inntekter og kostnader</b>	<b>-69385</b>	<b>137861</b>	<b>-63187</b>	<b>250732</b>	<b>-236854</b>
Konsernets årsresultat	157770	250078	165542	187540	254135
<b>Totalresultat</b>	<b>88385</b>	<b>387939</b>	<b>102355</b>	<b>438272</b>	<b>17281</b>

**Vedlegg 4: Opprinnelig balanseoppstilling Rieber & Søn –tall i MNOK**

Balanse	2005	2006	2007	2008	2009
<b>EIENDELER</b>					
<b>ANLEGGSMIDLER</b>					
<b>Immaterielle eiendeler</b>					
Lisenser, konsesjoner og varemerker	152199	273570	261530	285953	255607
Goodwill	263328	553407	535797	589358	525201
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>415527</b>	<b>826977</b>	<b>797327</b>	<b>875311</b>	<b>780808</b>
<b>Varige driftsmidler</b>					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	754928	771007	790542	842195	810245
Maskiner og anlegg	682294	786604	804600	889891	763467
Driftsløsøre, inventar, kontormaskiner og lignende	155442	176728	168951	174690	178244
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>1592664</b>	<b>1734339</b>	<b>1764093</b>	<b>1906776</b>	<b>1751956</b>
<b>Finansielle anleggsmidler</b>					
Investeringer i langsiktige aksjer tilgjengelig for salg	57639	57830	9702	5815	13574
Pensjonsmidler	1623	3145	4721	0	495
Andre langsiktige fordringer	6464	4250	4207	8007	3271
<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>65726</b>	<b>65225</b>	<b>18630</b>	<b>13822</b>	<b>17340</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>2073917</b>	<b>2626541</b>	<b>2580050</b>	<b>2795909</b>	<b>2550104</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>					
Varer	430945	485854	563867	659076	535720
Kundefordringer	579594	700123	645702	810142	690287
Andre fordringer	22837	34023	21930	13787	77090
Finansielle derivater	2798	4690	13749	13422	9601
Kontanter og bankinnskudd	101716	85009	22183	155104	81929
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>1137890</b>	<b>1309699</b>	<b>1267431</b>	<b>1651531</b>	<b>1394627</b>
Varige driftsmidler holdt for salg	18174	2667	0	0	0
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>3229981</b>	<b>3938907</b>	<b>3847481</b>	<b>4447440</b>	<b>3944731</b>

Balanse	2005	2006	2007	2008	2009
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>					
<b>EGENKAPITAL</b>					
Innskutt egenkapital	761682	763625	767262	768662	769921
Opptjent egenkapital	514285	824273	832255	1197885	1123292
<b>Sum egenkapital</b>	<b>1275967</b>	<b>1587898</b>	<b>1599517</b>	<b>1966547</b>	<b>1893213</b>
<b>GJELD</b>					
<b>Langsiktig gjeld</b>					
Pensjonsforpliktelser	318853	237283	253733	260340	199498
Utsatt skatt	3226	90286	57205	56440	100402
Annen langsiktig gjeld	699549	708519	694952	499857	278978
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>1021628</b>	<b>1036088</b>	<b>1005890</b>	<b>816637</b>	<b>578878</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>					
Gjeld til kredittinstitusjoner	96908	252115	299532	647365	437304
Sertifikatlån	200000	300000	200000	150000	300000
Leverandørgjeld	322391	379461	387220	365470	282911
Betalbar skatt	62822	90839	65010	60945	60396
Skyldige offentlig avgifter	26308	27994	22343	59863	72419
Avsetninger	36420	19127	10255	794	7417
Finansielle derivater	7177	13428	4659	57726	17665
Annen kortsiktig gjeld	179360	231955	253056	322095	294529
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>931386</b>	<b>1314919</b>	<b>1242075</b>	<b>1664258</b>	<b>1472641</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>1953014</b>	<b>2351007</b>	<b>2247965</b>	<b>2480895</b>	<b>2051519</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>3228981</b>	<b>3938905</b>	<b>3847482</b>	<b>4447442</b>	<b>3944732</b>

**Vedlegg 5: Opprinnelig egenkapitaloppstilling Rieber & Søn-tall i MNOK**

Endringer i konsernets egenkapital	Aksjekapital	Egne aksjer	Innskutt annen EK	Omregningsdifferanse	Fond for urealisert		Sum
					gevinst / tap	Annem EK	
<b>Egenkapital 01.01.2005</b>	795757	-39714	3726	37692	7759	696247	1501468
Estimatavvik pensjoner						-75340	-75340
Verdiendring aksjer tilgjengelig for salg					2385		2385
Markedsverdijustering finansielle instrumenter					-7524		-7524
Omregningsdifferanser				11094			11094
<b>Sum inntekter og kostnader ført direkte mot EK</b>				11094	-5139	-75340	-69385
Resultat etter skatt 2005					157771		157771
<b>Sum inntekts- og kostnadselementer</b>				<b>11094</b>	<b>-5139</b>	<b>82431</b>	<b>88386</b>
Kjøp/salg egne aksjer		1478				5817	7295
Aksjebasert avlønning			434				434
Utbetalt utbytte						-321616	-321616
<b>Egenkapital 31.12.2005</b>	<b>795757</b>	<b>-38236</b>	<b>4160</b>	<b>48786</b>	<b>2620</b>	<b>462879</b>	<b>1275967</b>

Estimatavvik pensjoner		64578	64578	64578
Verdiendring aksjer tilgjengelig for salg		10451		10451
Realisert gevinst på aksjer tilgjengelig for salg		-827		-827
Markedsverdijustering finansielle instrumenter		-1922		-1922
Realisert gevinst/tap finansielle instrumenter		77		77
Omrregningsdifferanser		75955		75955
<b>Sum inntekter og kostnader ført direkte mot EK</b>		<b>75955</b>	<b>7779</b>	<b>64578 148312</b>
Resultat etter skatt 2006			250078	250078
<b>Sum inntekts- og kostnadselementer</b>		<b>75955</b>	<b>7779</b>	<b>314656 398390</b>
Kjøp/salg egne aksjer	1745		6414	8159
Aksjebasert avlønning		198		198
Utbetalt utbytte			-94815	-94815
<b>Egenkapital 31.12.2006</b>	<b>795757</b>	<b>-36491</b>	<b>124741</b>	<b>689134 1587899</b>

Estimatavvik pensjoner		-8184		-8184
Realisert gevinst på aksjer tilgjengelig for salg		-16680		-16680
Markedsverdijustering finansielle instrumenter		-2907		-2907
Realisert gevinst/tap finansielle instrumenter		5292		5292
Omrregningsdifferanser		-47284		-47284
Skatt av andre inntekter og kostnader		4253	2323	6576
<b>Sum andre inntekter og kostnader</b>		<b>-10042</b>	<b>-5861</b>	<b>-63187</b>
Resultat etter skatt 2007			165542	165542
<b>Sum inntekts- og kostnadselementer</b>		<b>-47284</b>	<b>-10042</b>	<b>159681 102355</b>
Kjøp/salg egne aksjer	3637		12063	15700
Utbetalt utbytte			-106437	-106437
<b>Egenkapital 31.12.2007</b>	<b>795757</b>	<b>-32854</b>	<b>77457</b>	<b>754441 1599517</b>



Estimatavvik pensjoner			-22459	-22459
Markedsverdijustering finansielle instrumenter		-12611		-12611
Realisert gevinst/tap finansielle instrumenter		-5922		-5922
Omrigningsdifferanser	280742			280742
Skatt av andre inntekter og kostnader		4694	6288	10982
<b>Sum andre inntekter og kostnader</b>	280742	-13839	-16171	250732
Resultat etter skatt 2008			187540	187540
<b>Sum inntekts- og kostnadselementer</b>	280742	-13839	171369	438272
Kjøp/salg egne aksjer	1401		3646	5047
Utbetalt utbytte			-76290	-76290
<b>Egenkapital 31.12.2008</b>	795757	-31453	4358	853166
				1966546

Estimatavvik pensjoner			40330	40330
Markedsverdijustering finansielle instrumenter		4204		4204
Realisert gevinst/tap finansielle instrumenter		-2456		-2456
Omrigningsdifferanser	-266922			-266922
Skatt av andre inntekter og kostnader		-718	-11292	-12010
<b>Sum andre inntekter og kostnader</b>	-266922	1030	29038	-236854
Resultat etter skatt 2009		254134		254134
<b>Sum inntekts- og kostnadselementer</b>	-266922	1030	283172	17280
Kjøp/salg egne aksjer	1259		3665	4924
Sletting egne aksjer	-20000			0
Reklassifisering egenkapital ved fisjon av King Oscar AS		3567	-3567	
Utbetalt utbytte			-95538	-95538
<b>Egenkapital 31.12.2009</b>	775757	-10194	4358	1040898
				1893212

**Vedlegg 6: Opprinnelig kontantstrømoppstilling Rieber & Søn – tall i MNOK**

<b>Kontantstrømanalyse</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>					
Resultat før skattekostnad	230404	352554	233441	275514	369323
Periodens betalte skatter	-68892	-92606	-115264	-93158	-89619
Avskrivninger inkl. gevinst/tap ved salg av anleggsmidler	168533	193365	200576	208045	156805
Resultatelement fra andre ikke-operasjonelle aktiviteter	-4410	-10937	-18445	-7488	-5233
Differanse mellom kostnadsført pensjon og inn-7utbetalinger	-24051	5018	-6249	8756	-21006
Endring i varer, kundefordringer og leverandørgjeld	-440	-88310	-37428	-192568	130652
Endring i andre tidsavgrensningsposter	-3258	22324	16432	183065	10967
<b>Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter</b>	<b>297886</b>	<b>381408</b>	<b>273063</b>	<b>382166</b>	<b>551889</b>
<b>Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>					
Innbetaling ved salg av varige driftsmidler	15518	39984	36130	99898	37882
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	-189859	-174568	-270792	-302309	-231912
Utbetalinger ved oppkjøp	-144573	-486368			
Inn- og utbetalinger ved salg og kjøp av aksjer og andeler i andre foretak	-47709	27111	49983	7228	-10000
Inn- og utbetalinger ved salg og kjøp av andre investeringer	6478				-7000
<b>Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter</b>	<b>-360145</b>	<b>-593841</b>	<b>-184679</b>	<b>-195183</b>	<b>-211030</b>
<b>Kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>					
Endring av langsiktig rentefri gjeld	-5471	8821	1954	-6568	2444
Opptak av ny rentebærende gjeld (kortsiktig og langsiktig)	297128	278075	147725	96771	-271387
Nedbetaling av rentebærende gjeld (kortsiktig og langsiktig)	-4075	-4512	-212173	-5000	-5616
Innbetaling av egenkapital (salg av egne aksjer)	7295	8159	15699	5047	4924
Utbetaling av utbytte	-321616	-94815	-106437	-76290	-95538
<b>Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter</b>	<b>-26739</b>	<b>195728</b>	<b>-153232</b>	<b>13960</b>	<b>-365173</b>
<b>Netto endring betalingsmidler</b>	<b>-88998</b>	<b>-16705</b>	<b>-64848</b>	<b>200943</b>	<b>-24315</b>
Betalingsmidler 1.1.	190714	101716	85009	22183	155104
Netto endring betalingsmidler	-88998	-16707	-64848	200941	-24315
Valutaeffekt			2021	-68020	-48860
<b>Betalingsmidler 31.12</b>	<b>101716</b>	<b>85009</b>	<b>22182</b>	<b>155104</b>	<b>81929</b>

**Vedlegg 7: Opprinnelig resultatregnskap for Unilever NV – tall i MEUR**

<b>Resultatregnskap Unilever</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Omsetning</b>	38401	39642	40187	40523	39823
<b>Driftsresultat</b>	<b>5074</b>	<b>5408</b>	<b>5245</b>	<b>7167</b>	<b>5020</b>
<b>Etter kreditering:</b>					
Restrukturering	-328	-704	-875	-868	-897
Resultat fra assosierte selskap, nedskrivninger og annet	-249	196	306	2137	29
Gevinst pensjoner		266			
<b>Netto finanskostnader:</b>	-613	-721	-252	-257	-593
Finansinntekter	129	128	147	106	75
Finanskostnader	-689	-590	-557	-506	-504
Preferanseaksjer		-300			
Pensjoner og lignende forpliktelser	-53	41	158	143	-164
Andel av fortjeneste (tap) i joint ventures	47	78	102	125	111
Andel av fortjeneste (tap) i assosierte selskap	-25	36	50	8	4
Andre inntekter fra langsiktige investeringer	33	30	39	88	374
<b>Fortjeneste før skatt</b>	<b>4516</b>	<b>4831</b>	<b>5184</b>	<b>7129</b>	<b>4916</b>
Skatt	1181	1146	-1128	-1844	-1257
Netto resultat fra videreført virksomhet	3335	3685	4056	5285	3659
Netto resultat fra avhendet virksomhet	640	1330	80		
<b>Netto resultat</b>	<b>3975</b>	<b>5015</b>	<b>4136</b>	<b>5285</b>	<b>3659</b>
Tilskrives til					
Minoritetsinteresser	209	270	248	258	289
Egenkapital	3766	4745	3888	5027	3370

**Vedlegg 8: Omgruppert resultatregnskap for Unilever NV – tall i MEUR**

<b>Omformulert resultatregnskap</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Omsetning	38401	39642	40187	40523	39823
<b>Driftsresultat fra salg (før skatt)</b>	<b>5651</b>	<b>5650</b>	<b>5814</b>	<b>5898</b>	<b>5888</b>
Rapportert skattekostnad	-1181	-1146	-1128	-1844	-1257
Skatt på annen driftsinntekt	-125	-84	-83	382	-101
Skatt på finanskostnad	-143	-89	-54	-66	-148
<b>SUM</b>	<b>-1449</b>	<b>-1319</b>	<b>-1265</b>	<b>-1528</b>	<b>-1506</b>
<b>Driftsresultat fra salg (etter skatt)</b>	<b>4202</b>	<b>4331</b>	<b>4549</b>	<b>4370</b>	<b>4382</b>
Nedskrivning	-397	-14		-53	
Resultat av investeringer i assosierte selskap	132	179	297	2190	4
Restrukturering	-328	-704	-875	-868	-897
Annen driftsinntekt	55	144	191	219	489
Skatt på annen driftsinntekt	-125	-84	-83	382	-101
<b>Annen driftsinntekt etter skatt</b>	<b>-413</b>	<b>-311</b>	<b>-304</b>	<b>1106</b>	<b>-303</b>
Skattefordel	16	31	9		25
Årsresultat fra avvirket virksomhet	640	1330	80		
Gevinst / tap ved avgang av konsernselskaper					
<b>Annen driftsinntekt (Dirty Surplus)</b>	<b>656</b>	<b>1361</b>	<b>89</b>		<b>25</b>
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>4445</b>	<b>5381</b>	<b>4334</b>	<b>5476</b>	<b>4104</b>
Netto finanskostnader	613	421	252	257	593
Skattefordel netto finanskostnader	143	89	54	66	148
<b>Netto finanskostnader etter skatt</b>	<b>470</b>	<b>332</b>	<b>198</b>	<b>191</b>	<b>445</b>
Utbytte (preferred dividends)		300			
Gevinst pensjoner		266			
Minoritetsinteresser	209	270	248	258	289
<b>Totalresultat</b>	<b>3766</b>	<b>4745</b>	<b>3888</b>	<b>5027</b>	<b>3370</b>

**Vedlegg 9: Opprinnelig balanseoppstilling for Unilever NV – tall i MEUR**

<b>Opprinnelig balanseoppstilling Unilever</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Goodwill	12963	12425	12244	11665	12464
Immaterielle eiendeler	5092	4781	4511	4426	4583
Eiendom, anlegg og utstyr	6492	6276	6284	5957	6644
Biologiske eiendeler	37				
Felleskontrollerte og tilknyttede selskap	84				
Pensjonsmidler for finansierte ordninger	1036	1697	2008	425	759
Utsatt skattefordel	1703	1266	1003	1068	738
Kundefordringer og andre fordringer med forfall senere enn ett år	231				
Andre anleggsmidler	720	1126	1324	1426	1017
<b>Totale anleggsmidler</b>	<b>28358</b>	<b>27571</b>	<b>27374</b>	<b>24967</b>	<b>26205</b>
Varelager	4107	3796	3894	3889	3578
Kundefordringer og andre fordringer	4830	4254	4194	3823	3429
Utsatt skattefordel		125	367	234	173
Kontanter og kontantekvivalenter	1529	1039	1098	2561	2642
Andre finansielle eiendeler	335	273	216	632	972
Anleggsmidler holdt for salg		14	159	36	17
<b>Totale omløpsmidler</b>	<b>10801</b>	<b>9501</b>	<b>9928</b>	<b>11175</b>	<b>10811</b>
Finansielle forpliktelser	-5942	-4458	-4166	-4842	-2279
Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld	-8228	-7838	-8017	-7824	-8413
Utsatt skatt i balansen	-430	-579	-395	-377	-487
Forpliktelser forbundet med eiendeler holdt for salg		-1009	-13		
Fond opprettet beregnet på fremtidig tap	-644		-968	-757	-420
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>-15244</b>	<b>-13884</b>	<b>-13559</b>	<b>-13800</b>	<b>-11599</b>
<b>Netto kortsiktig omløpsmidler (gjeld)</b>	<b>-4443</b>	<b>-4383</b>	<b>-3631</b>	<b>-2625</b>	<b>-788</b>
<b>Totale eiendeler fratrukket kortsiktig gjeld</b>	<b>24132</b>	<b>23188</b>	<b>23743</b>	<b>22342</b>	<b>25417</b>
Langsiktige finansielle forpliktelser	6457	4377	5483	6363	7692
Langsiktig skatteforpliktelse	213	272	233	189	107
<b>Pensjoner fratrukket helsetjenester:</b>					
Underskudd på finansierte ordninger	2415	1379	827	1820	1519
Usikre ordninger	4202	3398	2270	1987	1822
Fond opprettet beregnet på fremtidig tap	732	826	694	646	729
Utsatt skattegjeld	933	1003	1213	790	764
Annen langsiktig gjeld	389	261	204	175	248
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>15341</b>	<b>11516</b>	<b>10924</b>	<b>11970</b>	<b>12881</b>
Aksjekapital	512	11230	12387	484	484
Overkurs	162			121	131
Andre reserver	-2328			-6469	-5900
Tilbakeholdt overskudd	10015			15812	17350
<b>Egenkapital</b>	<b>8361</b>	<b>11230</b>	<b>12387</b>	<b>9948</b>	<b>12065</b>
Minoritetsinteresser	404	442	432	424	471
Total egenkapital	8765	11672	12819	10372	12536
<b>Total sysselsatt kapital</b>	<b>24132</b>	<b>23188</b>	<b>23743</b>	<b>22342</b>	<b>25417</b>

**Vedlegg 10: Omgruppert balanseoppstilling for Unilever NV – tall i MEUR**

<b>Operasjonelle Eiendeler:</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Kundefordringer og andre fordringer	5061	4254	4194	3823	3429
Varelager	4107	3796	3894	3889	3578
Utsatt skattefordel	1703	1391	1370	1302	911
Immaterielle eiendeler	5092	4781	4511	4426	4583
Andre anleggsmidler	720	1126	1324	1426	1017
Biologiske eiendeler	37				
Felleskontrollerte og tilknyttede selskap	84				
Goodwill	12963	12425	12244	11665	12464
Eiendom, anlegg og utstyr	6492	6276	6284	5957	6644
<b>SUM Operasjonelle Eiendeler</b>	<b>36259</b>	<b>34049</b>	<b>33821</b>	<b>32488</b>	<b>32626</b>
<b>Operasjonelle forpliktelser:</b>					
Leverandørgjeld	8228	7838	8017	7824	8413
Fond opprettet beregnet på fremtidig tap	644		968	757	420
Forpliktelser forbundet med eiendeler holdt for salg		1009	13		
Langsiktig skatteforpliktelse	213	272	233	189	107
Fond opprettet beregnet på fremtidig tap	732	826	694	646	729
Utsatt skattegjeld	933	1003	1213	790	764
Utsatt skatteforpliktelse	430	579	395	377	487
<b>SUM Operasjonelle Forpliktelser</b>	<b>11180</b>	<b>11527</b>	<b>11533</b>	<b>10583</b>	<b>10920</b>
<b>Netto Operasjonelle Eiendeler (NOA)</b>	<b>25079</b>	<b>22522</b>	<b>22288</b>	<b>21905</b>	<b>21706</b>
<b>Finansielle forpliktelser:</b>					
Finansielle forpliktelser	5942	4458	4166	4842	2279
Langsiktige finansielle forpliktelser	6457	4377	5483	6363	7692
Pensjoner fratrukket helsetjenester:					
Underskudd på finansierte ordninger	2415	1379	827	1820	1519
Usikre ordninger	4202	3398	2270	1987	1822
Annen langsiktig gjeld	389	261	204	175	248
<b>SUM Finansielle Forpliktelser</b>	<b>19405</b>	<b>13873</b>	<b>12950</b>	<b>15187</b>	<b>13560</b>
<b>Finansielle Eiendeler:</b>					
Pensjonsmidler for finansierte ordninger	1036	1697	2008	425	759
Kortsiktige investeringer	335	273	216	632	972
Anleggsmidler holdt for salg		14	159	36	17
Kontanter og kontantekvivalenter	1529	1039	1098	2561	2642
<b>SUM Finansielle Eiendeler</b>	<b>2900</b>	<b>3023</b>	<b>3481</b>	<b>3654</b>	<b>4390</b>
<b>Netto Finansielle Forpliktelser (NFO)</b>	<b>16505</b>	<b>10850</b>	<b>9469</b>	<b>11533</b>	<b>9170</b>
Egenkapital	8361	11230	12387	9948	12065
Minoritetsinteresser	404	442	432	424	471
<b>Ordinær Egenkapital (CSE)</b>	<b>8765</b>	<b>11672</b>	<b>12819</b>	<b>10372</b>	<b>12536</b>

