

En analyse av kontrollpremien på A-aksjer

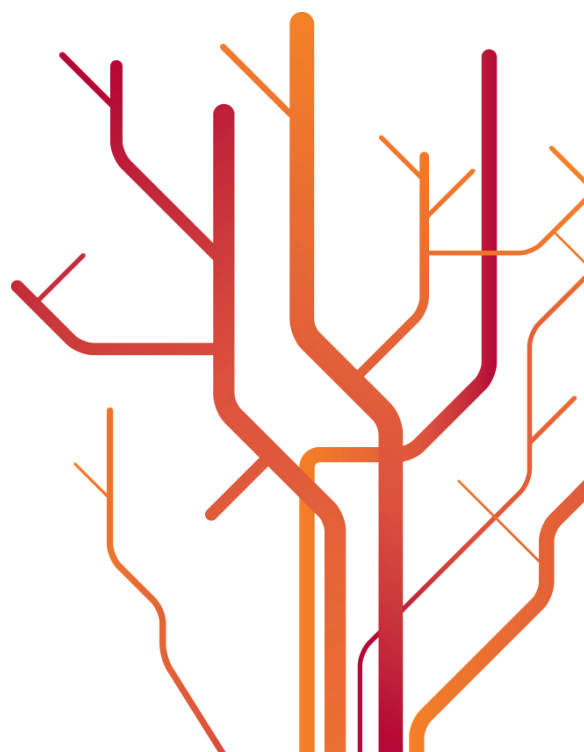
Rydqvist-modellen anvendt på Jotun-caset

Hans Christian Norr Onsrud

Masteroppgave i økonomi & administrasjon

-studieretning økonomisk analyse (30 studiepoeng)

Juni 2012



Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på mastergraden i økonomi og administrasjon, og dermed også slutten på min studenttilværelse. Jeg har hatt to fine år på Handelshøyskolen i Tromsø, Universitetet i Tromsø, etter å ha kommet inn i en klasse hvor de fleste andre allerede hadde studert sammen i tre år. Det må jeg si gikk veldig bra, og studiekameratene har i aller høyeste grad bidratt til å gjøre masterstudiene til en tid jeg kommer til å ha mange gode minner fra.

Jeg ønsker å takke førstelektor Bernt Arne Bertheussen, som har vært min hovedveileder. Til tross for at det til tider så mørkt ut med tanke på innleveringsfristen har du fått meg til å tenke positivt og holde fokus på målet. Dine innspill har vært til god hjelp, og du har kommet med mange gode ideer til forbedringer underveis som har fått meg på rett vei.

En annen som fortjener en takk for sine faglige innspill er professor Terje Vassdal. Stor takk også til min mor som har vært til stor hjelp med korrekturlesing.

Takk til gutta på kontoret for faglige innspill og for å ha hjulpet meg å holde humøret oppe når ting så som mørkest ut. Helge fortjener også en takk for hjelp med formattering av oppgaven.

Til sist ønsker jeg å takke øvrig familie og venner for tålmodigheten de har vist i innspurten, hvor det meste av livet mitt har handlet om masteroppgaven.

Tromsø, 31. mai 2012



Hans Christian Norr Onsrud

Sammendrag

Med bakgrunn i Orklas bud på A-aksjene i Jotun 31. august 2011 ønsker jeg med denne oppgaven å undersøke om en modell for beregning av kontrollpremien på A-aksjer kan forklare differansen mellom verdi per aksje og budet fra Orkla som var på 70 000 kr per A-aksje. Oppgavens problemstilling er:

Kan Rydqvist-modellen forklare differansen mellom Orklas bud på Jotun og nåverdien av selskapet?

Jeg ønsker med det å undersøke et fenomen det er forsket lite på i det norske aksjemarkedet, samt vise praktisk anvendelse av en modell for beregning av kontrollpremien.

For å svare på problemstillingen har jeg studert tidligere forskning samt gjennomført en tradisjonell kontantstrømbasert verdivurdering av Jotun. Verdivurderingen er basert på en rekke estimer og antagelser, og det er derfor gjennomført en sensitivitetsanalyse hvor effekten av endringer i sentrale forutsetninger undersøkes. Beregningen av verdi per aksje tar ikke hensyn til kontrollpremien og det er dermed verdien av de stemmesvake B-aksjene jeg har kommet frem til. Budet fra Orkla var kun på A-aksjene, og jeg har derfor undersøkt om differansen mellom Orklas bud og verdien per aksje kan forklares med Rydqvist (1996) sin modell for beregning av kontrollpremien i et selskap. Alle beregninger i utarbeidelsen av oppgaven er foretatt i Microsoft Excel.

Jeg har beregnet verdien av Jotuns egenkapital til å være omtrent 17,7 milliarder. Dette tilsvarer 51 725 kroner per aksje. Ved bruk av Rydqvist-modellen har jeg beregnet kontrollpremien på A-aksjene i Jotun til å være 17 688 kroner. Differansen mellom budet og verdien per aksje er 18 275 kroner og forklares dermed langt på vei med kontrollpremien jeg har beregnet for Jotun med Rydqvists modell.

Nøkkelord: Dual-class shares, verdivurdering, Rydqvist, Jotun, malingsbransjen.

Innhold

| | |
|---|------------|
| Forord | ii |
| Sammendrag | iii |
| Tabeller og figurer | vi |
| 1. Innledning | 1 |
| 1.1 Bakgrunn | 1 |
| 1.2 Oppgavens formål | 1 |
| 1.3 Problemformulering | 2 |
| 1.4 Avgrensning | 2 |
| 1.5 Oppgavens oppbygging..... | 3 |
| 2. Om bransjen og selskapet | 4 |
| 2.1 Malingsbransjen | 4 |
| 2.1.1 Bakgrunn | 4 |
| 2.1.2 Markedsutvikling..... | 4 |
| 2.1.3 Verdidrivere..... | 4 |
| 2.2 Jotun A/S | 5 |
| 2.2.1 Kort historikk..... | 5 |
| 2.2.2 Jotun i dag | 7 |
| 2.2.3 Jotuns strategi | 8 |
| 2.2.4 Eierstruktur..... | 9 |
| 3. Teori | 11 |
| 3.1 To aksjeklasser | 11 |
| 3.2 Faktorer som påvirker kontrollpremien..... | 12 |
| 3.3 Rydqvists modell for relativ prising av aksjer med forskjellige stemmerettigheter. | 17 |
| 3.4 Juridiske rettigheter ved ulike eierandeler | 19 |
| 4. Metode | 21 |
| 4.1 Beregning av avkastningskrav | 21 |
| 4.1.1 Beta-verdi | 21 |
| 4.1.2 Egenkapitalens avkastningskrav..... | 24 |
| 4.1.3 Vektet kapitalavkastningskrav (WACC) | 25 |
| 4.2 Kontantstrømbasert verdivurdering..... | 26 |
| 4.2.1 Omgruppering av regnskapet..... | 27 |
| 4.2.2 Prognoseperioden | 31 |
| 4.2.3 Terminalverdi | 32 |
| 4.2.4 Verdi av driften..... | 33 |
| 4.2.5 Selskapsverdi og egenkapitalverdien | 34 |
| 4.2.6 Verdi per aksje..... | 34 |

| | |
|---|-----------|
| 4.3 Beregning av kontrollpremie med Rydqvists modell..... | 34 |
| 5. Strategisk analyse..... | 38 |
| 5.1 Styrker: | 39 |
| 5.2 Svakheter: | 41 |
| 5.3 Muligheter: | 41 |
| 5.4 Trusler: | 42 |
| 6. Prognostisering av fremtidige regnskapstall | 43 |
| 6.1 Inflasjon..... | 43 |
| 6.2 Driftsinntekter | 44 |
| 6.3 Driftkostnader..... | 48 |
| 6.4 Ikke driftsrelaterte poster | 50 |
| 6.5 Balanseposter | 50 |
| 7. Resultater | 54 |
| 7.1 Verdivurdering av Jotun ved bruk av totalkapitalmetoden | 54 |
| 7.1.1 Fri kontantstrøm i prognoseperioden | 54 |
| 7.1.2 Terminalverdi | 55 |
| 7.1.2 Verdi av driften..... | 55 |
| 7.1.4 Selskapsverdi og egenkapitalverdi | 55 |
| 7.1.5 Verdi per aksje..... | 56 |
| 7.2 Sensitivitetsanalyse | 56 |
| 7.2.1 Endring av vekstrate i restleddet | 56 |
| 7.2.2 Endring av kapitalavkastningskrav | 57 |
| 7.2.3 Endring av driftsinntektene | 59 |
| 7.2.4 Endring av varekostnader..... | 60 |
| 7.2.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse..... | 61 |
| 7.3 Beregning av kontrollpremie for Jotun | 62 |
| 8. Diskusjon..... | 63 |
| 9. Konklusjon..... | 66 |
| Referanser | 67 |
| Internettkilder: | 68 |
| Årsrapporter: | 70 |
| Vedlegg | 71 |
| Vedlegg 1: Konsernregnskap 2005-2010..... | 71 |
| Vedlegg 2: Prognostisert konsernregnskap 2011-2026..... | 74 |
| Vedlegg 3: Beregning av NOPLAT | 77 |
| Vedlegg 4: Beregning av fri kontantstrøm..... | 78 |

Tabeller og figurer

| | |
|---|----|
| Figur 1: Kursutvikling 2011, Hafslund A & B..... | 15 |
| Figur 2: Kursutvikling 2011, Odfjell A & B..... | 16 |
| Figur 3: Kursutvikling 2011, Wilh. Wilhelmsen Holding A & B..... | 16 |
| Figur 4: Månedlig avkastning AkzoNobel og AEX-indeksen 2007-2011 | 22 |
| Figur 5: Utvikling i fem års rullende månedlig beta for AkzoNobel | 23 |
| Figur 6: Verdi av driften..... | 27 |
| Figur 7: Porters Five Forces (Porter, 2008, s. 4)..... | 38 |
| Figur 8: Vekst i KPI. Historisk og anslag på fremtidig utvikling (Norges Bank)..... | 43 |
| Figur 9: Verdi av egenkapitalen i Jotun ved bruk av ulike evige vekstrater | 57 |
| Figur 10: Egenkapitalverdi ved bruk av ulike avkastningskrav | 58 |
| Figur 11: Egenkapitalverdi ved endring i prognostiserte driftsinntekter | 60 |
| Figur 12: Effekt på egenkapitalverdien av endring i prognoseratioen for varekostnader..... | 61 |
| | |
| Tabell 1: Aksjeklasser og antall aksjer i Jotun A/S 31.12.2010. (Fra Jotuns årsrapport 2010) | 9 |
| Tabell 2: De største aksjonærene i Jotun A/S per 31.12.2010. (Fra Jotuns årsrapport 2010).. | 10 |
| Tabell 3: Resultater fra regresjonsanalyse av månedlig avkastning for AkzoNobel og AEX-indeksen..... | 23 |
| Tabell 4: Sammenstilling av den omgrupperte balansen for regnskapsårene 2005-2010..... | 29 |
| Tabell 5: Sommert oppstilling av sysselsatt kapital beregnet fra finansieringssiden:..... | 29 |
| Tabell 6: Omgruppert resultatregnskap for Jotun 2005-2010: | 30 |
| Tabell 7: Beregning av selskapsverdi og egenkapitalverdi ut fra verdien av driften ved total kapitalmetoden. | 34 |
| Tabell 8: Parametere i Rydqvist (1996) sin modell for beregning av kontrollpremie | 37 |
| Tabell 9: Forutsatt inflasjon i prognoseperioden..... | 44 |
| Tabell 10: Utrekning av fri kontantstrøm i prognoseperioden | 54 |
| Tabell 11: Verdi av driften | 55 |
| Tabell 12: Selskapsverdi og verdi av egenkapitalen | 55 |
| Tabell 13: Beregnet verdi per aksje..... | 56 |
| Tabell 14: Verdi ved ulike anslag på aksjekapital i beregningen av avkastningskrav | 59 |

1. Innledning

I innledningen vil jeg gjøre rede for bakgrunnen for mitt valg av oppgave, spesifisere oppgavens formål og formulere oppgavens problemstilling. Videre i kapittelet følger avgrensning av oppgaven, og til sist gir jeg en oversikt over oppgavens oppbygging.

1.1 Bakgrunn

Idéen til oppgaven kommer fra nyhetsbildet høsten 2011. I august forsøkte Orkla, som er største minoritetseier i Jotun, å få kontroll over selskapet ved å legge inn et bud på alle A-aksjene i Jotun som ikke allerede var i deres eie. I dag sitter Orkla på 42,5 % av kapitalen og 38,5 % av stemmene i Jotun. Selv om Orkla har to representanter i styret og et godt samarbeid med Gleditsch-familien, som kontrollerer Jotun, har de ikke lagt skjul på at de ønsker seg en større eierandel i selskapet. Som daværende konsernsjef i Orkla, Bjørn M. Wiggen, selv uttalte i Orklas pressemelding om budet: *«Gjennom nær 40 år har Orkla vært en aktiv minoritetseier, og ønsker nå å ta del i videreutviklingen av Jotun som majoritetseier. Orkla ønsker et fortsatt betydelig eierskap fra Gleditsch-familien, og videreføring av det gode samarbeidet»* [1].

Budet ble senere avvist, men oppkjøpsforsøket gjorde meg interessert i å finne ut mer om hva som kunne være Orklas grunn til kun å by på A-aksjene, samt å forsøke å beregne verdien på selskapet for å kunne sammenligne den beregnede verdien med budet. Siden Orkla kun bød på de stemmesterke A-aksjene, må de ha hatt et annet motiv for å forsøke å overta Jotun, enn kun å motta utbytte. Dette indikerer at Orkla så på Jotun som en strategisk investering hvor de kunne utnytte sin erfaring til å utvikle Jotun videre og dra nytte av synergieffekten fra andre merkevarer som inngår i Orkla Brands.

1.2 Oppgavens formål

Til tross for at «dual-class shares», eller toklasseaksjer på norsk, er et relativt utbredt fenomen internasjonalt, er prisforskjellene mellom de stemmesterke og stemmesvake aksjene i samme selskap et område som er lite forsket på i Norge. I følge finanst teori burde aksjer med lik fremtidig kontantstrøm ha samme verdi, så det må være verdien av noe annet som gjør at

stemmesterke aksjer handles til en høyere pris (Nenova, 2001). Tidligere forskning har vist en sammenheng mellom kontrollpremien knyttet til de stemmesterke aksjene og verdien av de private fordelene knyttet til aksjen. Med det voksende fokuset rundt god corporate governance i Europa, øker også aktualiteten av et tema som stemmerettsbegrensninger.

Med tanke på at A-aksjene i Jotun har 10 ganger så mange stemmer som B-aksjene, vil jeg studere tidligere forskning på forskjellen i verdi mellom stemmesterke og stemmesvake aksjer i samme selskap. Ved å gjennomføre en tradisjonell verdivurdering av Jotun vil jeg beregne verdien på et ikke børsnotert selskap. Til slutt vil jeg sammenligne verdien jeg har beregnet på selskapet opp mot budet fra Orkla, og forsøke å forklare differansen mellom beregnet verdi per aksje og Orklas bud med en modell for estimering av kontrollpremien på stemmesterke A-aksjer. Jeg ønsker med det å undersøke et fenomen det er forsket lite på i det norske aksjemarkedet, samt vise praktisk anvendelse av en modell for beregning av kontrollpremien.

1.3 Problemformulering

Jeg vil i denne oppgaven forsøke å forklare differansen mellom Orklas bud på A-aksjene i Jotun og beregnet verdi av selskapet, ved hjelp av Rydqvists modell for beregning av kontrollpremien på A-aksjer. Jeg har derfor kommet frem til følgende problemstilling for oppgaven:

Kan Rydqvist-modellen forklare differansen mellom Orklas bud på Jotun og nåverdien av selskapet?

1.4 Avgrensning

Jeg har valgt å beregne verdien av Jotun pr. 31.12.2010, til tross for at regnskapstallene for 2011 ble offentliggjort i mars 2012, og det hadde vært mer enn nok tid til å inkludere disse tallene i verdiberegningen. Det er to grunner til dette valget: For det første beregner jeg da verdien på selskapet ut fra den samme informasjonen som var offentlig kjent da Orkla kom med sitt bud på A-aksjene 31. august 2011. Den andre grunnen er at Jotun i 2011 endret regnskapsprinsipper fra NGAAP (Norwegian Generally Accepted Accounting Principles) til

IFRS (International Financial Reporting System). Selv om årsrapporten for 2011 også inneholder tall omregnet til IFRS for 2010, ville det ikke vært mulig å sammenligne med tall for tidligere år uten full tilgang til selskapets regnskaper. Studien er basert på offentlig tilgjengelig informasjon og uten bidrag fra Jotun verken økonomisk eller informasjonsmessig.

1.5 Oppgavens oppbygging

Foruten dette kapittelet inneholder oppgaven 8 kapitler. I kapittel 2 vil jeg gi en introduksjon av malingsbransjen og Jotun, hvor jeg forteller litt av selskapets historie, og hvordan selskapet er organisert i dag, Jotuns strategi og til slutt gir en oversikt over eierstrukturen. Kapittel 3 inneholder oppgavens teoretiske forankring i teori om observerte forskjeller i pris mellom aksjeklasser i samme selskap, samt en gjengivelse av enkelte juridiske implikasjoner av ulike eierandeler. I kapittel 4 beskrives metodene som brukes for å komme frem til resultatene som presenteres senere. Kapittel 5 inneholder en strategisk analyse av interne og eksterne faktorer som kan påvirke selskapets inntjening i fremtiden. Prognostiseringen av fremtidige regnskapstall som brukes i verdivurderingen gjennomgås i kapittel 6, mens resultatene av beregningene som ble beskrevet i kapittel 4 presenteres i kapittel 7. Kapittel 7 inneholder også en sensitivitetsanalyse hvor jeg vil undersøke hvor sensitiv min verdivurdering av Jotun er til endringer i sentrale forutsetninger. Til slutt vil jeg i kapittel 8 diskutere teoretiske og praktiske implikasjoner av mine funn, mens kapittel 9 konkluderer oppgaven ut fra problemstillingen.

2. Om bransjen og selskapet

Innledningsvis i dette kapittelet vil jeg gi en kort introduksjon av malingsbransjen og dens utvikling, samt peke på noen verdidrivere i bransjen. Videre vil jeg introdusere Jotun ved å gjengi viktige hendelser i bedriftens historie, fortelle hvordan selskapet er organisert i dag, hva deres strategi er, samt gi en oversikt over eierstrukturen i Jotun.

2.1 Malingsbransjen

2.1.1 Bakgrunn

Maling og lakk-bransjen er en moden bransje som har gjennomgått en kontinuerlig teknologisk utvikling drevet av stadige endringer i bransjens rammebetingelser. Økt kvalitetsbevissthet blant kundene førte til at bransjen utviklet maling og lakk med bedre varighet, og maling som ga bedre beskyttelse mot vær og vind, samt mot rust. Etter hvert som ISO-sertifisering ble vanlig, førte dette også til at bedriftene økte sitt fokus på kvalitetskontroll i produksjonsprosessen. Etter som prisene på viktige innsatsfaktorer i produksjonen har økt, samtidig som kundene forventet fortsatt lave priser, har sterk konkurranse gjort det nødvendig for bransjen å utvikle nye produkter for å anvende billigere råvarer. I tillegg har det siden 80-tallet blitt innført stadig strengere miljøkrav til malings- og lakkprodukter, og Weiss (1997) mener dette uten tvil har vært den viktigste pådriveren bak utviklingen av nye og mer miljøvennlige produkter siden den gang. (Weiss, 1997)

2.1.2 Markedsutvikling

Som i de fleste andre modne markeder har antallet maling og lakk-produsenter sunket kraftig de siste tiårene. Denne reduksjonen kommer i følge Weiss (1997) av en lang rekke oppkjøp og fusjoner i bransjen som følge av globalisering. Utviklingen har gått og går fortsatt mot at bransjen deles opp i to grupper: de store produsentene som konkurrerer globalt og de små produsentene som henvender seg til nisjemarkedene. Weiss (1997) trekker frem produsenter av maling til romfartsteknologien som et eksempel på den siste typen.

2.1.3 Verdidrivere

Siden malingsbransjen er en moden bransje med stadig endrede forutsetninger i form av miljørestriksjoner og endrede forventninger fra forbrukere, er det i denne bransjen ekstremt viktig å henge med på, og helst være i forkant av utviklingen av nye produkttyper. Forskning og utvikling er derfor svært viktig for å opprettholde eller øke sine markedsandeler.

Markedsanalyse og konsultentselskapet Frost & Sullivan (2010) påpeker at man i tillegg bør

oppsøke nye markeder for å oppnå vekst i bransjen. Dette kan bestå av å søke nye geografiske markeder eller å utnytte resultater av forskning og utvikling til produkt differensiering. Siden maling- og lakkprodukter er dyre å frakte er gode forsyningslinjer viktig. Frost & Sullivan (2010) konkluderer med at det er viktig å investere i utstrakt markedsføring for å opplyse om fordelene med sitt produkt for på den måten øke sannsynligheten for at kundene velger nettopp den malingen.

2.2 Jotun A/S

2.2.1 Kort historikk

Odd Gleditsch drev fra 1920 en fargehandel i Sandefjord, og det var de gode tidene for hvalfangsten i distriktet som sto for en stor del av omsetningen. Gleditsch så hvilke muligheter det lå i selv å produsere en del av varene han solgte. I tillegg mente han at det lå store potensielle gevinster i omlegging og effektivisering av driften av malingsfabrikken. Da to av produsentene som Gleditsch hadde agentur for gikk konkurs i 1925, overtok han en gammel oljemølle og stiftet Jotun Kemiske Fabrik A/S i 1926 (Bryn, 1997). Odd Gleditsch var bestefaren til dagens styreformann Odd Gleditsch d.y, og bedriften har, som jeg vil komme tilbake til, vært i familiens eie helt siden oppstarten. Pingvinen har vært Jotuns varemerke siden 1942. Forslaget om en pingvin som varemerke kom fra en av styreformann Gleditschs nærmeste medarbeidere og begrunnelsen for valget var at pingviner tåler alt slags vær (Bryn, 1997).

Det virkelige gjennombruddet for Jotun kom med interiørmalingen *Fenom* i begynnelsen av 1950-årene. Til tross for at Alf Bjercke så sent som på midten av 60-tallet var den desidert mest kjente malingsprodusenten i Norge, var *Fenom* den mest kjente malingen. Dette var resultatet av et sterkt fokus på markedsføring av merkevaren i stedet for produsenten, i tillegg til at *Fenom* hadde enestående produkttegenskaper, den tiden tatt i betraktning. De fleste var ikke klar over at det var Jotun som var produsenten, og det var til og med noen som kjøpte *Fenom* i den tro at det var et Alf Bjercke-produkt (Bryn, 1997).

Jotun hadde hatt noe internasjonal tilstedeværelse gjennom salgsagenter og lagre for å kunne dekke den norske handelsflåtens behov for malingsleveranser i utlandet, men en viktig

milepæl var åpning av Jotuns første fabrikk utenfor Norge i Libya i 1962. Det første initiativet til etableringen kom fra Norges Eksportråd etter at det ble funnet olje i Libya, og det var forventet en betydelig utvikling i det fattige kongedømmet som eksportrådet mente ville føre til behov for maling. Odd Gleditsch jr., sønn av grunnleggeren, tente på idéen, men Gleditsch sr. var skeptisk, siden han mente risikoen var for stor. Senior gikk til slutt med på å bevilge ett visst beløp til prosjektet, og starten på internasjonaliseringen under Odd Gleditsch jr. var ett faktum. Jotun hadde ingen erfaring i oppbygging av en industribedrift i et fremmed land og etableringen møtte på store utfordringer som språkbarrierer og byråkrati, men man lærte mye at den første etableringen i utlandet som skulle komme til nytte senere. Da Jotun etter noen år begynte å tjene penger i Libya, ble dette brukt til å gjøre nye etableringer i utlandet. Utlandsinvesteringene som fulgte var i Thailand og Malaysia. Da Jotun etablerte seg i Dubai i 1975, var organisasjonen blitt mer moden og erfaren takket være lærdom av tidligere feil.

Odd Gleditsch jr. ble i 1968 selskapets andre administrerende direktør/styreformann. Mens Gleditsch sr. var gründeren blir hans sønn ofte omtalt som Jotuns «utenriksminister» på grunn av sitt fokus på internasjonal ekspansjon (Bryn, 1997). I 1970 kjøpte Jotun den britiske skipsmalingsprodusenten Henry Clark & Sons Ltd. Dette var en viktig milepæl i Jotuns historie siden det britiske selskapet hadde gode kontakter i den britiske handelsflåten som fortsatt var verdens største, men det manglet et internasjonalt distribusjonsnett. Jotun tok med dette skrittet fra å være en stor leverandør av skipsmaling til den norske handelsflåten til å bli en viktig aktør på verdensmarkedet (Bryn, 1997).

I 1972 kom de fire dominerende malingsprodusentene i Norge til enighet om å fusjonere som et resultat av en vanskelig markedssituasjon, hvor for mange produsenter sloss i et begrenset marked. Den sterke konkurransen hadde ført til at man brukte store ressurser til å sloss mot hverandre, uten å oppnå annet enn å stå på stedet hvil. Jotun (som den gang het A/S Jotun Odd Gleditsch) var den største bedriften av de fire, og den nye fusjonerte bedriften ble hetende A/S Jotungruppen [2]. Til tross for at fusjonen skulle vise seg å bli vellykket, ble den møtt med stor skepsis i media. Da fusjonsplanene ble offentliggjort skrev en journalist i Handels og Sjøfartstidene: «Å fusjonere to selskaper er vanskelig, å fusjonere tre må være nær umulig. Å få til en fusjon mellom fire selskaper slik at det blir en suksess må være et mirakel.»[3] En av de andre fusjonspartnerne var A/S Denofa og Lilleborg Fabrikker, som

ved fusjonen fikk 12,7 % av aksjene. I dag eier Lilleborg AS 42,5 % av aksjene og 38,2 % av stemmene i Jotun, og er igjen eid av Orkla ASA.

I september 1976 ble Jotuns anlegg i Sandefjord totalskadet av en svært dramatisk brann hvor seks personer mistet livet og 11 ble skadet. Store deler av selskapets samlede produksjonskapasitet forsvant, og forsknings- og utviklingsavdelingen ble meget sterkt rammet. Ledelsen var handlingskraftig og forsto svært raskt at det var nødvendig for bedriftens fremtid at man tidlig fikk beroliget ansatte og forhandlere. Derfor meddelte man allerede brannkvelden at det ikke ville bli aktuelt med permitteringer, samt at man regnet med å være leveringsdyktige i løpet av kort tid ved å utnytte tilgjengelig produksjonskapasitet på øvrige anlegg i Norge. De ansatte la ned en enorm innsats; noen ukependlet for å jobbe på konsernets fabrikker i Bergen, Oslo og Fredrikstad, mens de som ble igjen i Sandefjord hjalp til med oppryddings- og rehabiliteringsarbeidet (Bryn, 1997). Daværende styreformann Odd Gleditsch jr. uttalte i ett intervju i 1996 at hadde det ikke vært for fusjonen noen år tidligere, hadde neppe Jotun kommet på beina igjen etter denne ulykken. [3]

2.2.2 Jotun i dag

Jotun er i dag Norges desidert største produsent av malingsprodukter og pulverlakk. Selskapet har sitt hovedkontor i Sandefjord og er representert med fabrikker og salgskontorer i 39 land. I følge selskapets årsrapport for 2010 var 84 % av omsetningen det året fra utlandet, og dette gjør Jotun til ett av norsk næringslivs mest internasjonale selskaper[4]. Til sammen har Jotun-konsernet over 7800 ansatte, hvorav 945 i Norge, og selskapet omsatte for drøyt 13 milliarder kroner i 2010 [5].

Jotun-konsernet er i dag inndelt i fire forretningsområder (Jotun A/S, Årsrapport 2010):

- **Jotun Coatings:** Globalt ansvar for utvikling, produksjon og salg av skipsmaling og rusthindrende malinger for industri og offshore. I tillegg er divisjonen ansvarlig for dekorative produkter til kunder i Europa utenfor Skandinavia, USA, Sør-Afrika, Australia og Nord-Asia. Denne divisjonen ledes fra Jotuns kontor i Dubai, UAE.
- **Jotun Dekorativ:** Dekorativ maling, beis og lakk til håndverks- og gjør-det-selv-markedene innenfor Skandinavia, samt produksjon av bindemiddel.
- **Jotun Paints:** Divisjonen Jotun Paints omfatter virksomheten i Midtøsten og Sørøst-Asia, hvor hovedaktiviteten er dekorative malinger samt marine og rusthindrende

malinger til skip og industri i lokalmarkeder. Divisjonen har hovedkontor i Dubai, UAE.

- **Jotun Powder Coatings:** Dekorative, funksjonelle og industrielle pulverlakker for rustbeskyttelse og estetisk overflatebehandling av metall. Virksomheten i divisjonen omfatter Skandinavia, Europa, Midtøsten, Sørøst-Asia og Kina.

Til tross for at 2011 var et utfordrende år med dårlige tider i verdensøkonomien og uforutsett stigning i råvareprisene fortsatte Jotun sin veksttrend og oppnådde et solid årsresultat isolert sett. Sammenlignet med tidligere år var overskuddet mindre enn tidligere, noe som tilskrives økte råvarepriser, samt at virksomheten i Midtøsten ble påvirket av uro i flere land i regionen[6].

2.2.3 Jotuns strategi

Jotun har en klar strategi om å være det foretrukne valget på grunn av kvalitet og har derfor et sterkt fokus på forskning og utvikling. Vekststrategien er å vokse gjennom organisk vekst i stedet for oppkjøp av eksisterende selskaper. På den måten bygger man sten på sten og kan forme fabrikken og bedriftskulturen fra begynnelsen, i stedet for å overta en allerede eksisterende fabrikk.

Når det gjelder den internasjonale satsingen trekker Jotun selv frem noen elementer de mener har vært sentrale årsaker til den suksessen den etter hvert har blitt:

- Evne til å plukke ut de riktige menneskene for jobbene
- Gi de ansatte stor grad av frihet og ansvar. Det er lov å gjøre tabber så lenge man lærer av dem.
- Viktig å forstå kulturen i landet man etablerer seg i, før prosjektet starter.
- Å konsentrere seg om kjerneområdene, om det selskapet kan best. (Dette var spesielt noe man lærte etter etablering av limfabrikk i Malaysia i 1969.)
- Å ha en hjemmeorganisasjon som har forståelse for de problemer en lokal leder i et annerledes land langt borte sliter med under oppbyggingsfasen.
- Å ha en organisasjon som kan gi opplæring på forhånd og støtte underveis.

(Bryn, 1997)

2.2.4 Eierstruktur

Tabell 1: Aksjeklasser og antall aksjer i Jotun A/S 31.12.2010. (Fra Jotuns årsrapport 2010)

| AKSJEKAPITALEN I JOTUN A/S PR. 31.12.10 BESTÅR AV FØLGENDE AKSJEKLASSE | | | |
|--|----------------|------------|----------------|
| (Beløp i hele tusen NOK) | Antall | Pålydende | Balanseført |
| A-aksjer | 114 000 | 300 | 34 200 |
| B-aksjer | 228 000 | 300 | 68 400 |
| Sum | 342 000 | 300 | 102 600 |

I generalforsamlingen har hver A-aksje 10 stemmer og hver B-aksje 1 stemme.

Som nevnt i innledningen har Jotun to aksjeklasser. Retten til utbytte for de to aksjeklassene er lik, og den eneste forskjellen mellom de to typene aksjer er at A-aksjene har 10 ganger så mange stemmer ved generalforsamlingen. Totalt antall stemmer er dermed 1 368 000 stemmer. Det er utstedt dobbelt så mange B-aksjer som A-aksjer, og det er verdt å merke seg at begge aksjeklassene er balanseført pålydende kun 300 kroner per aksje.

Jotun er ikke børsnotert, og aksjene omsettes i svært liten grad. Eierne av selskapet er etterkommere etter grunnleggeren Odd Gleditsch senior og det kjente norske konglomeratet Orkla.

Tabell 2: De største aksjonærene i Jotun A/S per 31.12.2010. (Fra Jotuns årsrapport 2010)

| EIERSTRUKTUR | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| ANTALL AKSJONÆRER PR. 31.12.10 VAR 572. DE STØRSTE AKSJONÆRENE VAR | | | | | |
| Aksjonærer | A-aksjer | B-aksjer | Sum | Eierandel% | Stemmeandel% |
| Lilleborg AS | 41 981 | 103 446 | 145 427 | 42,5 | 38,2 |
| Odd Gleditsch AS | 11 416 | 36 894 | 48 310 | 14,1 | 11,0 |
| Mattisberget AS | 25 050 | 86 | 25 136 | 7,3 | 18,3 |
| Leo Invest AS | 2 986 | 8 184 | 11 170 | 3,3 | 2,8 |
| Abrafam Holding AS | 3 366 | 3 815 | 7 181 | 2,1 | 2,7 |
| BOG Invest AS | - | 6 750 | 6 750 | 2,0 | 0,5 |
| ACG AS | - | 5 548 | 5 548 | 1,6 | 0,4 |
| Elanel AS | 3 010 | 2 353 | 5 363 | 1,6 | 2,4 |
| Taco Invest AS | - | 5 234 | 5 234 | 1,5 | 0,4 |
| Bjørn Ekdahl | 1 872 | 3 281 | 5 153 | 1,5 | 1,6 |
| Odd Gleditsch Jr. | 4 879 | 143 | 5 022 | 1,5 | 3,6 |
| Live Invest AS | 4 053 | 547 | 4 600 | 1,3 | 3,0 |
| Kofreni AS | 131 | 4 094 | 4 225 | 1,2 | 0,4 |
| Bjørn Ole Gleditsch | 26 | 3 679 | 3 705 | 1,1 | 0,3 |
| Pina AS | - | 3 443 | 3 443 | 1,0 | 0,3 |
| Conrad Wilhelm Eger | 1 171 | 2 155 | 3 326 | 1,0 | 1,0 |
| Jill Beate Gleditsch | - | 3 172 | 3 172 | 0,9 | 0,2 |
| Anne Cecilie Gleditsch | 5 | 3 161 | 3 166 | 0,9 | 0,2 |
| Frederikke Eger | 1 000 | 2 084 | 3 084 | 0,9 | 0,9 |
| Britt Fanny Arnesen | 1 855 | 1 178 | 3 033 | 0,9 | 1,4 |
| Sum 20 største | 102 801 | 199 247 | 302 048 | 88,3 | 89,7 |
| Sum øvrige | 11 199 | 28 753 | 39 952 | 11,7 | 10,3 |
| Totalt antall aksjer | 114 000 | 228 000 | 342 000 | 100,0 | 100,0 |

Lilleborg AS er et heleid datterselskap av Orkla ASA, mens alle de andre aksjepostene på listen over de 20 største aksjonærene er etterkommere etter Odd Gleditsch sr. eller investeringsselskaper eid av ulike grener av Gleditsch-familien. De fire grenene av etterkommere etter Odd Gleditsch sr. er Gleditsch, Abrahamsen, Arnesen og Eger. Til sammen eier Gleditsch-familien 53,7 % av aksjene og har 59 % av stemmene i Jotun[7].

3. Teori

I dette kapittelet vil jeg presentere avhandlingens teoretiske forankring. I det første avsnittet forklarer jeg konseptet toklasseaksjer, før jeg går videre til faktorer som påvirker kontrollpremien. Deretter beskriver jeg Kristian Rydqvist (1996) sin modell for beregning av kontrollpremie under en kontrollkonflikt. Dette er modellen jeg senere vil benytte til å forsøke forklare differansen mellom min beregnede verdi på Jotun og Orklas bud. Avslutningsvis i kapittelet gjengir jeg et utvalg juridiske rettigheter ved forskjellige eierandeler som jeg senere vil trekke inn i diskusjonen rundt bakgrunnen for Orklas bud.

3.1 To aksjeklasser

«Dual-class» aksjer, eller toklasseaksjer på norsk, er at det i samme selskapet er utstedt flere (vanligvis to) aksjeklasser som har like rettigheter til selskapets kontantstrøm, men som skiller seg fra hverandre på en annen måte. Det mest vanlige er forskjellige stemmerettigheter, men det finnes også eksempler hvor den ene aksjeklassen ikke kan eies av utenlandske eiere (Nenova, 2001). Årsaken til at noen selskaper har flere aksjeklasser er at de ønsker å skille eierskap og kontroll (Smith & Amoako-Adu, 1995). Ved å opprette en aksjeklasse med begrenset (eller ingen) stemmerett kan et selskap på den måten innhente ny kapital uten ytterligere økonomiske forpliktelser fra eksisterende eiere, samtidig som maktbalansen i selskapet opprettholdes. Et klassisk eksempel hvor det opprettes flere aksjeklasser er generasjonsskifte i en familiebedrift hvor senior ønsker å overføre en del av selskapet til sine barn, men beholde kontrollen i selskapet selv. Ved å utstede stemmesvake B-aksjer til sine barn får de full rett til utbyttet i henhold til sin eierandel, mens senior opprettholder kontrollen i viktige spørsmål (Bråthen, 2008).

Selskap med flere aksjeklasser er en sjeldenhet på Oslo Børs, men blant familieeide aksjeselskaper som ikke er børsnotert, er det slett ikke uvanlig. Internasjonalt utgjør selskaper med flere aksjeklasser en betydelig andel av selskapene på en mange av verdens største børser. Ett land (Singapore) forbyr opprettelse av flere aksjeklasser totalt. Andre land tillater det, men forbyr børsnotering med flere aksjeklasser. Av de 46 største aksjemarkedene i 1999 var det 26 land som hadde børsnoterte selskaper med flere aksjeklasser (Nenova, 2001). I Norge er det i dag kun 3 børsnoterte selskaper med to aksjeklasser: Hafslund, Odfjell og Wilh. Wilhelmsen[8]. I Sverige er dette derimot svært vanlig, og også i de andre landene i Norden

er det mer vanlig å se flere aksjeklasser blant børsnoterte selskaper enn det er i Norge[9]. EU-kommisjonen har flere ganger kommet med forslag om å lovfeste prinsippet om «én aksje, én stemme» som en felles EU-lov, men etter motstand fra blant annet Sverige, Tyskland og Frankrike, som mener dette vil undergrave det nasjonale eierskapet, har dette blitt forkastet på grunn av manglende empirisk bevis på sammenheng mellom prinsippet og økonomiske prestasjoner (Khachaturyan, 2008).

Selskap med flere aksjeklasser med ulike stemmerettigheter fremstår som et dilemma for tradisjonell verdsettingsteori. Man observerer her to aksjer med identiske utsikter til fremtidig kontantstrøm, men som handles til forskjellige priser. I følge finansteorien burde aksjer med lik fremtidig kontantstrøm ha samme verdi, så derfor må det være verdien av noe annet som gjør at stemmesterke aksjer handles til en høyere pris (Nenova, 2001). Prisforskjellen mellom A- og B-aksjer i selskap med begrensinger på B-aksjenes stemmerett kalles kontrollpremien, og vil bli diskutert i neste avsnitt.

3.2 Faktorer som påvirker kontrollpremien

I følge Nenova (2001) er toklasseaksjer et lite utforsket fenomen. Det vil være til dels store forskjeller i lover og reguleringer på tvers av landegrensler, og det er forsket lite på prisforskjeller mellom A- og B-aksjer for norske selskaper. De siste årene har man imidlertid sett en økning i forskningsaktiviteten på området. Dette kommer trolig av økt fokus på corporate governance. Ved å se på prisforskjeller mellom aksjeklassene i selskap med to aksjeklasser, kan en finne verdien av de private fordelene ved å sitte med makten i selskapet (Ødegaard, 2007). Siden kontrollpremien antas være tett knyttet til i hvilken grad de største eierne har mulighet til å oppnå private fordeler av sitt eierskap, vil dette også si oss noe om hvor god corporate governance det er i selskapet eller markedet vi studerer. Empirisk forskning på data fra forskjellige land indikerer at A-aksjer selges til en høyere pris enn B-aksjer med begrensede stemmerettigheter. Denne trenden observeres også for handler av marginale aksjeposter som ikke er del av noen kontrollblokk, og dermed ikke påvirker maktbalansen i selskapet. Smith og Amoako-Adu (1995) påpeker at aksjeposter utenfor kontrollblokken(e) ikke har nok stemmer til å kunne påvirke avgjørelser i selskapet. Derfor må det være en annen grunn til at A-aksjer blir verdsatt høyere enn den tilhørende cash-flowen (som er lik for stemmesvake B-aksjer) tilsier. Nenova (2003) mener det er to

betingelser som må til for at dette skal kunne forklares. Den første er at kontroll over selskapet har en verdi for storaksjonærer. Den andre er at det eksisterer en mulighet for at en storaksjonær vil etterspørre flere aksjer for å opprettholde sin kontroll. Med andre ord kan verdien av en stemme realiseres når stemmen selges til en aksjonær hvis kontroll i seg selv har en positiv verdi.

Det at A-aksjer har flere stemmer enn B-aksjer behøver i seg selv ikke ha noen påvirkning på prisen, med tanke på at aksjeposter med A-aksjer som ikke er en del av en kontrollblokk uansett ikke har mulighet til å påvirke avgjørelser i selskapet. Dersom det kommer et oppkjøpsforsøk vil det i land hvor det er regulering som sier at man må betale samme pris for alle aksjer av samme type, bety at man må betale det samme for alle A-aksjer (uansett om de er en del av en kontrollblokk eller ikke), mens man kan by en annen lavere pris for B-aksjer som ikke er like viktige å få tak i ved et oppkjøp. Denne teoretiske muligheten for at det kan komme et oppkjøpsforsøk gjør at A-aksjer har en høyere verdi enn B-aksjer. Kontrollpremien øker med graden av makt som er forbundet med A-aksjene, mens den reduseres med økende størrelse på kontrollblokken og med den relative likviditeten til B-aksjene (Smith & Amoako-Adu, 1995). Bergström og Rydqvist (1991) har i sin studie av svenske oppkjøpsforsøk fra 1980 til 1990 funnet at kontrollpremiens størrelse øker med andelen stemmer kontrollert av den dominerende eieren.

Ødegaard (2007) skriver at verdien av et selskap består av nåverdien av fremtidige dividender samt verdien av kontroll, som han kaller den private verdien av selskapet. Dette tilsvarer det engelske uttrykket 'private benefits of control'. Personer eller grupper som har kontrollen over et selskap er i posisjon til å oppnå private fordeler ut over det man oppnår med mindre eierandeler. Eksempler på denne typen fordeler er innflytelse på hvem som blir valgt inn i selskapets styre og som direktør for selskapet, makt til å bygge forretningsimperier, mulighet til å overføre eiendeler til berørte parter utenfor markedet, eller benytte seg av frynsegoder på selskapets bekostning. Private fordeler i ulike former er påvist med forskjellige tilnærminger og data i finanslitteraturen. Å kunne stemme i bedriftsforsamlingen kan altså gi private fordeler. En eier som konkurrerer om makten i selskapet vil derfor være villig til å betale minoritetseiere en høyere pris per aksje, opp til dennes forventede verdi av kontroll under en maktkamp (for eksempel et oppkjøpsforsøk). Sannsynligheten for en maktkamp er relatert til

eierkonsentrasjonen i selskapet, altså er det mer sannsynlig å se en maktkamp i et selskap hvor de største eierne har omtrent like stor eierandel enn i et selskap med én klart dominerende eier (Nenova, 2003).

Nenova (2003) har på bakgrunn av en regresjonsanalyse hvor flere lands observerte verdi av kontrollblokk-stemmer mot graden av investorbeskyttende lovverk i landet, funnet at verdien av kontrollblokk-stemmer reduseres med strengere juridiske rammebetingelser. Det kan være flere grunner til dette. Gode lover som beskytter investorer, og en streng opprettholdelse av disse lovene øker sannsynligheten for at misbruk av private fordeler fører til finansielt tap eller tap av omdømme. Mindre muligheter til å utnytte private fordeler fører til en lavere betalingsvilje for kontroll, og dermed ser vi et negativt forhold mellom god lovgivning og verdien på kontrollblokk-stemmer. Avsløringer og regnskapsstandarder som beskytter minoritetsaksjonærene, bidrar til å opprettholde verdien for minoritetsaksjonærene og er dermed negativt relatert til verdien av kontrollblokk-stemmene. Regulering av oppkjøpsforsøk sikrer at kontrollpremien deles med minoritetsaksjonærene ved eventuelle oppkjøp av selskapet. Dette kan skje ved å kreve lik behandling av de forskjellige aksjeklassene, lik behandling av alle aksjonærer innenfor hver aksjeklasse, eller obligatorisk bud på resten av aksjene dersom man oppnår en forutbestemt eierandel. Dette fremhever viktigheten av god corporate governance gjennom selskapenes vedtekter samt håndheving av lover som skal beskytte investorers rettigheter og lovgivning/reguleringer rundt oppkjøp (Nenova, 2003).

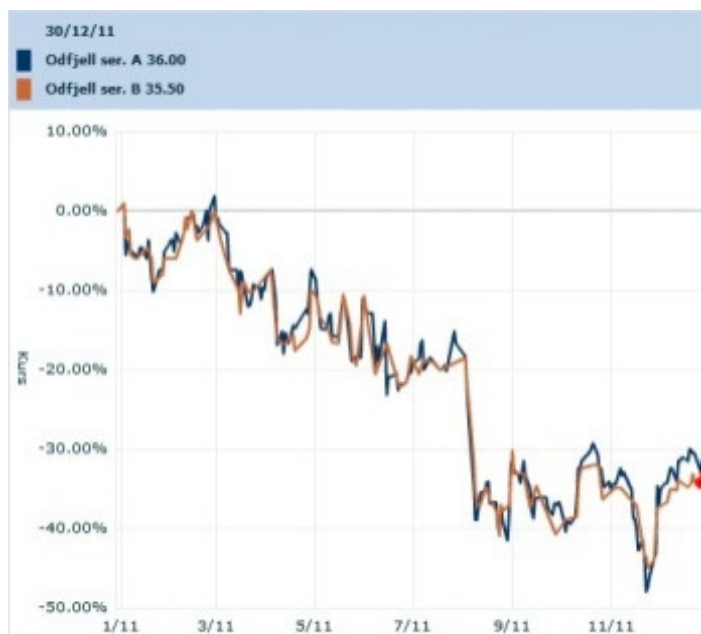
Norge har strenge lover for verdipapirhandel med sikte på å beskytte minoritetsaksjonærers rettigheter. For eksempel sier verdipapirhandelloven at man er pliktig å komme med et tilbud til resterende aksjonærer dersom man oppnår over 1/3 av stemmeandelen i selskapet. I tillegg er det forbudt å forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud, jf. § 6-10, niende ledd[10]. Kombinert med en egen enhet for økonomisk kriminalitet (Økokrim) gjør det investorbeskyttende lovverket at mulighetene kontrollblokkholdere har til å utnytte private fordeler, er begrenset og det er grunn til å anta at kontrollpremien i Norge er relativt liten. Dyck & Zingales (2004) har i sin internasjonale sammenligning av de private fordelene ved kontroll beregnet en gjennomsnittlig kontrollpremie i Norge på 1,5 %, noe som er blant de laveste i undersøkelsen.

Prisforskjeller mellom aksjer i forskjellige klasser kan ikke forklares i perfekte kapitalmarkeder, siden aksjene har samme krav på fremtidig dividende. I praksis ser vi likevel store prisforskjeller mellom aksjeklasser. Ødegaard (2007) har i sin artikkel sett på mulige teoretiske forklaringer på slike prisforskjeller, og deretter sammenlignet teoriene med empiri fra Oslo Børs. I tillegg til de tidligere nevnte private fordelene mener Ødegaard at forskjeller i likviditet mellom aksjene kan være grunnen til de observerte prisforskjellene. Om det for eksempel er store blokker som sitter på A-aksjene vil det meste av handelen skje i B-aksjene. Ved en vesentlig likviditetsforskjell må den mindre likvide aksjen tilby en høyere forventet avkastning, en likviditetspremie. Dette argumentet tilsier dermed at A-aksjen har en lavere pris siden den forventede avkastningen for de to aksjeklassene er lik. Det er rimelig å anta at likviditetsforskjellen utjevner effekten av private fordeler ved A-aksjene, og at det er derfor kursutviklingen for A- og B-aksjene i samme selskap på de skandinaviske børsene er svært lik. I visse tilfeller omsettes til og med B-aksjen for en høyere pris. For eksempel hadde A-aksjen i Ericsson en sluttkurs 8. mars 2012 på 64,70 SEK, mot 64,90 SEK for B-aksjen. Omtrent 835 000 A-aksjer ble omsatt den dagen mot over 957 millioner B-aksjer, noe som tydelig viser at B-aksjen er mer likvid[11].

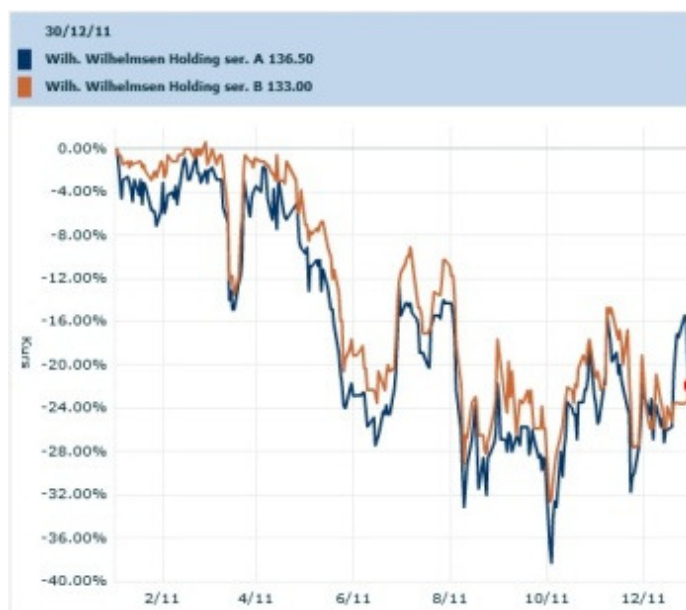
Figurene nedenfor viser kursutvikling i 2011 for selskapene Hafslund, Odfjell og Wilh. Wilhelmsen som er de tre selskapene på Oslo Børs med to aksjeklasser[12]. Vi ser at kursene følger hverandre og at det mange dager omsettes B-aksjer (rød) for en høyere pris enn A-aksjene (blå).



Figur 1: Kursutvikling 2011, Hafslund A & B



Figur 2: Kursutvikling 2011, Odfjell A & B



Figur 3: Kursutvikling 2011, Wilh. Wilhelmsen Holding A & B

Siden ingen av Jotun-aksjene er særlig likvide, er det først og fremst forklaringen om stemmerettspremie som er mest interessant. Prisforskjellen mellom A- og B-aksjer kan si oss noe om verdien av private fordeler knyttet til selskapskontroll. I tillegg til argumentet om at majoritetsaksjonærer beriker seg på minoritetsaksjonærenes bekostning ved bruk av flere aksjeklasser, hevdes det også at flere aksjeklasser vil 'fragmentere likviditeten' i handelen med selskapets aksjer. De fleste børser oppmuntrer derfor ikke til bruk av flere aksjeklasser (Ødegaard, 2007).

I perioden fra 1990 til 1997 gikk den gjennomsnittlige kontrollpremien (målt som $(P_A - P_B)/P_B$) fra negativ til positiv. Frem til slutten av 1994 var det begrensninger på utenlandsk eierskap i norske selskap, og forfatterens hypotese er at denne effekten dominerte frem til disse begrensningene ble fjernet som en del av tilpasning til EU-lovgivningen. I tiden med begrensninger på utenlandsk eierskap kunne maksimalt 1/3 av stemmene i et selskap eies av utenlandske eiere. For å gjøre det enklere å holde styr på andelen utenlandsk eierskap hadde mange norske selskap en egen aksjeklasse, F-aksjer, som kunne eies av utlendinger og som hadde stemmerett i generalforsamlingen (i motsetning til B-aksjene som også kunne eies av utlendinger, men hadde begrenset eller ingen stemmerett). Etter at utlandsbegrensningen falt bort har det vært verdien av selskapskontroll som har vært den viktigste grunn til prisforskjeller mellom A og B-aksjer. Siden F-aksjene i gjennomsnitt var mer verdt enn B-aksjene i samme selskap tyder det på at det også har vært en verdi av kontroll før 1995, men at likviditetspremien da dominerte slik at kontrollpremien $(P_A - P_B)/P_B$ ble negativ. (Ødegaard, 2007)

3.3 Rydqvists modell for relativ prising av aksjer med forskjellige stemmerettigheter.

I sin studie av de relative prisene på A- og B-aksjer i samme selskap presenterer Rydqvist (1996) også en modell som kan brukes til å anslå kontrollpremien i et selskap ut fra eierstrukturen. Jeg vil i dette avsnittet forsøke å presentere modellen, som jeg senere vil benytte meg av for å forsøke å beregne kontrollpremien for Jotun.

Modellen tar utgangspunkt i en situasjon der det er en dominerende eier og en rival som ønsker kontroll over selskapet. Foruten de nevnte eierne forutsettes det at resterende aksjer eies av små aksjonærer uten reell mulighet til å påvirke avgjørelser i selskapet. En ytterligere forutsetning er at ingen kan blokkere den andres oppkjøpsforsøk uten å by på utenforstående aksjer. I tillegg forutsettes det at alle aktører er risikonøytrale og profittmaksimerende, samt at det ikke finnes noen formue-begrensninger verken hos kontrollerende eier eller rivalen.

Parametere i modellen:

V_A og V_B : Verdi av henholdsvis en A-aksje og en B-aksje.

q : Kontrollerende eiers private fordeler av kontroll.

z : Rivalens potensielle gevinst ved overtakelse

αz : Sikkerhetsgevinst, effektivitetsforbedring for målselskapet. Kan være både positiv og negativ.

βz : Private fordeler fratrukket overtakelseskostnadene, $\alpha + \beta = 1$

π_i : Sannsynlighet for kontrollkonflikt som nåværende eier (incumbent) vinner

π_r : Sannsynlighet for kontrollkonflikt som rivalen vinner

E_i og E_r : Respektive betingede forventninger

p_i og p_r : Nåværende kontrollerende eier og rivalens indifferensbud.

f_i og f_r : Sannsynlighet for at henholdsvis i og r tilbyr aksjer til motstanderen gitt at alle utenforstående aksjer tilbys.

e_i og e_r : Respektive eierandeler i dag.

Aktørene er indifferente mellom å komme med et kontrabud eller å selge aksjer til rivalen dersom utbyttet ved de to alternativene er likt. Den kontrollerende eieren før konflikten sitt indifferensbud er gitt som:

$$p_i = \frac{q - e_i(1 - f_r)\alpha z}{0,5 - e_i(1 - f_r)}$$

Kontrollerende eiers eierandel innvirker på indifferensbudene på to måter: En høyere eierandel øker indifferensbudet siden økt eierandel gir kontrollerende eier muligheten til å betale en høyere pris per aksje som rivalen eier (nevneren reduseres). Samtidig reduseres p_i ved høyere eierandel siden det øker kostnaden ved å blokkere rivalen (telleren reduseres). Den positive effekten dominerer imidlertid slik at økt eierandel øker indifferensbudet.

Rivalens indifferensbud er:

$$p_r = \frac{0,5\alpha z + \beta z}{0,5 - e_r(1 - f_i)}$$

Rivalens indifferensbud øker med økt eierandel for rivalen av samme grunner som nevnt ovenfor.

Rydqvist (1996) introduserer følgende formel for verdien av en A-aksje når kontrollkonflikten fortsatt bare er en mulighet:

$$V_A = \pi_i E_i [f_i p_r] + \pi_r E_r [f_r \max(p_i, \alpha z) + (1 - f_r) \alpha z]$$

Tilsvarende formel for verdien av de stemmesvake B-aksjene er:

$$V_B = \pi_r E_r [\alpha z]$$

Kontrollpremien kan defineres som differansen mellom verdien på en stemmesterk og en stemmesvak aksje. Ved å trekke uttrykket for V_B fra uttrykket for V_A har Rydqvist (1996) kommet frem til følgende uttrykk for kontrollpremien:

$$V_A - V_B = \pi_i E_i [f_i p_r] + \pi_r E_r [f_r \max(p_i - \alpha z, 0)]$$

Som man ser, kansellerer sikringsfordelene hverandre og har forsvunnet fra formelen, slik at kun verdien av private fordeler står igjen. Dette innebærer at de stemmesterke A-aksjene er mer verdt enn stemmesvake B-aksjer på grunn av muligheten for at de som konkurrerer om kontroll i selskapet vil komme med overtakelsestilbud som er høyere enn verdien etter overtakelse. Formelen viser at kontrollpremien er en funksjon av eierstrukturen gjennom dens innvirkning på utfallet av potensielle kontrollkonflikter. Rydqvist (1996) skriver videre at det er en rimelig antagelse at kontrollpremien er større når kontrollerende eier og rivalen holder omtrent like store aksjeposter enn om den ene parten er klart dominerende. Empiriske resultater støtter senere denne antagelsen.

Ett bra mål på kontrollpremiens størrelse som tar hensyn til andelen stemmesterke aksjer er $s_A \left(\frac{V_A - V_B}{V_B} \right)$, hvor s_A er andelen A-aksjer. Den empiriske delen av Rydqvists studie er basert på aksjeprisene for 65 selskaper på Stockholmsbørsen med to aksjeklasser, i tidsperioden 1983-1990. Observert kontrollpremie varierer fra -1 til 17 % med 4 % som gjennomsnitt. Den gjennomsnittlige kontrollpremien vil si at 4 % av selskapets verdi stammer fra private fordeler og 96 % fra sikringsfordeler (Rydqvist, 1996).

3.4 Juridiske rettigheter ved ulike eierandeler

Verdipapirhandelloven av 2007 § 6-1, første ledd sier «den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på

norsk regulert marked, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.» Om man eier mer enn 1/3 av stemmene og gjennom erverv blir eier av over 40 % gjelder den samme bestemmelsen om at man er pliktig å komme med ett tilbud til resterende aksjeeiere, jfr. § 6-6 første ledd. Siden Orkla i dag kontrollerer 38,2 % av stemmene i Jotun, vil det kun kreve 1,8 prosentpoeng økning i stemmeandelen, noe som tilsvarer 24624 stemmer, før denne paragrafen blir utløst.

Om nok aksjonærer hadde godtatt tilbudet fra Orkla i 2011 til at selskapet hadde oppnådd over 50 % av stemmene ville de ha hatt alminnelig flertall i generalforsamlingen, og kunne for eksempel alene valgt ny administrerende direktør (Aksjeloven § 5-17). Om målet med budet var å oppnå kontroll for å kunne gjøre dramatiske endringer som påvirket aksjonærene, for eksempel å endre vedtektene, ville de ha vært avhengige av å oppnå en betydelig høyere eierandel. En vedtektsendring krever støtte fra 2/3 av både stemmene og aksjekapitalen i selskapet. En endring i vedtektene som går ut over rettighetene til en hel aksjeklasse, må støttes av 2/3 av aksjene i den aktuelle aksjeklassen, i tillegg til at minst halvparten av stemmene fra aksjeeierne som ikke eier aksjer i noen annen klasse, gi sin støtte. Det vil si at motstand fra 1/3 av aksjonærene med stemmesvake B-aksjer vil være nok til at forslaget blir forkastet (Aksjeloven § 5-18). Man kan tenke seg at forslag om denne typen vedtektsendring for eksempel kan være å fjerne stemmerett for en hel aksjeklasse. Siden dette vil dreie maktbalansen i selskapet betydelig til fordel for aksjonærer med A-aksjer (som typisk er de største aksjonærene), er loven svært streng på dette flertallskravet for å beskytte minoritetsaksjonærenes interesser.

Ved forslag om å redusere enkelte aksjeeieres rett til utbytte, kreves det tilslutning fra 9/10 av aksjekapitalen representert på generalforsamlingen i tillegg til bestemmelsene for vedtektsendring (Aksjeloven § 5-19). I tillegg krever beslutninger om å øke aksjeeieres forpliktelser ovenfor selskapet, tvungen innløsning av aksjer, innføring av begrensinger på omsetting av aksjene i selskapet, at rettsforholdet mellom tidligere likestilte aksjer endres og at aksjeeieres rett til utbytte endres ved at selskapsformen endres til stiftelse, enstemmighet i henhold til aksjelovens § 5-20[13].

4. Metode

Metodekapittelet har tre underkapitler hvor jeg beskriver metodene som er brukt for å komme frem til de endelige resultatene som presenteres i kapittel 7. Det første underkapittelet beskriver beregning av avkastningskravet til Jotun, mens kapittel 4.2 beskriver hvordan jeg ved bruk av kontantstrømbasert verdivurdering har kommet frem til verdien av selskapet. I kapittel 4.3 beskriver jeg hvordan Rydqvists modell kan brukes til å regne ut kontrollpremien på A-aksjene i Jotun, hvilke tilpasninger jeg har gjort til modellen, og hvilke verdier jeg har anslått for parametrene i modellen. Med unntak av kapittel 4.1 presenteres ikke selve beregningene og resultatene av disse i dette kapittelet.

4.1 Beregning av avkastningskrav

I kapittel 4.1 presenterer jeg utregningen av Jotuns kapitalavkastningskrav. Innledningsvis har jeg beregnet en representativ beta som brukes til å beregne egenkapitalens avkastningskrav som til slutt inngår i beregningen av vektet kapitalavkastningskrav. Siden avkastningskravet benyttes i de videre beregningene, har jeg valgt å inkludere selve beregningen i metodekapittelet.

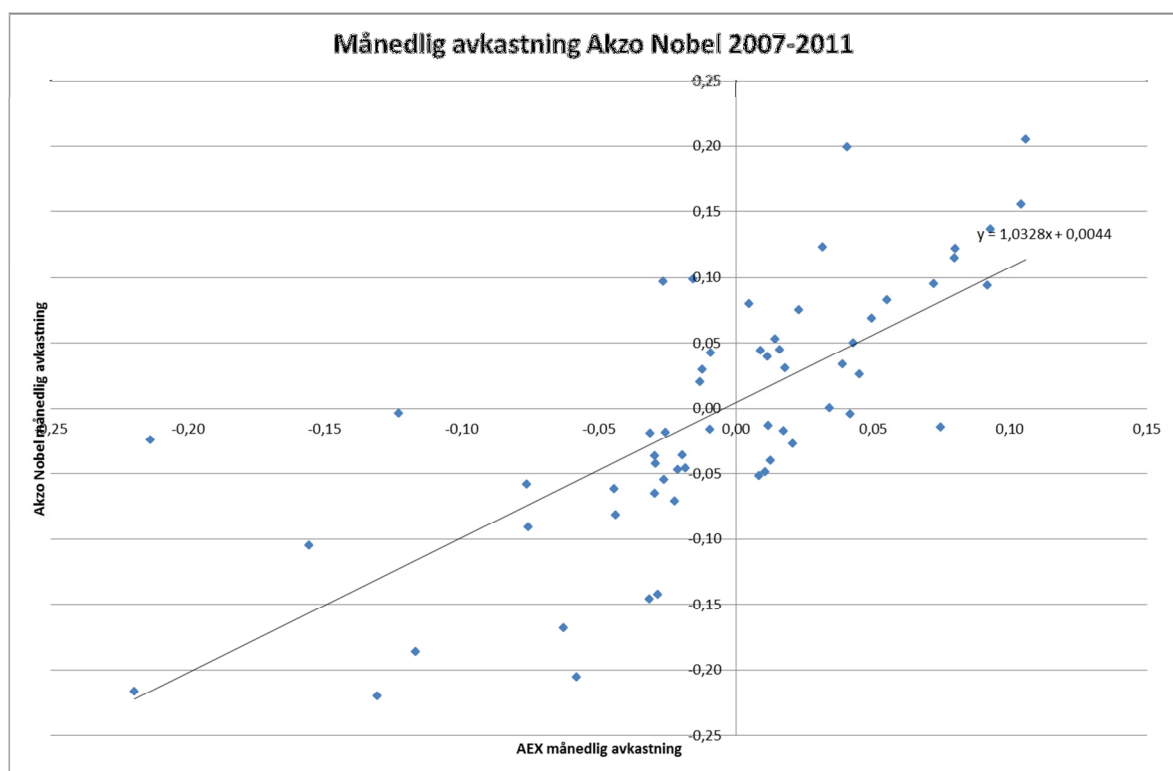
4.1.1 Beta-verdi

I følge kapitalmarked-modellen CAPM (Capital Asset Pricing Model) drives et selskaps forventede avkastning av beta-verdien. Et selskaps beta-verdi forteller hvor mye aksjekursen i selskapet varierer i forhold til svingningene i markedet generelt og brukes ofte som mål på den relative risikoen forbundet med en aksje (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Fordi Jotun ikke er børsnotert, finnes det ikke daglige aksjekurser tilgjengelig for selskapet. Jeg har derfor valgt å beregne beta for det nederlandske selskapet AkzoNobel, som er verdens største produsent av maling og lakk[14]. Både produktmiksen og den geografiske utstrekningen av virksomheten er sammenlignbar med Jotuns så det er rimelig å anta at en beta for AkzoNobel også er representativ for Jotuns bransjerisiko, selv om AkzoNobel er sterkere representert i både Nord- og Sør Amerika. Siden AkzoNobel er notert på børsen i Amsterdam, har jeg valgt AEX-indeksen som mål på den systematiske markedsrisikoen. AEX-indeksen er den mest kjente indeksen i det nederlandske aksjemarkedet og består av de 25 mest omsatte aksjene på den nederlandske børsen Euronext Amsterdam, vektet etter

omsetningstall. I følge børsens hjemmeside gir indeksen et rimelig bilde av den nederlandske økonomien[15].

Ut fra empiriske data kan man estimere en beta med regresjonsanalyse av avkastningen på selskapets aksjer mot avkastningen på en markedsindeks. Det vanlige er å bruke månedlig avkastning over fem år (60 perioder), siden kortere tidsperioder som daglig eller ukentlig avkastning kan føre til feil på grunn av ekstremobservasjoner (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). En lineær regresjon har formen $R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$, hvor R_i er avkastning for selskapet, R_m er markedsavkastningen, og α er en konstant. Det er viktig at α ikke tolkes som selskapets avkastning om markedet står stille. Siden det er avkastningen, ikke prisen, man skal utføre regresjonen på, tok jeg den naturlige logaritmen, \ln , av henholdsvis den månedlige avkastningen på AkzoNobel-aksjen og endringen i indeksen.



Figur 4: Månedlig avkastning AkzoNobel og AEX-indeksen 2007-2011

Stigningstallet til regresjonslinjen i figuren ovenfor er allment kjent som aksjens beta. Resultatene fra regresjonsanalysen av de siste 60 månedene vises nedenfor:

Tabell 3: Resultater fra regresjonsanalyse av månedlig avkastning for AkzoNobel og AEX-indeksen.

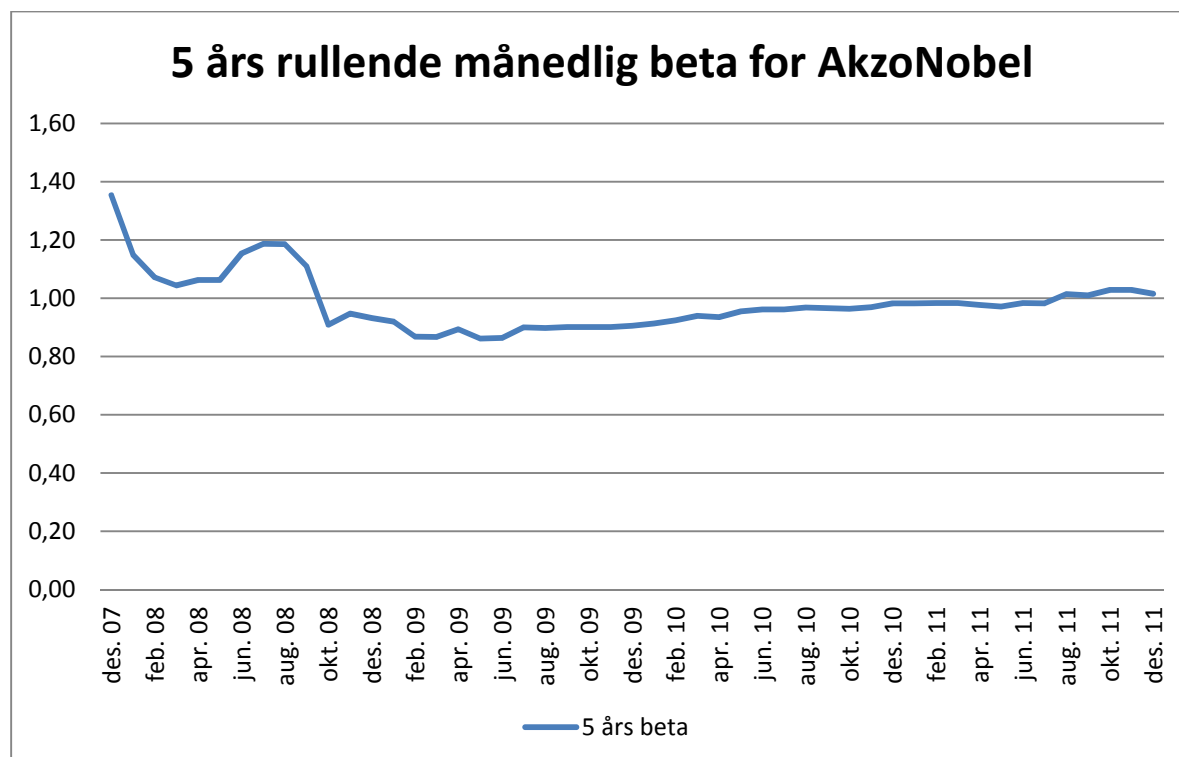
| | Koeffisienter | Standardfeil | t-Stat | P-verdi | Nederste 95% | Øverste 95% |
|----------------|---------------|--------------|------------|------------|--------------|-------------|
| Skjæringspunkt | 0,00438766 | 0,00864768 | 0,50738024 | 0,61381197 | -0,01292255 | 0,02169787 |
| X-variabel 1 | 1,03281573 | 0,12689174 | 8,13934559 | 3,5785E-11 | 0,77881431 | 1,28681714 |

Koeffisienten foran X_1 er råbetaen fra regresjonen og som vi ser, er den estimerte β fra siste 60 observasjoner 1,0328.

| Regresjonsstatistikk | |
|----------------------|------------|
| Multipel R | 0,73020219 |
| R-kvadrat | 0,53319524 |
| Justert R-kvac | 0,52514688 |
| Standardfeil | 0,06655806 |
| Observasjone | 60 |

Regresjonsstatistikken viser at R^2 er 0,533. Dette vil si at 53,3 % av variasjonen i AkzoNobels avkastning er forklart i regresjonen.

For å undersøke om betaen har endret seg over tid har jeg undersøkt rullende 5 års beta. Jeg har ikke funnet data for aksjekursen til AkzoNobel lenger tilbake enn januar 2003, så første beregning av 5 års månedlig beta er derfor desember 2007.



Figur 5: Utvikling i fem års rullende månedlig beta for AkzoNobel

Selv om utviklingen i AkzoNobels betaverdi har vært relativt stabil kan man konkludere med at det var en klar nedgang i begynnelsen og slutten av 2008, mens det var en klar oppgang i midten av det året. Disse svingningene kan ha med finanskrisens utbrudd å gjøre. Fra midten av 2009 har den femårige betaen steget jevnt mot 1, hvor den omtrent ligger i dag. Dette stemmer med teorien om at betaverdier konvergerer mot 1 over tid etter at markedet har vært utsatt for sjokk (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Siden den rullende betaen ser ut til å ha stabilisert seg rundt 1, antar jeg at estimatet fra regresjonsanalysen er en god prognose på betaverdien på mellomlang sikt.

4.1.2 Egenkapitalens avkastningskrav

Den beregnede beta-verdien for selskapet brukes i CAPM-modellen til å beregne avkastningskravet på egenkapitalen. De andre parametrene i beregningen er den risikofrie renten og markedets forventede risikopremie (definert som forskjellen mellom forventet avkastning for markedet og den risikofrie renten). Begge disse er felles for alle selskap i samme aksjemarked, slik at det kun er betaverdien som utgjør forskjellene i forventet avkastning mellom ulike selskap. Formelen for forventet avkastning på egenkapitalen i selskap i er:

$$k_e = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

Hvor:

$E(R_i)$ = forventet avkastning på egenkapitalen i selskap i ,

r_f = den risikofrie renten,

β_i = aksjens risiko i forhold til markedet (beskrevet i forrige avsnitt)

$E(R_m)$ = forventet markedsavkastning

Som risikofri rente har jeg valgt å bruke norske 5 års statsobligasjoner. Den 31.12.2010 var renten på 5 års statsobligasjoner 3,05 % [16]. Aksjemarkedets risikopremie er definert som forskjellen mellom markedets risiko og risikofri rente. Gjennomsnittlig forventet risikopremie for det norske aksjemarkedet er 5,5 %, i følge Fernández, Aguirreamalloa og Corres (2011) sin undersøkelse, mens median er 5 %. Revisor og konsulentselskapet PwC har gjennomført en lignende undersøkelse, og deres resultater samsvarer med dette. De har funnet et gjennomsnitt på 5,2 %, mens median også der er 5 % (PwC Norge, 2011). Jeg har valgt å bruke medianverdien fra begge undersøkelsene i min beregning av forventet avkastning på

egenkapitalen. I forrige delkapittel ble det beregnet en representativ betaverdi for Jotun på 1,0328.

Ved å sette inn verdiene i formelen finner man at egenkapitalens avkastningskrav er:

$$k_e = 0,0305 + 1,0328(0,05) = 0,0821 = 8,21\%$$

4.1.3 Vektet kapitalavkastningskrav (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) representerer alternativkostnadene for alle selskapets investorer ved å investere i det aktuelle selskapet og brukes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. I dette tilfellet ses både aksjonærer og långivere på som investorer. WACC skal gjenspeile det reelle forholdet mellom egenkapital og gjeld som selskapet er finansiert med, vektet etter markedsbasert verdi i stedet for bokført verdi (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Formelen for beregning av WACC er:

$$WACC = \frac{G}{TK} k_g (1 - T_m) + \frac{EK}{TK} k_e$$

Hvor:

G = markedsverdi gjeld,

EK = markedsverdi på egenkapital,

TK = selskapets total kapital,

k_g = gjeldskostnader (rente),

k_e = avkastningskravet på egenkapitalen og

T_m = selskapets marginale skattesats.

Markedsverdien på Jotuns egenkapital er langt høyere enn bokført verdi. Bokført aksjekapital har forutsatt en aksjepris på kun 300 kr per aksje, mens budet fra Orkla til sammenligning var på 70.000 kr per A-aksje. Jeg har valgt å bruke gjennomsnittet av hva analytikerne mente selskapet var verdt på det tidspunktet da budet ble gitt, gjengitt i Dagens Næringsliv[17], som var 12 milliarder kroner. Dette gir en samlet verdi av egenkapitalen på drøyt 16,6 milliarder. I følge Koller et. al. (2010) gir bokført verdi et tilstrekkelig godt anslag av gjeldens markedsverdi. Som gjeldskostnad har jeg brukt gjennomsnittlig rentesats betalt av Jotun i perioden 2005-2010. Dette er også rentesatsen som er brukt til å beregne rentekostnader i prognoseperioden. Marginal skattesats skal samsvare med skattesatsen som er brukt til å beregne NOPLAT, og er derfor 28 %.

Ved å sette inn disse tallene i formelen finner man at vektet kapitalavkastningskrav, WACC, for Jotun er:

$$WACC = 19,1\% * 7,2\%(1 - 0,28) + 80,9\% * 8,21\% = 7,63\%$$

4.2 Kontantstrømbasert verdivurdering

Kontantstrømbaserte modeller regnes som den fortrukne metoden for verdivurdering av et selskap siden verdien beregnes ut fra kontantoverskuddet fra selskapet, noe som også er det som genererer verdi for eierne (Boye & Meyer, 2008). Kort sagt går kontantstrømbaserte modeller ut på at man lager prognoser for budsjettene frem i tid og beregner kontantoverskudd i disse årene basert på historiske regnskapstall. De frie kontantstrømmene diskonteres deretter med henholdsvis total kapitalens eller egen kapitalens avkastningskrav, avhengig av hvilken metode man benytter seg av. Forskjellen mellom metodene er at man med egen kapitalmetoden beregner fremtidige kontanttilskudd til egen kapitalen, og dermed finner beløpet som kan utbetales til eierne uten at det går ut over driften. Med total kapitalmetoden beregnes kontanttilskudd som kan utbetales til både eiere og kreditorer. Det er også mulig å komme frem til verdien av egen kapitalen via total kapitalmetoden ved å trekke verdien av rentebærende gjeld fra selskapsverdien.

Dersom metodene blir anvendt riktig, og de samme forutsetningene benyttes, vil metodene gi samme resultat. Det blir derfor en smakssak hvilken av metodene man benytter. I tillegg vil det avhenge av blant annet kapitalstrukturen i selskapet man vurderer verdien av, hvilken metode som er mest praktisk. For eksempel vil det i følge Koller et al. (2010) være mest hensiktsmessig å bruke egen kapitalmetoden i selskap med ustabil kapitalstruktur. Jotun har hatt en stabil kapitalstruktur med meget lite opptakelse av ny gjeld i forhold til selskapets størrelse. Fordi det ikke er noen usikkerhet rundt kapitalstrukturen har jeg valgt total kapitalmetoden siden jeg føler den er mer oversiktlig.

I motsetning til «kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter» som rapporteres i selskapenes årsrapporter, er fri kontantstrøm uavhengig av finansiering og regnskapsposter som ikke er driftsrelaterte. Fri kontantstrøm kan ses på som kontantstrømmen etter skatt, dersom selskapets eiendeler kun var relatert til driften av kjernevirksomheten, og bedriften var

finansiert kun med egenkapital (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010). Verdien man kommer frem til med kontantstrømbaserte modeller, består av nåverdien av prognostisert kontantstrøm i prognoseperioden pluss nåverdien av selskapets kontantstrøm etter prognoseperioden.

| | | | |
|-----------------|---|---|---|
| Verdi av drift= | Nåverdi av kontantstrøm i prognoseperioden | + | Nåverdi av kontantstrøm etter prognoseperioden |
|-----------------|---|---|---|

Figur 6: Verdi av driften

Nåverdien av en fremtidig kontantstrøm beregnes ved å diskontere kontantstrømmen ved hjelp av det relevante avkastningskravet. For totalkapitalmetoden er formelen for nåverdien av en fremtidig kontantstrøm:

$$V_0 = CF_t(1 + WACC)^{-t}$$

Hvor:

V_0 = Nåverdi av kontantstrømmen

CF_t = Kontantstrøm i periode t

WACC = Vektet kapitalavkastningskrav

Siden denne formelen er noe bortimot allment kjent vil jeg ikke utbrodere ytterligere dens nytte og anvendelsesområder.

4.2.1 Omgruppering av regnskapet

For å utføre en verdivurdering basert på regnskapstall er det nødvendig å omgruppere regnskapet for å få frem kontantstrømmen som er knyttet til driften. Jeg har analysert Jotuns konsernregnskap for årene 2005-2010, og disse regnskapene ligger i vedlegg 1. Mens vanlig balanseoppstilling fokuserer på forskjellen mellom anleggs- og omløpsmidler, kortsiktig og langsiktig gjeld, er det med tanke på å utføre en verdivurdering av selskapet mer interessant å se på forskjellene mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler (Gjesdal, 2007). Koller et al. (2010) har vist omorganiseringen for å få frem investert kapital på en grei og oversiktlig måte: Utgangspunktet er den tradisjonelle balanseoppstillingen:

$$Eiendeler = Gjeld + Egenkapital$$

Eiendelene kan deles opp i driftsrelaterte og ikke driftsrelaterte eiendeler, mens gjelden kan deles opp i driftsrelatert og finansiell gjeld, slik at man får:

$$\begin{aligned} & \text{Driftsmessige eiendeler} + \text{Ikke driftsmessige eiendeler} \\ & = \text{Driftsmessige forpliktelser} + \text{finansiell gjeld} + \text{egenkapital} \end{aligned}$$

Flytter man driftsrelatert gjeld til den andre siden, får man finansieringskilder alene på ene siden og investert kapital (Driftsmessige eiendeler – driftsmessige forpliktelser) på den andre siden. Forpliktelser består ikke bare av rentebærende gjeld og driftsmessige forpliktelser, men også av gjeldsekvivalenter som pensjonsforpliktelser og egenkapital-ekvivalenter som utsatt skatt og avsatt utbytte (Koller et al., 2010).

$$\begin{aligned} & \text{Investert kapital} + \text{Ikke driftsmessige eiendeler} = \text{Totale midler investert} \\ & = \text{Gjeld og gjeldsekvivalenter} + \text{Egenkapital og EK – ekvivalenter} \end{aligned}$$

De driftsmessige eiendelene som inngår i arbeidskapitalen tilsvarer omløpsmidlene bortsett fra at jeg har delt opp regnskapsposten «bankinnskudd, kontanter og lignende» i nødvendig likviditet og overskuddslikviditet. Koller, Goedhart og Wessels (2010) anslår nødvendig likviditet til 2 % av driftsinntektene, basert på observert praksis mellom 1993 og 2000 i ikke-finansielle selskap som inngår i S&P 500. Førsteamanuensis Odd-Birger Hansen hevdet på Universitetet i Tromsø høsten 2010 at 2 % ofte var et for lavt anslag, og at det for norske forhold ofte var mer riktig med 4 % nødvendig likviditet, men at dette ble en individuell vurdering. Etter å ha vurdert litt frem og tilbake velger jeg å bruke 4 %, siden bankinnskudd, kontanter og lignende er en såpass stor post at selv med en nødvendig likviditet på 4 % av omsetningen må omtrent halvparten av Jotuns bankinnskudd anses som overskuddslikviditet de seneste årene. Overskuddslikviditet klassifiseres som en ikke driftsmessig eiendel i den omgrupperte balanseoppstillingen.

Varige driftsmidler og immaterielle eiendeler legges til arbeidskapitalen for å finne investert kapital. Legger man i tillegg til ikke driftsmessige eiendeler, finner man totale midler investert som så avstemmes mot finansieringssiden.

Tabell 4: Sammenstilling av den omgrupperte balansen for regnskapsårene 2005-2010.

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Sum driftsmessige eiendeler: | 3 205 104 | 3 598 679 | 3 699 715 | 5 520 205 | 4 514 436 | 5 685 804 |
| - Sum driftsmessige forpliktelser: | 1 377 160 | 1 607 738 | 1 789 644 | 2 485 485 | 2 115 786 | 2 566 521 |
| = Arbeidskapital: | 1 827 944 | 1 990 941 | 1 910 071 | 3 034 720 | 2 398 650 | 3 119 283 |
| + Varige driftsmidler | 1 756 525 | 1 667 752 | 1 749 143 | 1 274 356 | 1 378 845 | 1 385 921 |
| + Immatrielle eiendeler | 161 176 | 217 398 | 248 231 | 218 262 | 244 797 | 216 025 |
| = Investert kapital | 3 429 890 | 3 614 583 | 3 402 689 | 5 032 094 | 4 283 800 | 5 036 984 |
| + Sum ikke driftsrelaterede eiendeler: | 314 027 | 413 684 | 801 952 | 414 519 | 892 080 | 1 054 881 |
| = Totale midler investert: | 3 743 917 | 4 028 267 | 4 204 641 | 5 446 613 | 5 175 880 | 6 091 865 |

Sett fra finansieringssiden består samlet gjeld i tillegg til rentebærende gjeld, av pensjonsforpliktelser som en gjeldsekvivalent, siden det er penger bedriften skal betale til de ansatte i fremtiden. Avsatt utbytte og *andre avsetninger for forpliktelser* er egenkapital-ekvivalenter, siden de ikke kan klassifiseres som rentefri driftsrelatert gjeld. Det er poster som ennå ikke er utbetalt, og i følge Gjesdal (2007) må de dermed inngå i sysselsatt kapital frem til utbyttet utbetales eller kostnaden det er avsatt for påløper. *Utsatt skatt* er en justeringspost for å utlikne forskjellen mellom regnskapsmessig og skattemessige avskrivninger, og jeg har derfor klassifisert det som egenkapital-ekvivalent.

Tabell 5: Summert oppstilling av sysselsatt kapital beregnet fra finansieringssiden:

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Langsiktig gjeld: | 144 086 | 56 567 | 61 807 | 168 379 | 237 079 | 191 923 |
| Kortsiktig rentebærende gjeld: | 508 706 | 682 882 | 686 825 | 903 846 | 421 013 | 681 621 |
| Pensjonsforpliktelser | 118 325 | 107 924 | 108 846 | 120 781 | 174 519 | 148 984 |
| Sum gjeld og gjeldsekvivalenter: | 771 117 | 847 373 | 857 478 | 1 193 006 | 832 611 | 1 022 528 |
| Egenkapital: | 2 810 942 | 2 986 786 | 3 125 571 | 4 020 353 | 4 040 985 | 4 732 636 |
| Andre avsetninger for forpliktelser | 7 960 | 119 | 0 | 2 440 | 55 790 | 55 563 |
| Utsatt skatt | | 22 989 | 16 393 | 25 613 | 20 772 | 24 639 |
| Avsatt utbytte | 153 900 | 171 000 | 205 200 | 205 200 | 225 720 | 256 500 |
| Sum egenkap. og egenkapitalekv.: | 2 972 802 | 3 180 894 | 3 347 164 | 4 253 606 | 4 343 267 | 5 069 338 |
| Sysselsatt kapital: | 3 743 919 | 4 028 267 | 4 204 642 | 5 446 612 | 5 175 878 | 6 091 866 |

Vi ser at med unntak av noen små avrundingsdifferanser, er sysselsatt kapital og totale midler investert identisk.

Når man omgrupperer resultatregnskapet for å komme frem til NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes), er det helt essensielt å definere NOPLAT konsistent med definisjonen av investert kapital og kun inkludere overskuddet som er generert av investert kapital (Koller et al., 2010). Samtidig er det ønskelig å få frem skillet mellom normal og unormal inntjening (Gjesdal, 2007). NOPLAT er definert som EBITA (Earnings Before Interest, Taxes and Amortisation) minus beregnede skatter, som i Norge er 28 %. Grunnen til at man bruker EBITA i stedet for EBIT er at i motsetning til varige driftsmidler, kostnadsføres investeringer i immaterielle eiendeler idet de kjøpes i stedet for at de kapitaliseres. Hvis en patent utløper og selskapet ønsker å investere i ny patent på varen, vil reinvesteringen bli kostnadsført samtidig som det opprinnelige patentet nedskrives. For å unngå denne dobbeltregistreringen, brukes EBITA som utelukker avskrivning av immaterielle eiendeler.

For å komme frem til EBITA, har jeg tatt utgangspunkt i den vanlige beregningen av driftsresultat. Siden posten «avskrivninger» i Jotuns resultatregnskap består av både avskrivninger på varige driftsmidler og nedskrivning av immaterielle eiendeler har jeg funnet informasjon i notene til regnskapet og trukket ut den delen av avskrivningene som gjelder nedskrivning av immaterielle eiendeler. Skattekostnaden som er beregnet er flat skatt på 28 % og tar ikke hensyn til fradrag for finanskostnader.

Tabell 6: Omgruppert resultatregnskap for Jotun 2005-2010:

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| Driftsinntekter | 6 710 212 | 7 732 966 | 8 872 209 | 10 442 250 | 11 218 703 | 12 002 743 |
| Beholdningsendring ferdigvarer | 0 | 0 | 24 854 | 348 089 | 342 203 | -213 056 |
| Varekostnad | 3 563 835 | 4 218 105 | 4 866 001 | 5 427 487 | 5 584 646 | 6 687 445 |
| Lønnskostnad | 1 178 163 | 1 232 225 | 1 337 329 | 1 699 321 | 1 754 280 | 1 806 707 |
| Avskrivninger av varige driftsmidler | 173 504 | 188 646 | 187 250 | 193 343 | 238 002 | 267 740 |
| Tap på krav | 23 444 | 34 764 | 22 959 | 57 583 | 82 003 | 7 980 |
| Andre driftskostnader | 1 204 544 | 1 381 176 | 1 590 984 | 1 762 153 | 2 036 189 | 2 073 244 |
| Sum driftskostnader: | 6 143 490 | 7 054 916 | 8 029 377 | 9 487 976 | 10 037 323 | 10 630 060 |
| EBITA | 566 722 | 678 050 | 842 832 | 954 274 | 1 181 380 | 1 372 683 |
| - Skatt (28 %) | -158 682 | -189 854 | -235 993 | -267 197 | -330 786 | -384 351 |
| = NOPLAT | 408 040 | 488 196 | 606 839 | 687 077 | 850 594 | 988 332 |

Vi ser at på fem år er resultatet mer enn doblet, og omsetningen har økt med i underkant av 80 %.

4.2.2 Prognoseperioden

I følge Koller et al. (2010) må prognoseperioden være lang nok til at bedriften når en stabil vekstsituasjon. En slik situasjon kjennetegnes ved at selskapet vokser med en konstant rate ved å reinvestere en fast andel av overskuddet i bedriften hvert år, samt at selskapet oppnår en konstant avkastning på både eksisterende kapital og nye investeringer. Koller et al. (2010) anbefaler at prognoseperioden bør være på omtrent 10-15 år, mens Boye og Meyer (2008) skisserer 5-15 års prognostisering. Jotun er en veletablert bedrift som allerede i dag har god vekst å vise til over mange år. Bedriften har en uttalt strategi om organisk vekst, og investerer store deler av overskuddene i nye fabrikker som igjen sikrer fremtidig vekst. Jeg har valgt en prognoseperiode på 15 år, siden jeg ønsker at så stor del av selskapsverdien som mulig skal komme fra detaljerte prognoser, ikke fra terminalverdien. Med en lang prognoseperiode er det dessuten mindre sannsynlig at man ender opp med en undervurdering av selskapet. Lengre prognoseperiode anser jeg som unødvendig siden Jotun verken er en nyoppstartet bedrift i sterk vekst eller spesielt utsatt for svingninger i resultatet som følge av konjunktursvingninger i økonomien.

Tilnæringer til prognostisering av fremtidige inntekter

I følge Koller et al. (2010) bør man begynne prosessen med å estimere fremtidig inntjening ved å prognostisere utviklingen i fremtidige inntekter. Det er to mulige tilnæringer til prognostisering av fremtidige inntekter, nemlig «top down»-tilnærming og «bottom up»-tilnærming. Ved en top down- tilnærming begynner man med å anslå total markedsstørrelse og pris og prognostiserer selskapets inntekter ut fra antatt utvikling i selskapets markedsandel. I modne markeder vokser totalmarkedet sakte og er tett knyttet til den generelle veksten i økonomien, slik at man som analytiker bør fokusere sin analyse på å estimere selskapets markedsandel. Foruten å studere historisk utvikling i selskapet bør man fokusere analysen på hvordan selskapet er posisjonert med tanke på fremtidig økonomisk vekst. På kort sikt bør man ta utgangspunkt i selskapets uttalte kapasitet og planer når man anslår vekstpotensialet. Dessuten bør man se på hvor innovativt selskapet er, for å kunne si noe om hvor godt rustet det er for å vinne markedsandeler i fremtiden. Gode produkter og service kan kapre markedsandeler, mens man kan tape markedsandeler dersom konkurrentene lanserer produkter med bedre egenskaper eller kvalitet. Dette er et sentralt punkt for malingsindustrien.

En bottom up-tilnærming tar utgangspunkt i selskapets egne prognoser for utviklingen i etterspørselen etter bedriftens produkter. I følge Koller et al. (2010) bør disse prognosene ta utgangspunkt i selskapets anslag for fremtidige kjøp fra eksisterende kunder, om mulig ut fra kundenes egne anslag om utviklingen i omsetning i deres virksomhet. Man kommer da frem til fremtidige inntekter fra eksisterende kunder ved å aggregere på tvers av kundebasen. Deretter anslås andelen kunder som forsvinner og tilgangen på nye kunder, samt hvor store inntekter det er rimelig å anta at de nye kundene vil tilføre. Kombinert med forventet prisutvikling har man da estimert fremtidige inntekter ut fra en bottom-up tilnærming.

Med tanke på å estimere fremtidige inntekter for Jotun er det imidlertid problemer knyttet til begge tilnærmingene. Hovedproblemet med en bottom up-tilnærming er at jeg ikke har hatt tilgang til historiske salgstall per kunde eller selskapets prognoser for salgstall i fremtiden. Dette er informasjon som hele tilnærmingen baserer seg på, og jeg innså at denne tilnærmingen ville være vanskelig å bruke. Med tanke på en top down-tilnærming opererer Jotun i svært mange forskjellige markeder med ulik utvikling i markedsstørrelse og pris. Beregninger av markedsstørrelse og markedsandeler er vanskelige å finne for maling og lakkbransjen. Det finnes rapporter om markedet fra for eksempel International Paint and Printing Inc Council, men det som finnes, virker å være rapporter for produsenter i markedet og derfor langt mer kostbare enn det kostnadsrammen for denne oppgaven tilsier.

Jeg har derfor estimert fremtidige inntekter med utgangspunkt i en top down-tilnærming, men på grunn av manglende informasjon har jeg måttet ta tatt noen forenklede forutsetninger. Jeg har undersøkt historisk årlig vekst i omsetningen per divisjon, og ut fra informasjon i selskapets årsberetning laget en prognose for utviklingen i de divisjonsvise vekstratene. Prosessen med estimering av fremtidige regnskapstall er i sin helhet beskrevet i kapittel 6.

4.2.3 Terminalverdi

Ved å gjøre enkle forutsetninger om selskapets økonomiske prestasjoner i fremtiden, kan man ved hjelp av en enkelt formel beregne verdien av de forventede kontantstrømmene etter prognoseperioden i stedet for å utarbeide spesifikke prognoser for hvert år. Det er også mulig å beregne verdien ved prognoseperiodens slutt ved hjelp av resultatbaserte modeller, men siden jeg har basert meg på fri kontantstrøm i prognoseperioden, holder jeg meg til det. For å

finne verdien av selskapets frie kontantstrøm etter prognoseperioden kan man for eksempel bruke *Gordons formel for konstant vekst* (Boye & Meyer, 2008).

$$V_t = \frac{CF_{t+1}}{k - g}$$

Hvor:

V_t = verdien i år t (her: 2025),

CF_{t+1} = fri kontantstrøm i første år etter prognoseperioden (her: 2026),

k = kapitalavkastningskravet (her: WACC) og

g = konstant vekstrate etter prognoseperioden.

Siden t i dette tilfellet er år 2025, må man prognostisere for ett år ekstra etter prognoseperioden for å komme frem til fri kontantstrøm i 2026. Gordons formel forutsetter at vekstraten og avkastningskravet er konstante etter prognoseperioden, noe som naturligvis er en kraftig forenkling av virkeligheten.

I tiden etter prognoseperioden er det vanlig å anta at bedriften har nådd et stadium hvor det ikke lenger er mulig å opprettholde en vekst som er større enn markedets vekst. Jeg har i min beregning av terminalverdien antatt at Jotun vil ha en årlig vekst tilsvarende median vekstrate for kjemisk industri mellom 1997 og 2007, som i følge Koller et al. (2010) var 3 %. Fri kontantstrøm i 2026 har jeg beregnet til å bli i overkant av 1,5 milliarder kroner, mens WACC er beregnet i et tidligere avsnitt til å være 7,63 %.

4.2.4 Verdi av driften

Verdien av driften finner man ved å legge sammen summen av diskontert fri kontantstrøm i prognoseperioden med nåverdien av terminalverdien.

$$\text{Verdi av drift} = \sum_{t=1}^n (FCF_t * (1 + WACC)^{-t}) + \text{Terminalverdi} * (1 + WACC)^{-n}$$

Hvor:

FCF_t = fri kontantstrøm i periode t .

WACC = Vektet kapitalavkastningskrav

n = Antall år i prognoseperioden (Her: 15)

4.2.5 Selskapsverdi og egenkapitalverdien

Når man har funnet nåverdien av selskapets drift, vil man ved å legge til verdien av ikke driftsmessige eiendeler komme frem til selskapsverdi. Selskapsverdien er uavhengig av finansiering og er verdien som er tilgjengelig for selskapets kreditorer og aksjonærer. Om man deretter trekker fra verdien av gjeld, kommer man frem til verdien av egenkapitalen, som er den verdien som eies av aksjonærene. I følge Koller et al. (2010) gir siste bokførte verdi et rimelig anslag på verdien av gjeld og ikke driftsmessige eiendeler. Jeg har derfor brukt bokført verdi per 31.12.2010.

Tabell 7: Beregning av selskapsverdi og egenkapitalverdi ut fra verdien av driften ved total kapitalmetoden.

| Total kapitalmetoden |
|--|
| Sum diskontert kontantstrøm i prognoseperioden |
| + Sum diskontert kontantstrøm etter prognoseperioden |
| = Verdi av driften |
| + Verdi av ikke driftsmessige eiendeler |
| = Selskapsverdi |
| - Verdi av gjeld |
| = Egenkapitalverdi |

4.2.6 Verdi per aksje

Verdien per aksje finner man ved å dele beregnet egenkapitalverdi på antallet utestående aksjer i selskapet. Den beregnede verdien per aksje tar ikke hensyn til kontrollpremien og er derfor lik for A- og B-aksjer i selskap med flere aksjeklasser. I Jotun er det 114 000 A-aksjer og 228 000 B-aksjer, til sammen 342 000 utestående aksjer.

4.3 Beregning av kontrollpremie med Rydqvists modell

Rydqvist (1996) sin modell for beregning av kontrollpremien i et selskap som er beskrevet i teorikapittelet, inneholder en rekke parametere som må anslås for å beregne kontrollpremien knyttet til A-aksjene i Jotun. Jeg har valgt å begynne med parametrene e_i og e_r som angir nåværende makthaver i selskapet (incumbent) og rivalens nåværende eierandel. I dette tilfellet er det andelen stemmer, og ikke andelen aksjer som blir mest riktig å bruke, siden parametrene indikerer hvor stor makt de ulike kontrollblokkene har i selskapet i dag. Det er naturlig å se på Gleditsch-familien som én kontrollblokk, slik at $e_i = 59\%$. Rivalen i

maktkampen er Orkla som gjennom sitt heleide datterselskap Lilleborg eier 38,1 % av stemmene i Jotun slik at $e_r = 38,1 \%$.

Ut fra nåværende eierandeler kan man beregne sannsynligheten for at aksjer tilbys til motstanderen, som i modellen tilsvarende parametrene f_i og f_r . I følge Rydqvist (1996) kan dette estimeres som henholdsvis $f_i = \frac{(0,5-e_i)}{(1-e_i)}$ og $f_r = \frac{(0,5-e_r)}{(1-e_r)}$. Ved å sette inn Lilleborgs eierandel i formelen kommer man frem til at sannsynligheten for at de vil tilby aksjer til rivalen, $f_r = 0,192$. Når tilsvarende beregning skal gjøres for nåværende kontrollblokkeier, støter jeg på et problem. Det er en forutsetning for modellen at ingen av rivalene i maktkampen har en høyere eierandel enn 50 %, og om man setter inn Gleditsch-familiens eierandel på 59 % i formelen for f_i , kommer man frem til en negativ sannsynlighet for at familien kommer til å tilby aksjer til Orkla ved et fremsatt bud. I tillegg til at negativ sannsynlighet ikke er teoretisk mulig, vil det også forkludre beregningene i modellen. Jeg har derfor gjort en antagelse for verdien av f_i . Uttalelser fra familiemedlemmer i tiden etter Orklas tilbud tyder på at f_i er svært liten, men samtidig eies Jotun i dag av 3. og 4. generasjons etterkommere etter grunnlegger Odd Gleditsch senior, og det er ikke usannsynlig at noen familiemedlemmer innerst inne kunne tenke seg å selge seg ut. På bakgrunn av dette har jeg anslått f_i til å være 0,1.

Parameteren z angir rivalens potensielle gevinst ved overtakelse. Gevinsten deles opp i αz og βz , hvor $\alpha + \beta = 1$. αz er effektivitetsforbedring i målselskapet som kan være både positiv og negativ, mens βz er private fordeler for rivalen fratrukket overtakelseskostnadene. Siden Orkla er inne på eiersiden i Jotun i dag, men ønsker seg kontroll over selskapet, er det rimelig å anta at de mener det finnes potensielle effektivitetsforbedringer, slik at $\alpha > 0$. Jeg har antatt $\alpha = 0,3$ og $\beta = 0,7$. Det er vanskelig å gi en skjønnsmessig vurdering av rivalens potensielle gevinst ved overtakelse, og jeg valgte derfor en matematisk tilnærming ut fra at formelen for rivalens indifferensbud.

Rivalens indifferensbud beregnes i følge Rydqvist (1996) med følgende formel:

$$p_r = \frac{0,5\alpha z + \beta z}{0,5 - e_r(1 - f_i)}$$

Orklas bud på A-aksjene i Jotun var 70 000 kr per aksje, og det er derfor rimelig å anta at rivalens (Orklas) indifferensbud var rett i overkant av dette. Siden alle parametre i formelen

bortsett fra z nå er kjent, har jeg brukt denne formelen til å beregne z . Etter litt prøving og feiling kom jeg frem til at $z = 13000$ gir $p_r = 70.337$ ut ifra formelen.

Parameteren q er kontrollerende eiers private fordeler av kontroll, og må ses i sammenheng med βz som er rivalens private gevinst ved overtakelse, fratrukket overtakelseskostnadene. βz er med overnevnte antagelser anslått til å være 9100. Dersom Orklas antagelse om at det finnes potensielle effektivitetsforbedringer er riktige, er det rimelig at dagens private fordeler av kontroll er noe lavere. Jeg har derfor antatt at q er 8000, noe som ikke synes å være urimelig høyt siden selskapet for eksempel utbetalte 750 kroner som utbytte per aksje for 2010.

Etter at de overnevnte forutsetninger er tatt kan man beregne kontrollerende eiers indifferensbud med formel (1) fra Rydqvist (1996):

$$p_i = \frac{q - e_i(1 - f_r)\alpha z}{0,5 - e_i(1 - f_r)}$$

Ved innsetting i formelen kommer man frem til at kontrollerende eiers indifferensbud er hele 262 172 kroner.

Opprinnelig var det forutsatt at B-aksjene ikke hadde stemmerett, og at aktørene i kontrollkonflikten ikke eide B-aksjer. Rydqvist (1996) har derfor innført parametrene w_i og w_r , som angir kontrollerende eier og rivalens andel av stemmene i selskapet. I de opprinnelige formlene for indifferensbudene med to aksjeklasser var e_i og e_r i nevnerne erstattet med w_i og w_r , samt at hele brøken ble multiplisert med $(1/S_A)$, hvor S_A angir A-aksjenes andel av egenkapitalen. Siden B-aksjene i Jotun har stemmerett og begge aktørene eier B-aksjer, har jeg gjort en liten tilpasning av modellen. Ved å bruke andelen stemmer i stedet for andel av aksjekapitalen som e_i og e_r gjenspeiles aktørenes andel av stemmene på riktig måte i uttrykkene, samtidig som jeg unngår å bryte disse forutsetningene.

De siste parametrene som må anslås er π_i og π_r , som er sannsynligheten for kontrollkonflikt som henholdsvis nåværende kontrollerende eier og rivalen vinner. Siden jeg undersøker en situasjon hvor det har blitt fremsatt et bud, vet man med sikkerhet at summen av de to sannsynlighetene er 1. Jeg har deretter forutsatt at parametrene angir sannsynligheten for hvem som vinner kontrollkonflikten før noen av uttalelsene fra medlemmer av Gleditsch-

familien i etterkant av budet ble kjent. Familien har også en rekke ganger tidligere uttalt at de er langsiktige eiere i Jotun, så jeg har derfor lagt en klar overvekt på sannsynligheten for at utfallet av kontrollkonflikten ble at kontrollerende eier vant. Samtidig har naturlig nok Orkla hatt et håp om å lykkes med overtakelsen, slik at jeg har anslått π_r til å være 0,25. π_i blir dermed 0,75.

Tabell 8: Parametere i Rydqvist (1996) sin modell for beregning av kontrollpremie

| Antatte parametere: | | Bregnede parametere | |
|---------------------|--------|---------------------|---------|
| $e_i =$ | 59 % | $f_r =$ | 0,192 |
| $e_r =$ | 38,1 % | $p_i =$ | 262 172 |
| $f_i =$ | 0,1 | $p_r =$ | 70 337 |
| $\alpha =$ | 0,3 | | |
| $\beta =$ | 0,7 | | |
| $z =$ | 13000 | | |
| $q =$ | 8000 | | |
| $\pi_i =$ | 0,75 | | |
| $\pi_r =$ | 0,25 | | |

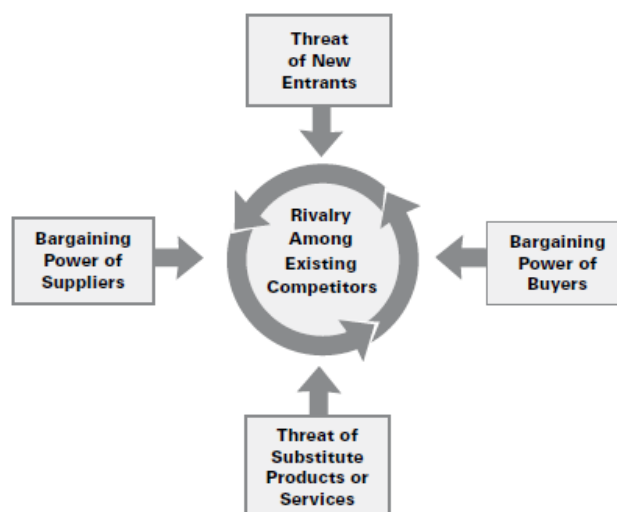
Innsetting av parametrene verdier i Rydqvist (1996) sin formel for $V_A - V_B$ vil nå gi et anslag på kontrollpremien knyttet til A-aksjene i Jotun. Denne beregningen presenteres i kapittel 7.

5. Strategisk analyse

Formålet med en strategisk analyse i forbindelse med en verdivurderingsprosess er å kartlegge selskapets strategiske posisjon i forhold til markedsmessige og selskapsinterne forhold. Den strategiske posisjonen er grunnlaget for videre forutsetninger og anslag man gjør i forbindelse med prognostiseringen av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Jotun er et vel etablert selskap som har vist stabil god vekst over tid. Dette indikerer at selskapets interne og eksterne rammebetingelser også er stabile. Det synes derfor å være tilstrekkelig å foreta en mindre inngående strategisk analyse for å kartlegge selskapets verdidrivere. Det finnes en rekke metoder for å sammenstille en strategisk analyse. Jeg har valgt å basere meg på en SWOT-analyse, men trekke inn elementer fra *Porters five forces* og PESTEL-analyse der det er relevant.

Porters five forces er et rammeverk for å beskrive konkurransesituasjonen i en bransje. De fem kreftene beskriver bedriftens eksterne konkurransemessige rammebetingelser: Rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter, trussel for nye markedsaktører, leverandørenes forhandlingsmakt, kundenes forhandlingsmakt og trusselen fra erstatningsvarer (Porter, 2008). Porters originale figur, gjengitt nedenfor, illustrerer rammeverket.

The Five Forces That Shape Industry Competition



Figur 7: Porters Five Forces (Porter, 2008, s. 4).

PESTEL-analyse er en ekstern analyse som brukes til å kartlegge de makroøkonomiske faktorene som påvirker bedriften. Analysen tar for seg politiske, økonomiske,

samfunnsmessige, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer (Johnson, Scholes, & Whittington, 2008).

En SWOT-analyse er en enkel sammenstilling av faktorer som er relevante i forhold til verdivurderingen. Analysen deles opp i styrker og svakheter ved selskapet, samt makroøkonomiske muligheter og trusler. Jeg har valgt å inkludere faktorene som berøres av Porters five forces og PESTEL-analyse i en SWOT-oppstilling (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats).

5.1 Styrker:

Veletablert bedrift

Jotun er en veletablert bedrift som har holdt på med malingsproduksjon siden 1926. Gjennom årene har man bygget opp et solid omdømme og gode relasjoner til viktige kunder, spesielt i shippingbransjen. Gjennom årene har selskapet bygget opp et utstrakt nettverk av forsyningslinjer over hele verden.

De ansatte i Jotun er lojale til sin arbeidsgiver, og det er i følge bedriften selv, lav turnover av ansatte. Jotun er bevisst på sin rolle som største bedrift i sin hjemby Sandefjord, og har gjennom årene sponset en rekke lokale idrettslag og kulturtilbud for å opprettholde et godt omdømme i lokalmiljøet.

Vekst og lønnsomhet

Jotun har historisk levert gode resultater. Resultatgraden har ligget på mellom 8 og 10 % siden 2005, med unntak av 2010 da den var 12,7 %, mens egenkapitalens rentabilitet de seneste årene har vært 13-20 % i følge Jotuns årsrapporter.

Det siste tiåret har bedriften gjennom sin organisk vekst-strategi, som innebærer at det åpnes minst en ny fabrikk hvert år, oppnådd svært gode veksttall. Fra 2006 til 2008 var den årlige veksten i selskapets inntekter mellom 14 og 18 %, mens den fra 2009 har vært mellom 7 og 10 %.

Etablerte merkevarer

Flere av Jotuns merkevarer er mer kjent enn selve bedriftens navn i Norge som et resultat av at Jotun fokuserer på utviklingen av sterke merkevarer. Gjennom gjentatt annonsering med

fokus på produktnavnet og produktets egenskaper ønsker Jotun å være det foretrukne valget for kundene. I det siste er det spesielt *Lady Pure Color*, *Butinox* og *Jotun Sens* som har blitt kraftig markedsført. For et par år siden var det *Drygolin*, og det er ikke mange som ikke har fått med seg at «*I Drygolinvær er det Drygolin som holder.*» Butinox er et eksempel på et varemerke som mange konsumenter nok ikke er klar over at er et Jotun-produkt, som følge at markedsføringen har fokusert på produktet, og ikke produsenten.

Forskning og utvikling

Jotun har en velutviklet forskning og utviklingsavdeling i Sandefjord med regionale laboratorier i forskjellige deler av verden. Dette er helt sentralt i Jotuns strategi for å opprettholde sin sterke markedsposisjon. Det kommer stadig strengere miljømessige krav til maling og lakkprodukter, og Jotun har som mål å være i forkant av den juridiske utviklingen, slik at man har kvalitetsprodukter klare til å erstatte produkter som inneholder komponenter eller råvarer som blir forbudt. De regionale laboratoriene er viktige for å tilpasse nye produkter til lokale behov andre steder i verden.

Erfaring fra inngang i nye markeder

Gjennom en rekke vellykkede fabrikketableringer i land som var nye for Jotun, har selskapet skaffet seg verdifull erfaring i hva som skal til for å lykkes i nye markeder. Dette er erfaring man drar god nytte av ved fremtidige etableringer i nye deler av verden.

Geografisk spredning begrenser økonomisk risiko

Jotuns tilstedeværelse i mange forskjellige markeder gjør at selskapet er mindre utsatt for økonomiske nedgangstider, siden effekten av resesjon gjerne slår inn for fullt på forskjellige tidspunkter i ulike land. Tilstedeværelse i markeder med høy vekst veier opp for lav vekst i mer modne markeder.

Omstillingsdyktig

Jotun har gang på gang vist at selskapet har evnen til å omstille seg og på den måten tilpasse seg etter skiftende markedsforhold. Konsernet har gjort og gjør stadig store investeringer i fabrikker og moderne produksjonsutstyr, noe som gjør Jotun godt posisjonert for fremtidig vekst.

5.2 Svakheter:

Relativt lave marginer

Det er grunn til å tro at det kun er en liten andel av malingsbransjens kunder som kjøper produkter i store nok kvantum til at de innehar noen reell forhandlingsmakt. Til tross for dette er det vanskelig for produsentene å overføre økte kostnader til prisøkning på grunn av sterk konkurranse mellom eksisterende konkurrenter i de fleste lokalmarkeder. Kombinert med de høye råvareprisene er bransjens marginer derfor begrenset.

Utdannes for få realfagsstudenter

I likhet med mange andre produksjonsbedrifter i Norge har Jotun en forholdsvis høy gjennomsnittsalder blant sine arbeidere. Med tanke på at det utdannes for få med realfagsbakgrunn i Norge i dag, kan det i fremtiden bli en utfordring for Jotun å få tak i nok kvalifisert arbeidskraft med relevant utdanning.

5.3 Muligheter:

Til stede i markeder med høy vekst

En rekke av markedene hvor Jotun er representert, er i stor vekst. Dette gjelder spesielt i regionen Sørøst-Asia. Om divisjonen Jotun Powder Coatings lykkes med sin inntreden i det kinesiske markedet, er potensialet for vekst enormt. Når krisen i shippingmarkedet er over, er Jotun godt posisjonert for vekst i det marine segmentet.

Begrenset trussel fra nye konkurrenter

Trusselen fra nye konkurrenter er begrenset, til tross for at oppstartskostnadene for malingsproduksjon i liten skala ikke er spesielt høye. På grunn av den store og hurtige teknologiske utviklingen lanserer de etablerte produsentene nye og forbedrede produkter i raskt tempo, og derfor vil det kreve store investeringer i forskning og utvikling for at en nyoppstartet konkurrent skal bli konkurransedyktig over tid. Det er ikke lønnsomt å frakte malingsprodukter over store avstander, og man er avhengig av å etablere seg med en fabrikk lokalt for å konkurrere i det samme markedet. Dette begrenser også trusselen for at utenlandske konkurrenter skal ta opp konkurransen i allerede modne markeder.

5.4 Trusler:

Høye råvarepriser

Et stort problem for bransjen de siste årene har vært at sterk etterspørsel etter viktige råvarer har ført til høye råvarepriser. Det er lenger leveringstid og i noen tilfeller har det til og med vært vanskelig for malingsprodusentene å få tak i de råvarene de ønsker.

Konkurransen fra andre materialer

En reell trussel mot malingsbransjen er at det i dag bygges stadig flere nybygg med fasader av materialer som ikke males. For eksempel må glass som fasademateriale ses på som en konkurrent til malingsbransjen.

Stadig strengere miljøkrav til produktene

Bransjen må forholde seg til stadig strengere miljøkrav fra myndigheter og miljøbevisste forbrukere. En viktig råvare kan bli forbudt, og konsekvensen av dette er at nye produkter som tilfredsstiller miljøkravene må lanseres. Dette gjelder spesielt lakkprodukter.

Politisk uro i mange markeder

I mange av markedene Jotun opererer i, er det for tiden stor politisk ustabilitet. Spesielt gjelder dette i Midtøsten og i Nord-Afrika hvor det under den arabiske våren i 2011 var mye uro. Det er fortsatt mye usikkerhet i en rekke av disse landene, og det har blant annet ført til periodevise leveringsproblemer.

Økonomiske nedgangstider

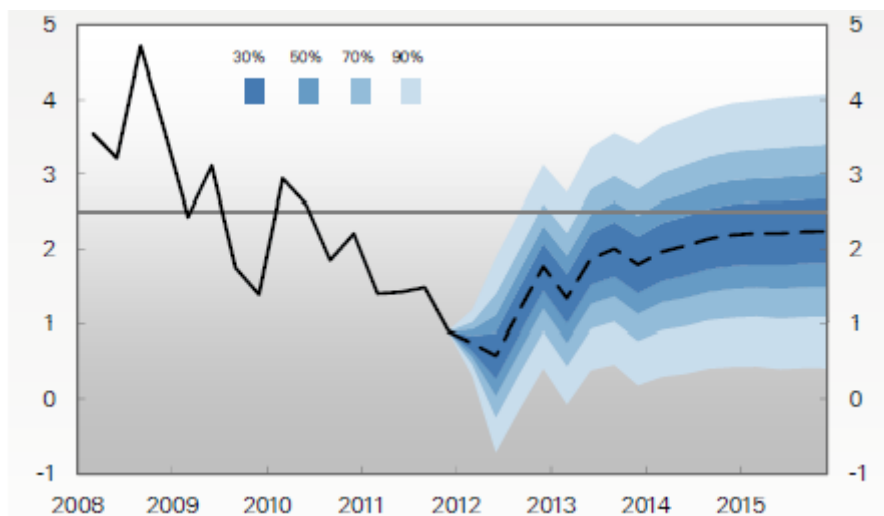
De dårlige tidene i shippingbransjen har ført til at bestillingene av nye skip nærmest har stoppet helt opp. Dette går også ut over etterspørselen etter Jotuns skipsmaling, og selskapet har måttet omstrukturere produksjonen i det marine segmentet til å være mer rettet mot vedlikehold.

6. Prognostisering av fremtidige regnskapstall

I dette kapitlet vil jeg gjennomgå prosessen med estimering av regnskapstall for Jotun i prognoseperioden, og hvilke forutsetninger som er tatt. Fullstendig prognostisert regnskap ligger vedlagt.

6.1 Inflasjon

For enkelte poster hvor det ikke er noen klar trend i utviklingen over tid, har jeg valgt å inflasjonsjustere tallet for 2010 når jeg prognostiserer posten i prognoseperioden. Norges Banks inflasjonsmål som pengepolitikken styres etter, er 2,5 %, men siden begynnelsen av 2010 har inflasjonen målt i konsumprisindeksen (KPI) vært lavere enn dette. [18] Bakgrunnen for at jeg bruker KPI og ikke konsumprisindeksen justert for avgifter og energivarer (KPI-JAE) som inflasjonsmål, er at avgifter og energivarer er viktige elementer i Jotuns kostnadsbilde. Siden effekten av endring i avgifter og prisene på energivarer er trukket ut av KPI-JAE, anser jeg derfor KPI som et bedre mål i Jotuns tilfelle.



Figur 8: Vekst i KPI. Historisk og anslag på fremtidig utvikling (Norges Bank)

Til tross for usikkerheten knyttet til fremtidig inflasjon, er Norges Banks anslag det beste estimatet som er tilgjengelig. Gjennomsnittlig tolv månedersvekst i KPI i 2011 var 1,3 % [19]. Fra 2012 til og med 2015 har jeg anslått gjennomsnittlig inflasjon ut fra Figur 6. Siden Norges Banks anslag ikke går lenger enn ut 2015, har jeg i resten av prognoseperioden forutsatt en inflasjon tilsvarende inflasjonsmålet på 2,5 %.

Tabell 9: Forutsatt inflasjon i prognoseperioden.

| År | Inflasjon |
|-----------|-----------|
| 2011 | 1,3 % |
| 2012 | 1,0 % |
| 2013 | 1,7 % |
| 2014 | 1,9 % |
| 2015 | 2,1 % |
| 2016-2025 | 2,5 % |

De regnskapspostene jeg har valgt å inflasjonsjustere, beregnes ved å multiplisere verdien fra forrige år med 1 pluss antatt inflasjon.

6.2 Driftsinntekter

For 2011, som er det første året i prognoseperioden siden jeg har verdsatt Jotun per 31.12.2010, har jeg brukt faktiske veksttall fra årsrapporten for 2011, da denne var tilgjengelig da dette ble skrevet. Selv om regnskapsprinsippene er endret, så har selskapet regnet om 2010-tallene til IFRS-standard, slik at det finnes tall som er sammenlignbare med 2011-tallene. Jeg har ut fra dette regnet ut vekst i driftsinntektene og brukt denne vekstraten til å prognostisere driftsinntektene etter NGAAP-standard. I årsrapporten for 2011 er ikke driftsinntektene per divisjon nøyaktig spesifisert, men det er oppgitt prosentvis fordeling som jeg har brukt til å beregne omsetning for hver av divisjonene.

De ordinære driftsinntektene har jeg valgt å prognostisere ut fra en top down- tilnærming ved å anslå årlig vekst i hver divisjon ut fra informasjon gitt i Jotuns årsberetning for 2011 og 2010. I tillegg har jeg benyttet meg av offentlig kjent informasjon om markedsmessige forhold. De fire forskjellige divisjonene har forskjellige produkter og opererer i svært forskjellige geografiske markeder, og det er derfor også rimelig å anta forskjellige vekstrater. For beskrivelse av de ulike divisjonene og hvilke markeder de opererer i, viser jeg til kapittel 2.2.2 Jotun i dag.

6.2.1 Jotun Dekorativ

Markedet for dekorativ maling, beis og lakk i Skandinavia er et modent marked som kjennetegnes av krevende kunder. Jotun styrket sin markedsposisjon i Sverige i løpet av 2011, og oppnådde også en klar forbedring i resultatet i Danmark etter at det ble gjennomført et betydelig forbedringsprogram der. I Norge er Jotun markedsledende og har sterke merkevarer med godt fotfeste både i privatmarkedet og blant profesjonelle håndverkere. Selskapet ser på innovasjon og lansering av nye produkter som essensielt for å møte konkurransen fra billigmerker. Målet for Jotun er å opprettholde den sterke posisjonen de har i Norge, samt ytterligere å øke markedsandelen i Sverige og Danmark ytterligere i fremtiden. Jotun styrket sin markedsposisjon totalt i Skandinavia i 2011 med 9 % vekst i salgsinntektene i divisjonen, og interne programmer for å bedre lønnsomheten har blitt gjennomført. I begynnelsen av 2012 åpnet Jotun en ny fabrikk i Sandefjord som er ventet å bedre produktiviteten og produksjonsstrukturen i divisjonen, noe som har vært en utfordring de seneste årene. Med tanke på den sterke veksten i 2011, økt produksjonskapasitet med ny fabrikk, og den ventede økningen i boligbyggingen i Norge som blant annet ble kommentert av sentralbanksjef Øystein Olsen 12. april i år[20], har jeg stipulert en årlig vekst i driftsinntektene for divisjonen Jotun Dekorativ på 4 % i prognoseperioden.

6.2.2 Jotun Coatings

Jotun Coatings har de seneste årene hatt en meget kraftig vekst i omsetningen. I årene 2006-2008 var den årlige omsetningsveksten i divisjonen på over 20 %, mens veksten har bremsset opp fra 2009. Shippingbransjen har hatt noen trange år nå [21], og dette har også gått ut over Jotun Coatings omsetning, siden over halvparten av divisjonens omsetning er leveranser til skipsfart. Den såkalte shippingkrisen er forventet å vedvare i flere år fremover, og Jotun har derfor flyttet ressurser fra produkter for nye skip til vedlikeholdssegmentet i markedet for å tilpasse seg markedssituasjonen. I sin årsberetning for 2011 skriver Jotun at dette vil forbedre Jotuns markedsposisjon, siden antall fartøy i verdensflåten aldri har vært høyere. Målet er å være den foretrukne leverandøren for skipsredere, og for å nå dette målet, fokuseres det på utvikling av nye og innovative produkter og konsepter. Divisjonens omsetning av rusthindrende maling for industrien fortsatte med god vekst i 2011, spesielt i offshoremarkedet. Jotun skriver i sin årsberetning at de forventer ytterligere økning i dette produktsegmentet i årene som kommer, og mener divisjonen er i en god posisjon til å oppnå sterkere fotfeste i nye industrier som gruveindustri og fornybar energi.

Når det gjelder fremtidsutsiktene, skriver Jotun i sin årsberetning at Jotun Coatings er posisjonert i forskjellige regioner og markeder, noe som reduserer divisjonens risikoeksponering og begrenser aktivitetsnedgangen som følge av nedgangstidene i shippingmarkedet. Divisjonen har vist at den har evnen til å tilpasse seg forskjellige økonomiske forhold, som for eksempel omstillingen fra produkter for nye skip til vedlikeholdssegmentet. Jotun mener derfor at divisjonen er godt posisjonert med tanke på å sikre fremtidig vekst i henhold til konsernets strategi. John Fredriksen uttalte i et intervju med Reuters at han tror det vil ta 2-3 år før shippingmarkedet kommer tilbake, og at det frem til da vil være trange tider for shippingselskap [22]. Siden shippingsegmentet utgjør over halve omsetningen i divisjonen, har jeg prognostisert en ytterligere nedgang i veksten i 2012, til tross for at det forventes ytterligere vekst i produksjonen av rusthindrende maling for industrien. Fra 5,8 % vekst i 2011 har jeg videre beregnet en vekstrate på 4 % i 2012 og 2013. Om Fredriksens prognoser slår til, vil shippingmarkedet begynne å ta seg opp igjen i løpet av 2014, og jeg har derfor prognostisert 7 % vekst det året. På grunn av de gode vekstmulighetene for divisjonen på sikt, og veksten de har oppnådd i årene før den såkalte shippingkrisen har jeg i de 6 siste årene i prognoseperioden (2015-2020) antatt 8 % årlig vekst i Jotun Coatings.

6.2.3 Jotun Paints

Til tross for ett turbulent år med politisk uro i mange av markedene Jotun Paints opererer i, oppnådde divisjonen en meget sterk økning i driftsinntektene i 2011 etter svak vekst året før. Også denne divisjonen er godt diversifisert over flere markeder og produktsegmenter, slik at veksten i andre land kompenserte for lav vekst i landene som var berørt av politisk uro under den arabiske våren. Jotun Paints følger konsernets uttalte strategi om organisk vekst ved å gå inn i nye markeder. I følge årsberetningen for 2011 er hovedfokus på å vokse i land hvor økonomisk stabilitet har skapt økt etterspørsel for maling. For øyeblikket fokuseres det på å styrke sin markedsposisjon i Sørøst-Asia, både i eksisterende markeder og ved å gå inn i nye markeder i regionen. Divisjonen fortsetter å investere i forbedringer i produksjonsprosessen og nye fabrikker for å møte den økende kapasitetsetterspørselen i voksende markeder.

Divisjonen har demonstrert at den er tilpasningsdyktig og kan generere omsetningsvekst også i vanskelige omstendigheter, og Jotun forventer at den sterke veksttrenden divisjonen har vist

de seneste årene, vil fortsette fremover. Jeg har derfor valgt å prognostisere en årlig vekst i divisjonens driftsinntekter på 14 % i årene fra og med 2012 til 2015. Begrunnelsen bak dette relativt høye anslaget er at dette er en divisjon der det investeres mye i produksjonsfasiliteter slik at alt ligger til rette for sterk organisk vekst. På sikt er det derimot naturlig at veksten vil avta noe, siden det er vanskelig å opprettholde så en høy vekstrate over tid etter hvert som selskapet, eller i dette tilfellet divisjonen, blir større (Koller et al, 2010). På bakgrunn av dette har jeg forutsatt 8 % årlig vekst for divisjonen fra 2016 og ut prognoseperioden.

6.2.4 Jotun Powder Coatings

Ifølge Jotuns årsrapport for 2011 er divisjonen godt posisjonert for vekst gjennom de betydelige mulighetene som byr seg i årene som kommer. Dette begrunnes med regional diversitet og utstrakt segmentering av divisjonens produkter, i tillegg til forbedringsprogrammer og lansering av innovative løsninger for forbrukerne. Divisjonen gikk inn i det kinesiske markedet i løpet av 2011, og har satt i gang bygging av produksjonsanlegg i Kina som forventes å stå klart til bruk i løpet av 2012. Også andre steder har det blitt tatt grep for å øke produksjonskapasiteten etter at divisjonens vekst gjorde dette nødvendig. Dette bidrar ytterligere til å gjøre divisjonen godt rustet for fremtidig vekst. På bakgrunn av vekstrater tidligere år og årsberetningen for Jotun Powder Coatings, har jeg anslått en noe forsiktig vekstrate for divisjonen på 4 % per år. Skulle Jotuns pulverlaker bli en suksess i det kinesiske markedet, kan dette tallet vise seg å være for lavt. Historisk har omsetningen i denne divisjonen variert mye fra år til år, og det er grunn til å tro at det vil være tilfelle også i fremtiden. Grunnen til at jeg på tross av dette har valgt å prognostisere en jevn vekst på 4 %, er at det ut fra min kunnskap vil være umulig å spå når og hvilken vei disse svingningene vil komme, og vekstraten må derfor ses på som et gjennomsnitt over flere år.

6.2.5 Andre driftsinntekter

I følge note 2 i årsrapporten for 2010 skyldes økningen i andre inntekter i 2010 en omgruppering av salgsinntekter ved salg av blandemaskiner, slik at denne økningen må betraktes som et engangstilfelle. I årene 2005-2009 var andre inntekter i gjennomsnitt omtrent 1 % av totale driftsinntekter. Jeg har derfor antatt *andre inntekter* til en tilsvarende størrelse, nemlig 1 % av totale driftsinntekter i hele prognoseperioden.

6.3 Driftkostnader

Etter å ha laget en prognose for selskapets driftsinntekter i prognoseperioden, er det klart for å prognostisere resten av resultatregnskapet. Postene i resultatregnskapet henger typisk sammen med aktiviteten i bedriften, så det er viktig å identifisere gode prognosedrivere for å kunne lage en realistisk prognose. Typiske prognosedrivere er driftsinntekter og i noen tilfeller balanseposter (Koller et al.,2010).

Varekostnader har en åpenbar sammenheng med *sum driftsinntekter* og det er derfor et naturlig valg å velge *sum driftsinntekter* som prognosedriver. Fra 2005 til 2009 tilsvarte varekostnadene i Jotun mellom 50 og 55 % av driftsinntektene. Dette forholdstallet steg til 55,7 % i 2010 og videre til 58,3 % i 2011 på grunn av økning i råvareprisene. Diverse tiltak som prisøkninger på Jotuns produkter ble satt i gang i alle divisjoner, men man klarte likevel ikke å holde marginene på de nivåene man hadde sett før. Verdens største malingsprodusent, AkzoNobel, skriver i sin årsrapport for 2011 at råvareprisene for øyeblikket (våren 2012) oppleves som mer stabile enn tidligere og at man ved økning i prisene på selskapets produkter har kompensert for mesteparten av økningen i råvareprisene. På sikt anser jeg derfor at det er grunn til å tro at forholdet mellom varekostnader og driftsinntekter igjen vil normalisere seg noe, og har derfor brukt en prognose-ratio på 56 % i 2012 og 55 % i resten av prognoseperioden.

Siden produksjonskapasitet og dermed omsetning henger sammen med antall ansatte, er det en klar sammenheng mellom *lønnskostnader* og *driftsinntekter*. På den måten kan man bruke *driftsinntekter* som prognosedriver også her. Lønnskostnadene i Jotun har holdt seg stabilt på mellom 15 og 17,6 % av driftsinntektene siden 2005. Av disse årene var forholdet klart høyest i 2005, og bortsett fra det året er det høyeste observerte forholdstallet 16,3 %. Jeg har derfor valgt å prognostisere lønnskostnader som 15,7 % av sum driftsinntekter i prognoseperioden.

Tap på krav er en post for tapsføring av misligholdte kundefordringer, og dermed er *kundefordringer* også et mulig valg som prognosedriver. Jeg har i stedet valgt *sum driftsinntekter* som prognosedriver også for denne posten. *Kundefordringer* er en funksjon av dette igjen, og det vil dermed gi samme resultat som å utlede tap på krav direkte fra driftsinntektene. Den store reduksjonen i *tap på krav* fra 2009 til 2010 kommer i hovedsak av endringer i selskapets praksis rundt avsetning for tap. Endringene i avsetninger er, i følge

noteinformasjon i Jotuns årsrapport, påvirket av omregningsdifferanser som i fremtiden kan vippe begge veier. Det vil derfor være altfor optimistisk å prognostisere med tap på krav tilsvarende forholdstallet fra 2010. I 2009 skilte forholdstallet seg ut i negativ retning, og jeg har valgt å se bort fra dette også. For 2005 til og med 2008 er observert forholdstall mellom sum driftsinntekter og tap på krav mer stabilt, og jeg har valgt å bruke gjennomsnittstallet for denne perioden, som var 0,4 %, som prognoseratio i prognoseperioden.

For å estimere *beholdningsendring ferdigvarer* i prognoseperioden har jeg brukt endring i balanseposten *varelager* som prognosedriver. Imidlertid inneholder posten *varelager* også råvarer i følge noteinformasjon i Jotuns årsrapport, og det er derfor nødvendig å beregne *beholdningsendring ferdigvarer* ut fra en prognoseratio. De siste årene har denne vært omkring 50 %.

Regnskapsposten *avskrivninger* i Jotuns resultatregnskap inneholder både avskrivninger på varige driftsmidler og nedskrivning av immaterielle eiendeler. Siden de to delene av avskrivningene har hver sin naturlige prognosedriver har jeg valgt å dele opp posten etter informasjon i notene i selskapets årsrapporter. Avskrivninger prognostiseres ut fra ratioen *avskrivninger/varige driftsmidler IB*, mens nedskrivning av immaterielle eiendeler prognostiseres ut fra forholdet mellom *nedskrivninger* og *immaterielle eiendeler IB*. For begge forholdstallene har jeg brukt gjennomsnittlig ratio for årene 2005-2010 i prognoseperioden.

I følge noteinformasjon for Jotuns årsrapport for 2010 består posten *andre driftskostnader* av blant annet produksjonskostnader, lagerkostnader, transportkostnader, salgskostnader og forskning og utvikling. Dette er en post det er naturlig å benytte *driftsinntekter* som prognosedriver for. I årene fra 2005 til 2010 var forholdstallet mellom *andre driftskostnader* og *driftsinntekter* mellom 16,9 og 18 % med gjennomsnitt på 17,7 %. Siden trenden er at forholdstallet synker svakt, har jeg valgt å prognostisere med *andre driftskostnader* tilsvarende 17,5 % av *sum driftsinntekter*.

6.4 Ikke driftsrelaterte poster

Rentesatsen som er brukt for å beregne fremtidige renteinntekter og kostnader, er gjennomsnittlig rente selskapet har betalt (eller mottatt) i basisårene 2005-2010. Det hadde vært mulig å innhente bedre estimater på fremtidige rentesatser fra for eksempel Norges Bank, men siden finanspostene ikke er en del av fri kontantstrøm, og derfor ikke påvirker verdivurderingen av selskapet, har jeg valgt å bruke historiske renter. Siden Jotun har gjeld i flere forskjellige valutaer er det dessuten ikke sikkert Norges Banks renteprognoiser ville ha gitt noe bedre estimat på rentesatsene Jotun kommer til å oppleve i løpet av prognoseperioden. *Rentekostnader* er beregnet av summen av *kortsiktig* og *langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner*, mens *renteinntekter* er beregnet av summen av *bankinnskudd, kontanter og lignende, pensjonsmidler* og *andre langsiktige fordringer*. For å få et mest mulig riktig estimat, har jeg beregnet *rentekostnader* av gjennomsnittet mellom inngående og utgående balanse. Dette var ikke mulig for *renteinntekter* på grunn av sirkelreferanse i beregningen, så der har jeg brukt inngående balanse.

For *andre finansinntekter og kostnader* har jeg valgt å bruke *sum driftsinntekter* som prognosedriver siden forholdstallet mellom disse finanspostene og driftsinntekter har vært relativt stabil i tidsrommet 2005-2010.

Minoritetens andel av årets resultat trekkes fra *årsresultat etter skatt* for å finne endelig årsresultat. Dette er en post som må være med for å få et fullstendig resultatregnskap, men som ikke inngår i verken NOPLAT, Investert kapital eller fri kontantstrøm, og dermed ikke påvirker beregningen av selskapets verdi. Det er naturlig å koble *minoritetenes resultat* til balanseposten *minoritetsinteresser* og jeg har derfor beregnet *minoritetenes resultat* ut fra historisk forholdstall mellom *minoritetens andel av resultatet* og balanseført verdi av *minoritetsinteresser* ved foregående års utløp.

6.5 Balanseposter

På samme måte som for resultatregnskapet, er metoden som er anbefalt av Koller et al. (2010) for prognostisering av balanseposter, at man identifiserer en prognosedriver og deretter beregner historiske forholdstall mellom posten man skal lage et estimat for og prognosedriveren. Etter å ha identifisert prognosedriveren, har jeg brukt gjennomsnittlig ratio

fra basisårene 2005-2010 som prognoseratio, så sant det ikke er en klar trend til endring eller det finnes tilgjengelig informasjon som tyder på at dette forholdstallet vil endres.

Balansepostene *varelager* og *leverandørgjeld* er knyttet til innkjøp av varer. Jeg har derfor fulgt Koller et al.(2010) sitt råd om å bruke *varekostnader* som prognosedriver. Postene *kundefordringer*, *andre kortsiktige fordringer*, og *annen kortsiktig gjeld* er knyttet til omsetningen. Følgelig har jeg brukt *sum driftsinntekter* som prognosedriver for prognostisering av disse postene.

Varige driftsmidler kan beregnes som en prosentandel av omsetningen. Alternativet er å beregne *netto kapitalinvesteringer* som en prosentandel av omsetningen, men dette kan lett føre til utilsiktet økning eller nedgang i forholdet mellom varige driftsmidler og omsetning. I følge Koller et al.(2010) har forholdet mellom varige driftsmidler og omsetning i selskaper vist seg å være relativt stabilt over tid, og de anbefaler derfor den tilnærmingen til prognostisering av varige driftsmidler.

Koller et al.(2010) skriver at man bør være ekstremt forsiktig med å prognostisere og verdsette *minoritetsandeler*. I perioden 2005-2010 har i gjennomsnitt 77 % av minoritetenes overskudd blitt utbetalt som utbytte, mens de resterende 23 % har blitt reinvestert i virksomhetene. Jeg har forutsatt at dette forholdstallet holder seg i prognoseperioden, og har derfor økt *minoritetsinteressene* hvert år med 23 % av forrige års *minoritetsresultat*.

Pensjonsmidler og *pensjonsforpliktelser* er poster som er relatert til *lønnskostnader*. Økte lønnskostnader i bedriften vil også føre til økning i pensjonsmidlene på den ene eller andre måten, i alle fall på sikt. Jeg har derfor beregnet disse postene ut fra en ratio mot foregående års lønnskostnader.

I følge noteinformasjon fra årsrapporten antas beløpet som står under *andre avsetninger for forpliktelser* å påløpe i perioden 2011-2014. Jeg har derfor avskrevet det over 4 år, og deretter antatt at posten er 0. Man kan her stille spørsmål ved om det ikke vil dukke opp nye forpliktelser det vil avsettes for, og trolig vil det det. Grunnen til at jeg har *forutsatt andre avsetninger for forpliktelser* til å være null fra og med utgående balanse for 2014, tross denne mulige feilkilden, er at jeg må ta utgangspunkt i den tilgjengelige informasjonen på

nåværende tidspunkt, siden denne oppgaven kun er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Dessuten er posten relativt liten og inngår ikke i investert kapital, og den påvirker derfor ikke verdivurderingen av selskapet.

Jeg ser ingen klar trend i utviklingen i *skyldige offentlige avgifter*, og beløpet har vært relativt stabilt over tid. Jeg har derfor valgt å justere posten kun med forventet inflasjon. Det er heller ingen klar trend i utviklingen i *skattefordel* og *utsatt skatt*. Dette er balanseposter som brukes til å korrigere differensen mellom regnskapsmessig og faktisk skatt, som det vil være svært tidkrevende om ikke umulig å forutse hvordan utvikler seg i fremtiden. Jeg har derfor valgt å bruke gjennomsnittlig balanse de fem foregående år for disse postene. *Betalbar skatt* finner man ved å legge sammen *skattekostnad på ordinært resultat* og endring i differansen mellom *utsatt skattefordel* og *utsatt skatt* (Koller et al, 2010). *Andre immaterielle eiendeler* beregnes ved å trekke årets avskrivninger fra inngående balanse.

Det eksisterer ingen informasjon om at det planlegges emisjon i Jotun, og historisk har det heller ikke vært brukt emisjoner som finansieringskilde i selskapet. Jeg har derfor satt *aksjekapital* lik dagens aksjekapital i hele prognoseperioden. Endringen i *opptjent egenkapital* fra året før, finner man ved å trekke fra *avsatt utbytte* fra *årets resultat før minoritetsandeler*. I basisårene 2005-2010 har andelen av årets resultat som utbetales til aksjonærene som utbytte vært fallende. Bakgrunnen for dette er trolig Jotuns uttalte strategi om organisk vekst. Selskapets overskudd i denne perioden har økt betraktelig, og i stedet for å øke utbytteutbetalingene, har selskapet reinvestert det økte overskuddet i konsernet. På sikt mener jeg likevel at andelen av overskuddet som utbetales til aksjonærene, vil normalisere seg og har derfor prognostisert med gjennomsnittlig andel fra årene 2005-2010 som *avsatt utbytte*.

De siste postene i balansen man lager prognose for, er *finansiell gjeld* samt *bankinnskudd, kontanter og lignende*. Jotun skriver i sin årsberetning for 2011 at morselskapet har gått over til å bruke kortsiktig gjeld som sin hovedkilde for finansiering. Siden Jotun i hovedsak finansierer investeringer med opptjent egenkapital mener jeg at en inflasjonsjustering av posten *kortsiktig gjeld* vil være tilstrekkelig. *Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner* forutsetter jeg lik tallene for 2010 for hele perioden. For at eiendeler i balansen skal bli lik summen av egenkapital og gjeld i prognoseperioden, er det nødvendig å dele posten *bankinnskudd, kontanter og lignende* opp i *nødvendig likviditet* og *overskuddslikviditet*. Nødvendig likviditet

har jeg tidligere definert som 4 % av selskapets omsetning, og derfor blir denne posten prognostisert ut fra driftsinntektene. Om eiendelene på dette tidspunktet er mindre enn summen av egenkapital og gjeld, føres differansen som overskuddslikviditet. Dersom summen av eiendeler er større enn summen av egenkapital og gjeld føres differansen som nyutstedt gjeld (Koller et al.,2010). I Jotuns tilfelle har jeg i hele prognoseperioden endt opp med at summen av eiendeler er lavere enn sum egenkapital og gjeld. Fordi denne differansen øker etter som omsetningen vokser, blir også posten overskuddslikviditet stadig større. Mot slutten av prognoseperioden har jeg derfor endt opp med uhensiktsmessig mye overskuddslikviditet som følge av at posten brukes til å avstemme balanseoppstillingen. Dette er det en svakhet ved å balansere balanseoppstillingen ved hjelp av denne metoden.

7. Resultater

I dette kapitlet presenteres resultatene av beregningene som ble beskrevet i metodekapitlet, samt at verdivurderingens sensitivitet i forhold til endringer i sentrale forutsetninger analyseres.

7.1 Verdivurdering av Jotun ved bruk av totalkapitalmetoden

I kapittel 7.1 vil jeg presentere beregningene som til slutt fører til en verdivurdering av Jotun, og resultatene av disse.

7.1.1 Fri kontantstrøm i prognoseperioden

Resultatene av beregningene av driftsresultat (NOPLAT) og fri kontantstrøm i prognoseperioden presenteres nedenfor. Alle tall er i tusen kroner. Utrekningene er utført i Microsoft Excel, og de fullstendige regnearkene fra beregningene ligger vedlagt.

Tabell 10: Utrekning av fri kontantstrøm i prognoseperioden

| År | NOPLAT | Fri kontantstrøm | Diskonteringsfaktor | Diskontert fri kontantstrøm |
|---|-----------|------------------|---------------------|-----------------------------|
| 2011 | 731 816 | 226 338 | 0,9291 | 210 287 |
| 2012 | 843 101 | 496 784 | 0,8632 | 428 820 |
| 2013 | 1 030 762 | 660 113 | 0,8020 | 529 395 |
| 2014 | 1 153 831 | 602 776 | 0,7451 | 449 129 |
| 2015 | 1 266 716 | 622 379 | 0,6923 | 430 848 |
| 2016 | 1 334 558 | 766 722 | 0,6432 | 493 130 |
| 2017 | 1 432 175 | 826 060 | 0,5976 | 493 616 |
| 2018 | 1 537 205 | 885 099 | 0,5552 | 491 387 |
| 2019 | 1 650 222 | 949 794 | 0,5158 | 489 908 |
| 2020 | 1 771 849 | 1 018 771 | 0,4792 | 488 220 |
| 2021 | 1 902 096 | 1 092 845 | 0,4452 | 486 577 |
| 2022 | 2 041 916 | 1 168 418 | 0,4137 | 483 332 |
| 2023 | 2 192 015 | 1 254 758 | 0,3843 | 482 238 |
| 2024 | 2 353 147 | 1 347 281 | 0,3571 | 481 075 |
| 2025 | 2 526 124 | 1 446 383 | 0,3317 | 479 835 |
| Sum diskontert fri kontantstrøm= | | | | 6 917 797 |

Summen av diskontert fri kontantstrøm i prognoseperioden er som man ser av tabellen over beregnet til å være i overkant av 6,9 milliarder kroner.

7.1.2 Terminalverdi

Utregningen av terminalverdien for Jotun med Gordons formel blir:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{1\,552\,622}{7,63\% - 3\%} = 33\,511\,100$$

Ved å neddiskontere terminalverdien finner man nåverdien av kontantstrømmer etter prognoseperioden som dermed blir:

$$\text{Nåverdi} = \frac{33\,511\,100}{(1,0763)^{15}} = 11\,117\,252$$

7.1.2 Verdi av driften

Verdien av driften er summen av diskontert kontantstrøm i prognoseperioden og diskontert kontantstrøm etter prognoseperioden.

Tabell 11: Verdi av driften

| | |
|-------------------------------------|-------------------|
| Sum disk. kontantstrøm i 2011-2025: | 6 917 797 |
| + Nåverdi av terminalverdi: | 11 117 252 |
| = Verdi av driften | 18 035 050 |

Jeg har beregnet samlet verdi av driften i Jotun til å være drøyt 18 milliarder kroner.

7.1.4 Selskapsverdi og egenkapitalverdi

Legger man verdien av ikke driftsmessige eiendeler til verdien av driften, kommer man frem til Jotuns selskapsverdi. Om man deretter trekker fra verdien av selskapets gjeld, har man funnet verdien av egenkapitalen. Tabellen nedenfor viser utregningene:

Tabell 12: Selskapsverdi og verdi av egenkapitalen

| | |
|----------------------------------|-------------------|
| Verdi av driften | 18 035 050 |
| + Overskuddslikviditet | 486 502 |
| + Ikkekonsoliderte investeringer | 15 939 |
| + Pensjonsmidler | 72 625 |
| + Andre langsiktige fordringer | 102 248 |
| = Selskapsverdi: | 18 712 364 |
| - Langsiktig gjeld: | 191 923 |
| - Kortsiktig rentebærende gjeld: | 681 621 |
| - Pensjonsforpliktelser | 148 984 |
| = Verdi av egenkapitalen: | 17 689 836 |

7.1.5 Verdi per aksje

Jeg har kommet frem til en verdi av egenkapitalen i Jotun på kr 17 689 836 000. Verdien per aksje finner man ved å dele beregnet verdi av egenkapitalen på antall aksjer utestående.

Tabell 13: Beregnet verdi per aksje

| | |
|----------------------------------|-------------------|
| Beregnet verdi av egenkapitalen: | 17 689 836 000 kr |
| Antall aksjer: | 342 000 |
| Beregnet verdi per aksje: | 51 725 kr |

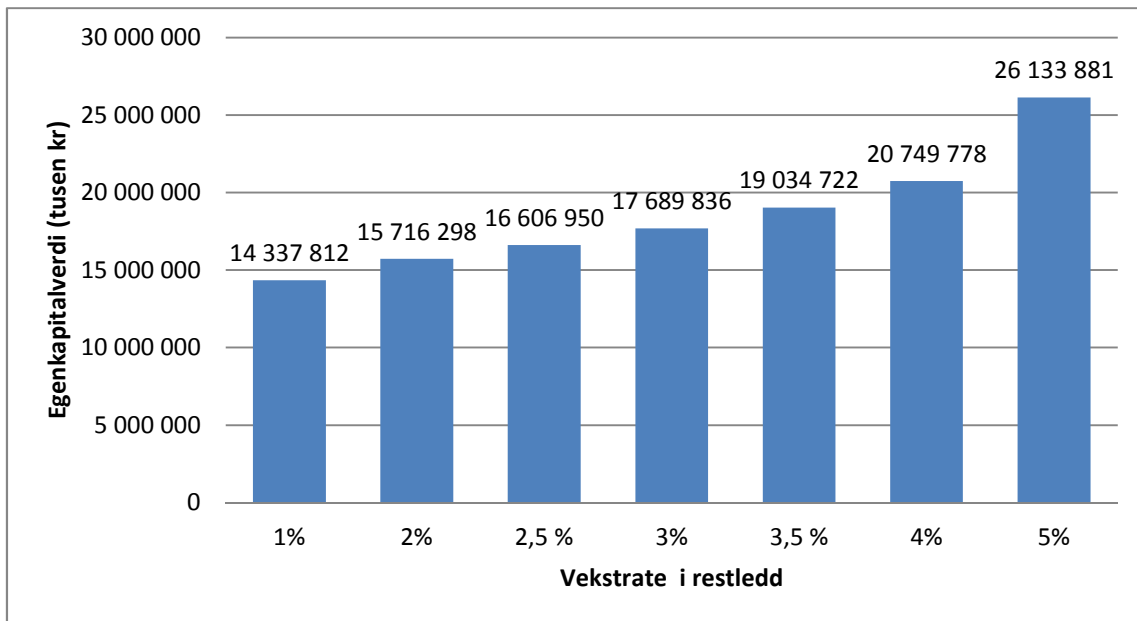
Siden verdivurderingen beregnes ut fra forventet kontantstrøm for selskapet, er det ikke tatt hensyn til kontrollpremien knyttet til A-aksjer i beregningen av verdi per aksje. For de stemmesterke A-aksjene kommer kontrollpremien som et påslag i prisen i forhold til beregnet verdi per aksje.

7.2 Sensitivitetsanalyse

En verdivurdering av et selskap er basert på en rekke usikre prognoser og antakelser. I følge Penman (2010) er det derfor fornuftig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor sensitivt verdierestimatet er for endringer i sentrale forutsetninger. De sentrale forutsetningene jeg har undersøkt effekten av å endre, mens alle andre forutsetninger holdes like, er: vekstfaktor i restleddet, avkastningskrav, antatt vekst i driftsinntektene og til slutt varekostnader.

7.2.1 Endring av vekstrate i restleddet

Basert på historisk vekst i kjemisk industri valgte jeg å forutsette 3 % vekst i tiden etter prognoseperioden. Dette er en anelse høyere enn Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %, noe som synes rimelig siden Jotun har operasjoner i en rekke land med langt høyere inflasjon enn i Norge. For å undersøke hvor sensitiv min verdivurdering av Jotun er til feil i antatt vekstrate, har jeg endret vekstfaktoren, g , med +/- 0,5, 1 og 2 prosentpoeng mens alt annet holdes likt.

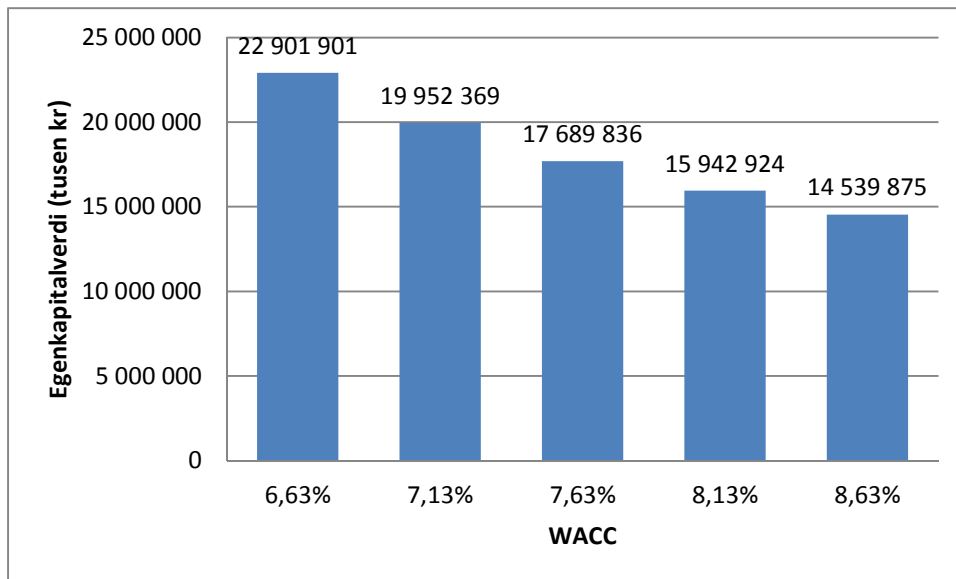


Figur 9: Verdi av egenkapitalen i Jotun ved bruk av ulike evige vekstrater

Som man ser av figuren over er verddivurderingen relativt sensitiv for endret vekstrate i restleddet. Ved å endre g fra 3 % til 4 % blir beregnet verdi av egenkapitalen 17,3 % høyere, mens 2 % evig vekst gir 11 % lavere verdi. Siden Norges Banks inflasjonsmål er 2,5 % er det mange som bruker dette som evig vekstfaktor i verddivurdering av selskap. Det er derfor kanskje spesielt interessant å legge merke til at beregnet verdi av egenkapitalen i Jotun er omtrent 16,6 milliarder kroner med 2,5 % vekst etter prognoseperioden. Dette tilsvarer 48.558 kroner per aksje.

7.2.2 Endring av kapitalavkastningskrav

Det vektete avkastningskravet, WACC, brukes i beregningen av restleddet, samt til å diskontere fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. Til tross for at det ligger grundige beregninger og offentlige nøkkeltall bak de fleste av parametrene som er brukt i beregningen av WACC, er det en del usikkerhet knyttet til enkelte parametere, og særlig til verdien av aksjekapitalen. Siden jeg anser estimatet for avkastningskrav for å være relativt troverdig, har jeg undersøkt effekten av endringene +/- 0,5 og +/- 1 prosentpoeng. Figur 10, nedenfor, viser egenkapitalverdien av Jotun ved bruk av ulike avkastningskrav.



Figur 10: Egenkapitalverdi ved bruk av ulike avkastningskrav

Figuren viser at verdiberegningen er svært sensitiv til endringer i avkastningskrav. Ved bruk av WACC på 6,63 % blir for eksempel egenkapitalverdien nesten 23 milliarder kroner, noe som er over 29 % mer enn det opprinnelige verdiestimatet. Siden kapitalavkastningskravet er beregnet ut fra enkelte forutsetninger, har jeg i stedet valgt å se på effekten av å endre det jeg mener er den mest usikre forutsetningen som inngår i beregningen.

Verdien av aksjekapitalen inngår naturligvis i verdien av egenkapitalen, og påvirker dermed vekten som legges på egenkapitalens avkastningskrav. Siden verdien av egenkapitalen skal gjenspeile reell verdi, valgte jeg å se bort fra bokført verdi av aksjekapitalen som må sies å være svært urealistisk lav (300 kr per aksje). Kapitalavkastningskravet ble beregnet på et tidspunkt lenge før jeg var kommet frem til beregnet verdi av selskapet. Jeg antok at Orklas bud var over reell verdi per aksje på grunn av kontrollpremien og valgte i stedet å bruke det analytikere i følge Dagens Næringsliv mente selskapet var verdt på dette tidspunktet. Siden dette er et usikkert estimat, er det interessant å se hvilken innvirkning det har på kapitalavkastningskravet og verdien om jeg hadde brukt bokført verdi av aksjekapitalen eller verdi ut ifra budet fra Orkla. I tillegg er det interessant å se hva egenkapitalverdien blir ved bruk av min beregnede verdi i utregningen av kapitalavkastningskrav.

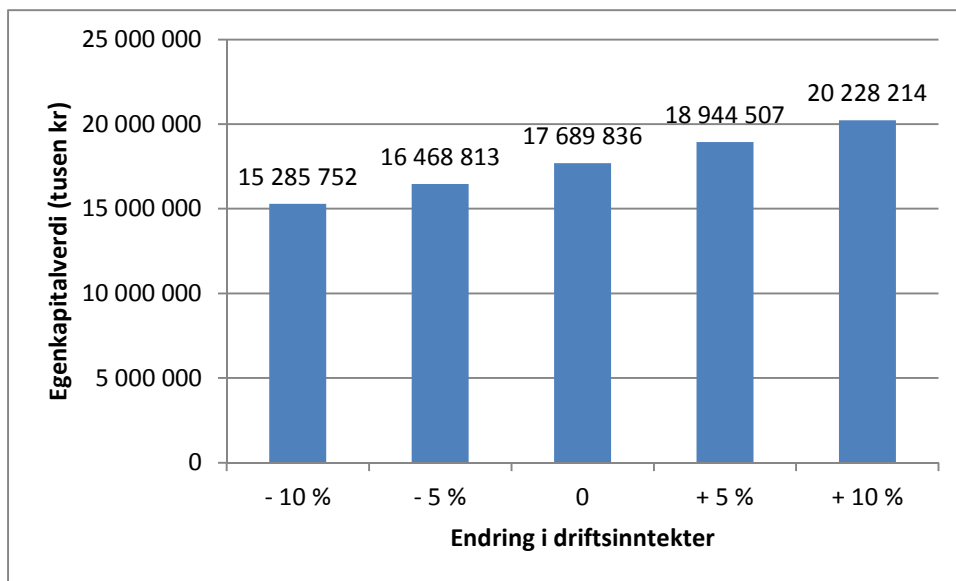
Tabell 14: Verdi ved ulike anslag på aksjekapital i beregningen av avkastningskrav

| | Aksjekapital | WACC | Verdi | Per aksje |
|----------------------------------|---------------------|-------------|--------------|------------------|
| Med bokført AK | 102 600 | 6,84 % | 22 035 659 | 64432 |
| Med verdi anslått av analytikere | 12 000 000 | 7,63 % | 17 689 836 | 51725 |
| Med min beregnede verdi | 17 689 836 | 7,76 % | 17 140 578 | 50119 |
| Med verdi tilsvarende Orklas bud | 23 940 000 | 7,85 % | 16 776 219 | 49053 |

Man ser av tabellen over at hvilken verdi man bruker på aksjekapitalen, har liten effekt på avkastningskravet og dermed også på selskapsverdien, når man ser bort fra avkastningskravet ved bruk av bokført aksjekapital, som bryter med prinsippet om at markedsverdi skal brukes. Forskjellen mellom avkastningskravet ved bruk av verdien anslått av analytikere og verdien som tilsvarende Orklas bud er bare 0,2 prosentpoeng, til tross for at verdien som tilsvarende Orklas bud er nesten dobbelt så stor. Man kan derfor trygt si at beregningen av avkastningskravet, og dermed og verdien, er lite sensitiv for endringer i reell verdi på aksjekapitalen. Siden Orklas bud kun var på A-aksjene med tilhørende kontrollpremie, som gjør at de har en høyere verdi enn B-aksjene, virker det derfor som en rimelig antakelse at jeg brukte analytikerens anslag på Jotuns verdi til utregning av kapitalavkastningskravet.

7.2.3 Endring av driftsinntektene

Til tross for at det ligger mye analyse av fremtiden bak prognostiseringen av utviklingen i omsetning i prognoseperioden, er prognosene utarbeidet uten bidrag fra selskapet selv utover det som er offentlig kjent gjennom finansielle rapporter. Anslagene på utviklingen i driftsinntektene i prognoseperioden må derfor ses på som usikre. Ved å endre omsetningen med +/- 5 og 10 % i prognoseperioden har jeg undersøkt hvor sensitiv verdiberegningen er i forhold til feil i prognostisert omsetning.

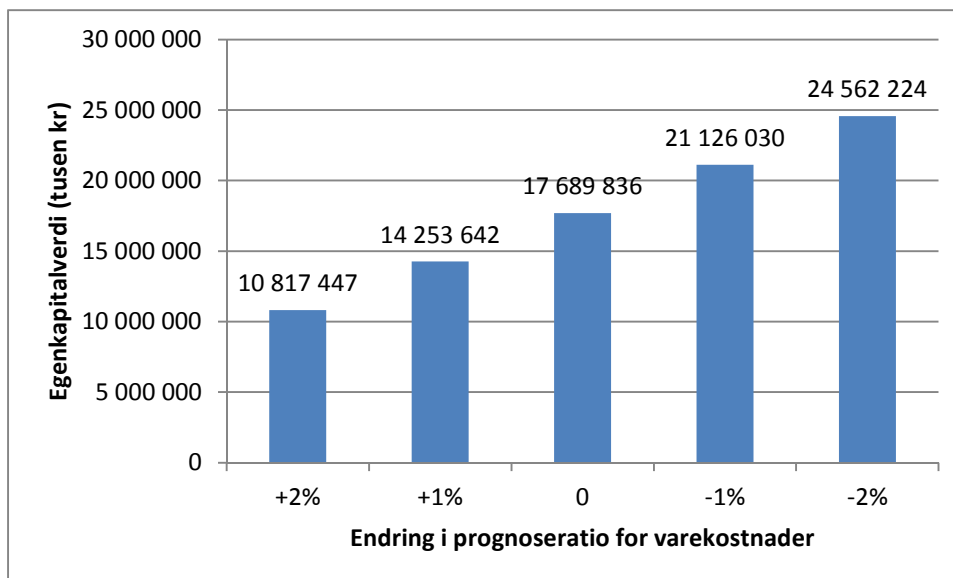


Figur 11: Eigenkapitalverdi ved endring i prognostiserte driftsinntekter

Figur 11 viser at verdiestimatet påvirkes i relativt liten grad av endring i prognostiserte driftsinntekter. Grunnen til dette er at til tross for at alle andre forutsetninger holdes like, beregnes en stor del av driftskostnadene i prognoseperioden ut fra en ratio i forhold til omsetningen, slik at kostnadene også endres.

7.2.4 Endring av varekostnader

Varekostnader er en viktig post i Jotuns resultatregnskap, som tilsvarer over halvparten av selskapets driftskostnader. Da varekostnader skulle prognostiseres for prognoseperioden, tok jeg utgangspunkt i historisk forholdstall mellom varekostnader og *sum driftsinntekter*. Det er for tiden høye råvarepriser i malingsbransjen, men på sikt har jeg forutsatt at bransjens marginer igjen normaliserer seg. Jeg har forutsett varekostnader lik 58 % av omsetningen i 2011, 56 % i 2012 og 55 % i denne ratioen i resterende år. For å undersøke hvor mye en endring i denne antakelsen påvirker verdiestimatet har jeg endret ratioen som brukes til å beregne årlige varekostnader ut fra omsetningen med +/- 1 og 2 prosentpoeng.



Figur 12: Effekt på egenkapitalverdien av endring i prognoseratioen for varekostnader.

Det viser seg at verdiberegningen er svært sensitiv i forhold til endringer i prognostiserte varekostnader. Selv en tilsynelatende liten endring i prognoseratioen, som brukes til å beregne varekostnadene i prognoseperioden, har svært stor innvirkning på beregningen av selskapets verdi. Ett prosentpoengs økning i prognoseratioen fører til at selskapets verdi synker med over 3,4 milliarder kroner, noe som tilsvarer 19,4 % av den opprinnelig beregnede egenkapitalverdien for Jotun. Til tross for at estimerte varekostnader er godt fundamentert i historiske forholdstall og forventet utvikling i selskapets margin, kan man naturligvis stille spørsmålsteget ved verdiberegningens troverdighet når en så liten endring i prognoseratioen gjør så stor utslag på verdien.

7.2.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen har med tydelighet vist at verddivurdering av et selskap ikke er noen eksakt vitenskap. Det ligger en rekke subjektive vurderinger bak et verdianslag, og små endringer i sentrale forutsetninger kan ha stor innvirkning på selskapsverdien. I oppkjøpssituasjoner kan dette utnyttes strategisk ved å tilpasse forutsetninger for å justere verdien, og det er vanlig at verdien av et selskap sett fra kjøpers og selgers ståsted er ulike. For børsnoterte selskap kan man derimot si at markedet er fasiten siden markedskursen gjenspeiler hva markedet i gjennomsnitt mener selskapet er verdt.

7.3 Beregning av kontrollpremie for Jotun

Ut fra de antatte og beregnede verdiene på de forskjellige parametrene i Rydqvist (1996) sin modell, som er listet opp i tabellen til slutt i kapittel 4.3, kan man estimere merverdien av en A-aksje i Jotun i forhold til en B-aksje. Differansen $V_A - V_B$ er kjent som kontrollpremien, og beregnes med formelen nedenfor.

$$V_A - V_B = \pi_i E_i[f_i p_r] + \pi_r E_r[f_r \max(p_i - \alpha z, 0)]$$

Etter innsetting av parametrenes verdi blir formelen:

$$V_A - V_B = 0,75[0,1 * 70337] + 0,25[0,192 * \max(262172 - 3900; 0)] = 17688$$

Ut fra mine forutsetninger har jeg med Rydqvists modell (1996) beregnet kontrollpremien i Jotun til å være 17.688 kroner. Ved å legge kontrollpremien til den beregnede verdien per aksje, kommer jeg frem til verdien av en A-aksje i Jotun:

$$V_A = 51725 + 17688 = 69413$$

Det er imidlertid viktig å påpeke at den beregnede kontrollpremien for A-aksjene i Jotun gjelder for situasjonen i månedsskiftet august/september 2011 da det forelå et bud fra Orkla. Kontrollpremien vil synke ved lavere sannsynlighet for oppkjøpsforsøk. Om man for eksempel setter sannsynligheten for en kontrollkonflikt som henholdsvis kontrollerende eier og rivalen vinner til 0,4 og 0,1 med alle andre forutsetninger like, blir beregnet kontrollpremie 7779 kroner.

For å kunne sammenligne den beregnede kontrollpremien for Jotun med Rydqvists (1996) studie av observert kontrollpremie ved oppkjøpsforsøk på Stockholmsbørsen i tidsrommet 1983-1990, har jeg brukt den samme formelen for justert kontrollpremieandel:

$$S_A \left(\frac{V_A - V_B}{V_B} \right) = \frac{1}{3} * \left(\frac{17688}{51725} \right) = 11,4 \%$$

8. Diskusjon

I min beregning av kontrollpremien knyttet til A-aksjene i Jotun har jeg kommet frem til en kontrollpremie på 17 688 kroner, Justert for A-aksjenes andel av aksjekapitalen utgjør kontrollpremien 11,4 %. Dette er godt over gjennomsnittet på 4 % i Rydqvists (1996) undersøkelse av observert kontrollpremie ved oppkjøpsforsøk på Stockholmsbørsen, men til tross for at kontrollpremiens størrelse er i det øvre sjiktet, fant Rydqvist eksempler på kontrollpremie helt opp i 17 %. Dyck & Zingales (2004) har estimert gjennomsnittlig kontrollpremie for børsnoterte norske selskap til å være 1,5 %. Som blant andre Nenova (1993) skriver, øker kontrollpremiens størrelse med sannsynligheten for en kontrollkonflikt, og jeg anser derfor funnene i Rydqvist (1996) for å gi bedre sammenligningsgrunnlag med tanke på at den studien er fokusert på tilfeller hvor det foreligger et oppkjøpsforsøk.

For børsnoterte selskap med to aksjeklasser er det vanlig at A-aksjene i stor grad eies av de største eierne, og at mesteparten av handelen i selskapet foregår i B-aksjene. Ved en vesentlig likviditetsforskjell mellom aksjeklassene vil det trekkes en likviditetspremie fra prisen på den mindre likvide aksjen (Ødegaard, 2007). Jotun er ikke børsnotert og både A- og B-aksjene i selskapet omsettes i svært liten grad. Likviditetspremien som normalt reduserer kontrollpremiens størrelse er dermed ikke gjeldende i Jotun, noe som bidrar til å forklare hvorfor kontrollpremien i selskapet er høy i forhold til Rydqvists funn fra Stockholmsbørsen. Siden effekten av at B-aksjene er mer likvide ikke er tatt med i modellen, kan dette gjøre at observert prisforskjell mellom A- og B-aksjene for børsnoterte selskap er mindre enn beregnet kontrollpremie med Rydqvists modell.

I følge Bergström og Rydqvist (1992) og Rydqvist (1996) øker kontrollpremiens størrelse med kontrollerende eiers eierandel siden hans eller hennes makt er større, dess større eierandelen er. Smith og Amoako-Adu (1995) mener derimot at økt eierkonsentrasjon har motsatt effekt siden høy eierandel hos kontrollerende eier reduserer sannsynligheten for et oppkjøpsforsøk. Siden min utregning av kontrollpremie er basert på Rydqvists teori, er Gleditsch-familiens høye eierandel en medvirkende årsak til den høye beregnede kontrollpremien på A-aksjene i Jotun.

Siden Orkla var villige til å betale en forholdsvis høy kontrollpremie på A-aksjene i Jotun for å sikre seg kontroll, indikerer det at Orkla så på Jotun som en strategisk, heller enn en

økonomisk investering. Hadde oppkjøpsforsøket vært økonomisk motivert, ville de trolig samtidig ha bydd på B-aksjene. Dette indikerer at kontroll over selskapet har en merverdi for Orkla, og at de anser at det ligger private fordeler knyttet til kontrollen over Jotun. For en utenforstående er det umulig å fastslå med sikkerhet hva som lå i de private fordelene Orkla ønsket å oppnå, men man kan spekulere i om det fra Orklas side forelå et ønske om kursendring i Jotun, noe de ikke fikk gjennomslag for som minoritetseier.

Ut fra daværende konsernsjef i Orkla, Bjørn Wiggens, kommentarer til Aftenposten den dagen budet ble kjent, er det tydelig at Orklas mål med budet var å oppnå minst 50 % eierandel i Jotun [23]. På Orklas hjemmeside finner man at: «Orklas mål er å gi aksjonærene en langsiktig avkastning godt over aksjemarkedets gjennomsnitt.»[24] Ved å oppnå over 50 % eierandel i Jotun, kunne Orkla ha konsolidert inn Jotuns resultater i sitt eget konsernregnskap, noe som hadde passet godt med Orklas strategi siden Jotun har vist meget god rentabilitet de seneste årene. I tillegg til et ønske om høy avkastning, har Orkla en uttalt strategi om å ekspandere selskapets virksomhet innen merkevarer, og sammen med fusjoner og oppkjøp mener man selv at det er der deres kjernekompetanse ligger[25].

Ett av hovedmålene til merkevaredivisjonen Orkla Brands er å vokse «gjennom eksisterende virksomhet og via oppkjøp»[25]. Man kan derfor tenke seg at om Orkla-konsernet ønsket et kursskifte i Jotun, uten å få gjennomslag for det som minoritetseier, kan det ha hatt sin bakgrunn i at Orkla ønsket å utnytte muligheter til å oppnå en enda høyere vekst. Wiggen pekte i Aftenposten spesielt på den marine sektoren som et område han mente Jotun var godt posisjonert for vekst som følge av betydelige strukturelle endringer i bransjen internasjonalt, og som Orkla ønsket å videreutvikle. Om Orkla var av den oppfatningen at dette var muligheter som burde utnyttes raskt ved at Jotun foretok oppkjøp eller økte investeringsraten kan dette ha vært merverdien Orkla mener ligger i det å overta kontrollen. Jotuns vekststrategi i dag er jo å vokse gjennom organisk vekst. En annen mulig merverdi Orkla kan ha antatt at det lå i kontroll er synergieffektene ved å utnytte Orklas merkevarekompetanse bedre, samt å redusere støttefunksjoner i Jotun, siden Orkla Brands i stor grad har felles støttefunksjoner[26].

På samme måte som Orklas bud på A-aksjene i Jotun må ses på som en strategisk investering, er det også grunn til å anta at Gleditsch-familiens begrunnelse for å avslå budet i større grad

var strategisk enn økonomisk. Min verdivurdering av Jotun har vist at Orklas bud trolig var høyere enn nåverdien av selskapet per aksje, men familien har uttalt en rekke ganger at de er langsiktige eiere i Jotun, og avslaget er trolig heller et resultat av tradisjon enn pris.

Sannsynligheten for en kontrollkonflikt er inkludert som to parametere i modellen og vil påvirke størrelsen på kontrollpremie i stor grad. Dermed vil kontrollpremie være betydelig lavere i dag, når det verken foreligger noe bud eller informasjon om mulige kontrollkonflikter på eiersiden i selskapet. Til tross for at estimert kontrollpremie stemmer godt overens med differansen mellom verdien per aksje og Orklas bud på A-aksjene i Jotun, er det knyttet usikkerhet til flere av forutsetningene og parametrene som ligger bak verdivurderingen. Den bør derfor kun ses på som en indikasjon på verdien av selskapet. Oppgaven er i sin helhet basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og en analytiker med full innsikt i Jotuns regnskaper og fremtidsprognoser, vil ha bedre forutsetninger for å anslå utviklingen i inntekter og kostnader. For vedkommende ville det derfor også være mulig å beregne selskapets verdi med større nøyaktighet. Når det gjelder beregningen av kontrollpremie knyttet til A-aksjene, er det ulik grad av usikkerhet knyttet til parametrene i modellen. Parametrene for eierandel kan man lett finne verdien av, sannsynlighets-parametrene er mulig å anslå, mens det er knyttet stor usikkerhet til parametrene som angir de private fordelene ved å ha kontroll over selskapet. Til tross for stor usikkerhet knyttet til enkelte deler av beregningen, anser jeg mine resultater for å være rimelige. Rydqvist-modellen indikerer at det er en betydelig kontrollpremie knyttet til A-aksjene i Jotun, og Orkla bekreftet selv ovenfor Dagens Næringsliv at de anslo B-aksjene i Jotun for å være verdt betraktelig mindre enn A-aksjene [26].

9. Konklusjon

I denne avhandlingen har jeg analysert og drøftet følgende forskningsspørsmål:

Kan Rydqvist-modellen forklare differansen mellom Orklas bud på Jotun og nåverdien av selskapet?

Ved bruk av Rydqvist-modellen har jeg beregnet kontrollpremien på A-aksjene i Jotun til å være 17 688 kroner. Orklas bud på A-aksjene i Jotun var på 70 000 kroner per aksje, mens jeg har beregnet verdien per aksje til å være 51.725 kroner. Differansen mellom budet og verdien per aksje er 18 275 kroner og forklares dermed langt på vei med kontrollpremien jeg har beregnet for Jotun med Rydqvists modell.

Min beregning av kontrollpremien på A-aksjer i Jotun er situasjonsbetinget, og må ikke tolkes som et anslag på den generelle prisforskjellen mellom A- og B-aksjene i Jotun.

Dette casestudiet gir støtte til at modellen er godt egnet til å beregne kontrollpremien på A-aksjene i et selskap under en kontrollkonflikt. Imidlertid er ikke likviditetseffekten inkludert i modellen, og for børsnoterte selskap vil B-aksjenes høyere likviditet kunne medføre at observert prisforskjell mellom A- og B-aksjene er lavere enn beregnet kontrollpremie.

I en situasjon uten åpenbar kontrollkonflikt vil det være vanskeligere å anslå de viktige parametrene «sannsynligheten for en kontrollkonflikt som henholdsvis nåværende eier og rivalen vinner».

En interessant problemstilling for fremtidig forskning kan derfor være å undersøke Rydqvist-modellens egnethet for beregning av kontrollpremien i selskap der det ikke er like åpenbart at det er en kontrollkonflikt. Det finnes også andre modeller for beregning av kontrollpremien, og et annet utgangspunkt jeg kan tenke meg for videre forskning på området er en sammenligning som undersøker om de ulike beregningsmetodene kommer frem til noenlunde samme resultat.

Referanser

- Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel.* (2007).
- Bergström, C., & Rydqvist, K. (1992). Differentiated bids for voting and restricted voting shares in public tender offers. *Journal of Banking and Finance* 16, ss. 97-114.
- Boye, K., & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og Oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Bråthen, T. (2008). *Selskapsrett, 3. utgave*. Oslo: Focus Forlag.
- Bryn, T. (1997). *Visjon, farve, form, Jotuns historie samlet og fortalt av Torstein Bryn*. Sandefjord: Jotun A/S.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004, April). Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, ss. 537-600.
- Fernández, P., Aguirreamalloa, J., & Corres, L. (2011). *Market Risk Premium Used in 56 Countries in 2011*. Madrid: IESE Business School - University of Navarra.
- Frost & Sullivan. (2010, Juni). *Strategic Analysis of the Paint and Coatings Industry 2010*. Hentet mai 15, 2012 fra <http://www.slideshare.net/FrostandSullivan/strategic-analysis-of-the-paint-coatings-industry-2010>
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans, nr 2*, ss. 3-18.
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2008). *Exploring corporate strategy, 8th ed.* Harlow: Prentice Hall.
- Khachaturyan, A. (2008). *The EU Approach to Corporate Governance*. Washington, DC: International Finance Corporation.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies. Fifth edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Nenova, T. (2001). How to dominate a firm with valuable control? *Dual class firms around the world: Regulation security-voting structure, and ownership patterns*. Cambridge, MA: Harvard University, unpublished working paper.
- Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 68, ss. 325-351.
- Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston, MA: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (2008, 1). The five competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review* 86, ss. 78-93.

- PwC Norge. (2011). *Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012*. Oslo: PricewaterhouseCoopers International Limited.
- Rydqvist, K. (1996). Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights. *Journal of banking and finance*. Vol 20, Issue 8, ss. 1407-1425.
- Smith, B. F., & Amoako-Adu, B. (1995, Juni). Relative Prices of Dual Class Shares. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 30, No 2., ss. 223-239.
- Weiss, K. D. (1997). Paint and coatings: A mature industry in transition. *Progress in Polymer Science*, 203–245.
- Ødegaard, B. (2007). Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity? *Journal of Banking and Finance* 31, ss. 3621-3645.

Internettkilder:

- [1] Orkla ønsker majoritet i Jotun – byr på A-aksjene. Orkla ASA. Web-side: <http://www.orkla.no/Nyheter-og-Media/Nyheter/Orkla-oensker-majoritet-i-Jotun-byr-paa-A-aksjene>. Publisert 31.08.2011. Hentet: 23.02.2012
- [2] Om Jotun – Historie. Jotun A/S. Web-side: www.jotun.no. Hentet: 23.02.2012.
- [3] Mirakelet som ble en realitet. Nyhetsbyrået Newswire. Web-side: <http://www.newswire.no/?adv=0&melding=274&bilde=66&side=20&kunde=50&left=2&right=1>. Publisert 22.08.1996. Hentet:24.02.2012
- [4] Orkla vil ta styringen i Jotun. Aftenposten Morgen. Web-side: <http://onlinesos.aftenposten.no/tjenester/archive/show.htm?catalog=86805&page=70&date=1.9.2011>. Publisert: 01.09.2011. Hentet: 13.05.2012.
- [5] Fakta om Jotun. Jotun A/S. Web-side: www.jotun.no. Hentet: 23.02.2012
- [6] Pressemelding: Jotuns driftsinntekter steg i 2011. Jotun A/S. Web-side: <http://www.jotun.no/www/20020059.nsf/viewUNID/A7DB706EFDA2B735C12579AA0034376C!OpenDocument>. Publisert 20.02.2012. Hentet: 28.02.2012
- [7] Risnæs, I.G.; Enstemmig nei til Orkla. Dagens Næringsliv. Web-side: <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2218557.ece>. Publisert: 08.09.2011. Hentet: 13.01.2012.
- [8] Oslo Børs. Web-side: <http://www.oslobors.no/>. Hentet: 14.03.2012.

- [9] Nasdaq OMX Nordic. Web-side: <http://www.nasdaqomxnordic.com/>. Hentet: 15.03.2012.
- [10] Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven). Lovdata.no. Web-side: <http://lovdata.no/all/nl-20070629-075.html>. Publisert 29.06.2007. Hentet: 07.03.2012
- [11] Historiske kurser. Nasdaq OMX Nordic. Web-side: <http://www.nasdaqomxnordic.com/aksjer/historiskekurser/>. Hentet: 13.03.2012.
- [12] Oslo Børs. Web-side: <http://www.oslobors.no>. Hentet: 16.02.2012.
- [13] Lov om aksjeselskaper (aksjeloven). Lovdata.no. Web-side: <http://lovdata.no/all/tl-19970613-044-027.html>. Hentet: 05.03.2012.
- [14] About us. AkzoNobel. Web-side: <http://www.akzonobel.com/aboutus/>. Hentet: 02.04.2012.
- [15] AEX-index – product information. NYSE Euronext. Web-side: <http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-2667-EN-NL0000000107.html?selectedMep=2>. Hentet: 02.04.2012
- [16] Historiske tall – daglige data. Norges Bank. Web-side: http://www.norges-bank.no/WebDAV/stat/no/renter/v2/renter_daglig_ukoplet.xls. Hentet: 17.04.2012.
- [17] «Uaktuelt» å selge til Orkla. Dagens Næringsliv. Web-side: <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article2212251.ece>. Publisert: 02.09.2011. Hentet: 13.01.2012
- [18] Inflasjon. Norges Bank. Web-side: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/>. Publisert: 29.06.2006. Hentet: 19.05.2012
- [19] Indikatorer for prisvekst. Norges Bank. Web-side: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/indikatorer-for-prisvekst/>. Hentet: 19.05.2012.
- [20] Wålen, T.R., TDN Finans. - Det er bygget altfor få boliger. Dagens Næringsliv. Web-side: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2372052.ece>. Publisert: 12.04.2012. Hentet: 07.05.2012
- [21] Gjør klart for shippingkrise. E24. Web-side: <http://e24.no/naeringsliv/gjoer-klart-for-shippingkrise/3000683>. Publisert: 27.03.2009. Hentet: 08.05.2012.
- [22] - Når det går til helvete, er det en mulighet – ikke ett problem. N24. Web-side: <http://e24.no/boers-og-finans/naar-det-gaar-til-helvete-er-det-en-mulighet-ikke-et-problem/20227656>. Publisert: 08.05.2012. Hentet: 08.05.2012.

- [23] Valvik, M. og Gustavsen, Ø.: Orkla vil ta styringen i Jotun. Aftenposten Morgen. Web-side: <http://eavis.aftenposten.no/aftenposten/86805/archive/demo/?page=70>. Dato: 01.09.2011. Hentet: 13.01.2012.
- [24] Strategi. Orkla ASA. Web-side: <http://www.orkla.no/Om-Orkla/Strategi>. Hentet: 29.05.2012.
- [25] Strategi for Orkla Brands. Orkla ASA. Web-side: <http://www.orkla.no/Om-Orkla/Strategi/Strategi-for-Orkla-Brands>. Hentet: 29.05.2012.
- [26] Drevfelin, C., Finstad, Ø. og Riisnæs, I.G.; Kjøper seg opp i Jotun-konkurrent. Dagens Næringsliv. Web-side: <https://web.retriever-info.com/services/archive.html?method=displayDocument&documentId=05500820110901C44F15890F3A876AFC937B6079C40EBB&serviceId=2>. Dato: 01.09.2011. Hentet: 13.01.2012.

Årsrapporter:

- Jotun AS, årsrapporter for 2005-2011. Kan hentes elektronisk fra: <http://www.jotun.no/www/com/20020189.nsf/viewUNID/F8336336A9A5C5A9C125747E00457F43!OpenDocument>
- AkzoNobel Financial Report 2011. Hentet fra: http://www.akzonobel.com/investor_relations/annual_report/

Vedlegg

Vedlegg 1: Konsernregnskap 2005-2010

Balanse:

EIENDELER

(Beløp i hele tusen NOK)

| | 31.12.2010 | 31.12.2009 | 31.12.2008 | 31.12.2007 | 31.12.2006 | 31.12.2005 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ANLEGGSMIDLER | | | | | | |
| Immaterielle eiendeler | | | | | | |
| Utsatt skattefordel | 117 595 | 143 062 | 162 390 | 103 753 | 93 656 | 68 603 |
| Andre immaterielle eiendeler | 43 581 | 74 336 | 85 841 | 114 509 | 151 141 | 147 422 |
| Sum immaterielle eiendeler | 161 177 | 217 398 | 248 231 | 218 262 | 244 797 | 216 025 |
| Varige driftsmidler | | | | | | |
| Tomter | 166 116 | 140 880 | 133 717 | 108 097 | 99 480 | 92 003 |
| Bygninger og anlegg | 923 450 | 856 925 | 889 645 | 651 211 | 689 176 | 692 606 |
| Maskiner, transportmidler og inventar | 666 959 | 669 947 | 725 781 | 515 048 | 590 189 | 601 312 |
| Anlegg under utførelse | 377 567 | 117 947 | 162 824 | 196 418 | 82 513 | 53 911 |
| Sum varige driftsmidler | 2 134 093 | 1 785 698 | 1 911 967 | 1 470 775 | 1 461 358 | 1 439 833 |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | |
| Aksjer og andeler | 15 939 | 15 813 | 15 813 | 8 291 | 8 009 | 8 442 |
| Pensjonsmidler | 72 625 | 73 757 | 85 243 | 85 081 | 83 480 | 77 311 |
| Andre langsiktige fordringer | 102 248 | 113 353 | 53 249 | 36 493 | 38 603 | 40 727 |
| Sum finansielle anleggsmidler | 190 813 | 202 923 | 154 306 | 129 865 | 130 092 | 126 480 |
| Sum anleggsmidler | 2 486 082 | 2 206 019 | 2 314 504 | 1 818 902 | 1 836 247 | 1 782 337 |
| OMLØPSMIDLER | | | | | | |
| Varelager | 1 888 790 | 1 436 959 | 2 068 717 | 1 368 182 | 1 359 787 | 1 209 961 |
| Fordringer | | | | | | |
| Kundefordringer | 2 646 299 | 2 316 789 | 2 657 534 | 1 749 900 | 1 694 456 | 1 496 293 |
| Andre kortsiktige fordringer | 670 605 | 311 940 | 376 264 | 226 745 | 235 117 | 230 442 |
| Sum fordringer | 3 316 904 | 2 628 729 | 3 033 798 | 1 976 645 | 1 929 573 | 1 726 735 |
| Bankinnskudd, kontanter og lignende | 966 612 | 1 019 958 | 515 080 | 830 557 | 510 398 | 402 044 |
| Sum omløpsmidler | 6 172 305 | 5 085 646 | 5 617 595 | 4 175 384 | 3 799 758 | 3 338 740 |
| Sum eiendeler | 8 658 387 | 7 291 664 | 7 932 099 | 5 994 286 | 5 636 005 | 5 121 077 |

EGENKAPITAL OG GJELD

(Beløp i hele tusen NOK)

| EGENKAPITAL | 31.12.2010 | 31.12.2009 | 31.12.2008 | 31.12.2007 | 31.12.2006 | 31.12.2005 |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Innskutt egenkapital | | | | | | |
| Aksjekapital | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 |
| Sum innskutt egenkapital | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 |
| Opptjent egenkapital | | | | | | |
| Annen egenkapital | 4 253 870 | 3 597 913 | 3 620 103 | 2 839 732 | 2 763 668 | 2 592 288 |
| Sum opptjent egenkapital | 4 253 870 | 3 597 913 | 3 620 103 | 2 839 732 | 2 763 668 | 2 592 288 |
| Minoritetsinteresser | 376 166 | 340 472 | 297 649 | 183 239 | 120 518 | 116 054 |
| Sum egenkapital | 4 732 636 | 4 040 985 | 4 020 353 | 3 125 571 | 2 986 786 | 2 810 942 |
| GJELD | | | | | | |
| Avsetning for forpliktelser | | | | | | |
| Pensjonsforpliktelser | 148 984 | 174 519 | 120 781 | 108 846 | 107 924 | 118 325 |
| Utsatt skatt | 24 639 | 20 772 | 25 613 | 16 393 | 22 989 | |
| Andre avsetninger for forpliktelser | 55563 | 55790 | 2440 | 0 | 119 | 7960 |
| Sum avsetning for forpliktelser | 229 186 | 251 081 | 148 834 | 125 240 | 131 032 | 126 285 |
| Annen langsiktig gjeld | | | | | | |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 191 923 | 237 079 | 168 379 | 61 807 | 56 567 | 144 086 |
| Rentefri langsiktig gjeld | 21 886 | 23 408 | 47 252 | 42 493 | 35 201 | 38 309 |
| Sum annen langsiktig gjeld | 213 809 | 260 487 | 215 632 | 104 300 | 91 768 | 182 395 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | | |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 681 621 | 421 013 | 903 846 | 686 825 | 682 882 | 508 706 |
| Leverandørgjeld | 1 281 990 | 998 326 | 1 277 531 | 880 511 | 829 331 | 704 478 |
| Betalbar skatt | 205 940 | 187 630 | 199 898 | 154 037 | 133 941 | 99 364 |
| Skyldig offentlige avgifter | 120 702 | 137 944 | 127 197 | 113 372 | 107 972 | 104 309 |
| Avsatt utbytte | 256 500 | 225 720 | 205 200 | 205 200 | 171 000 | 153 900 |
| Annen kortsiktig gjeld | 936 003 | 768 478 | 833 607 | 599 231 | 501 293 | 430 700 |
| Sum kortsiktig gjeld | 3 482 756 | 2 739 111 | 3 547 279 | 2 639 176 | 2 426 419 | 2 001 457 |
| Sum gjeld | 3 925 751 | 3 250 679 | 3 911 745 | 2 868 716 | 2 626 230 | 2 310 136 |
| Sum egenkapital og gjeld | 8 658 387 | 7 291 664 | 7 932 098 | 5 994 287 | 5 613 016 | 5 121 078 |

Resultatregnskap

(Beløp i hele tusen NOK)

| | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---------------------------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | | 11 218 | | | | |
| Driftsinntekter | 12 002 743 | 703 | 10 442 250 | 8 872 209 | 7 732 966 | 6 710 212 |
| Beholdningsendring ferdigvarer | -213 056 | 342 203 | 348 089 | 24 854 | | |
| Varekostnad | 6 687 445 | 5 584 646 | 5 427 487 | 4 866 001 | 4 218 105 | 3 563 835 |
| Lønnskostnad | 1 806 707 | 1 754 280 | 1 699 321 | 1 337 329 | 1 232 225 | 1 178 163 |
| Avskrivninger | 297 584 | 261 916 | 228 535 | 226 032 | 221 749 | 205 579 |
| Tap på krav | 7 980 | 82 003 | 57 583 | 22 959 | 34 764 | 23 444 |
| Andre driftskostnader | 2 073 244 | 2 036 189 | 1 762 153 | 1 590 984 | 1 381 176 | 1 204 544 |
| Driftsresultat | 1 342 840 | 1 157 466 | 919 082 | 804 050 | 644 947 | 534 647 |
| Renteinntekter | 18 345 | 19 248 | 35 074 | 29 773 | 12 848 | 17 424 |
| Andre finansinntekter | 57 913 | 58 230 | 46 987 | 46 874 | 31 104 | 28 124 |
| Rentekostnader | -45 386 | -65 752 | -58 765 | -53 940 | -60 495 | -41 860 |
| Andre finanskostnader | -69 947 | -73 109 | -65 688 | -59 173 | -43 542 | -48 320 |
| Resultat før skattekostnad | 1 303 766 | 1 096 084 | 876 690 | 767 584 | 584 862 | 490 015 |
| Skattekostnad | -382 250 | -310 448 | -214 658 | -214 107 | -209 101 | -150 879 |
| Resultat før minoritetsandeler | 921 517 | 785 636 | 662 032 | 553 477 | 375 761 | 339 136 |
| Minoritetens andel av årets resultat | -155 954 | -181 381 | -117 446 | -76 642 | -45 136 | -34 387 |
| Årsresultat | 765 563 | 604 255 | 544 586 | 476 835 | 330 625 | 304 749 |

Vedlegg 2: Prognostisert konsernregnskap 2011-2026

| | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | 31.12.2026 |
|---------------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Balanse | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EIENDELER | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ANLEGGSMIDLER | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Immaterielle eiendeler | 124 091 | 130 178 | 135 463 | 130 078 | 127 481 | 129 458 | 130 532 | 130 603 | 129 630 | 129 541 | 129 953 | 130 052 | 129 956 | 129 826 | 129 865 | 129 930 |
| Utsatt skattefordel | 35 854 | 28 127 | 20 400 | 12 673 | 4 946 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Andre immaterielle eiendeler | 159 945 | 158 305 | 155 863 | 142 751 | 132 427 | 129 458 | 130 532 | 130 603 | 129 630 | 129 541 | 129 953 | 130 052 | 129 956 | 129 826 | 129 865 | 129 930 |
| Varige driftsmidler | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Tomter | 170 282 | 181 844 | 194 520 | 211 207 | 230 586 | 247 358 | 285 400 | 284 809 | 305 692 | 328 163 | 352 286 | 378 182 | 405 982 | 435 825 | 467 862 | 502 254 |
| Bygninger og anlegg | 1 087 183 | 1 161 002 | 1 241 933 | 1 348 476 | 1 472 201 | 1 579 286 | 1 694 476 | 1 818 396 | 1 951 726 | 2 095 195 | 2 249 210 | 2 414 547 | 2 592 038 | 2 782 575 | 2 987 119 | 3 206 698 |
| Maskiner, transportmidler og inventar | 890 704 | 951 182 | 1 017 487 | 1 104 775 | 1 206 140 | 1 293 873 | 1 388 245 | 1 489 771 | 1 599 004 | 1 716 545 | 1 842 727 | 1 978 183 | 2 123 597 | 2 279 700 | 2 447 276 | 2 627 175 |
| Anlegg under utførelse | 214 817 | 229 403 | 245 394 | 266 446 | 290 893 | 312 052 | 334 812 | 359 298 | 385 642 | 413 990 | 444 422 | 477 091 | 512 162 | 549 810 | 590 226 | 633 613 |
| Sum varige driftsmidler | 2 362 986 | 2 523 430 | 2 699 333 | 2 930 904 | 3 198 819 | 3 432 589 | 3 682 933 | 3 952 274 | 4 242 065 | 4 553 894 | 4 888 645 | 5 248 004 | 5 633 778 | 6 047 910 | 6 492 485 | 6 969 739 |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Aksjer og andeler | 16 146 | 16 308 | 16 585 | 16 900 | 17 255 | 17 686 | 18 128 | 18 582 | 19 046 | 19 522 | 20 010 | 20 511 | 21 023 | 21 549 | 22 088 | 22 640 |
| Pensjonsmidler | 93 949 | 106 937 | 114 198 | 122 153 | 132 638 | 144 808 | 155 341 | 166 871 | 178 860 | 191 975 | 206 086 | 221 236 | 237 436 | 254 957 | 273 698 | 293 817 |
| Andre langsiktige fordringer | 85 141 | 90 922 | 97 280 | 105 604 | 115 293 | 123 679 | 132 700 | 142 405 | 152 846 | 164 082 | 176 143 | 189 091 | 202 991 | 217 913 | 233 931 | 251 127 |
| Sum finansielle anleggsmidler | 195 236 | 214 166 | 228 043 | 244 662 | 265 186 | 286 173 | 306 169 | 327 857 | 350 752 | 375 578 | 402 240 | 430 837 | 461 513 | 494 418 | 529 717 | 567 584 |
| Sum anleggsmidler | 2 558 222 | 2 737 597 | 2 927 376 | 3 175 565 | 3 465 005 | 3 718 743 | 3 989 102 | 4 279 931 | 4 592 817 | 4 929 472 | 5 290 885 | 5 678 841 | 6 095 291 | 6 542 328 | 7 022 202 | 7 537 324 |
| OMLØPSMIDLER | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Varelagre | 2 367 309 | 2 428 312 | 2 551 199 | 2 770 061 | 3 024 219 | 3 244 197 | 3 480 820 | 3 735 381 | 4 009 269 | 4 303 985 | 4 620 366 | 4 960 003 | 5 324 607 | 5 716 013 | 6 136 190 | 6 587 254 |
| Fordringer | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Kundefordringer | 2 881 691 | 3 077 354 | 3 291 870 | 3 574 273 | 3 902 219 | 4 185 060 | 4 491 381 | 4 819 646 | 5 173 250 | 5 553 529 | 5 961 762 | 6 400 004 | 6 870 461 | 7 375 500 | 7 917 664 | 8 499 682 |
| Andre kortsiktige fordringer | 458 451 | 489 579 | 523 707 | 568 634 | 620 808 | 665 964 | 714 538 | 766 794 | 823 017 | 883 516 | 948 462 | 1 018 183 | 1 093 028 | 1 173 375 | 1 259 628 | 1 352 222 |
| Sum fordringer | 3 340 141 | 3 566 933 | 3 815 577 | 4 142 907 | 4 523 026 | 4 852 024 | 5 205 919 | 5 586 640 | 5 996 267 | 6 437 045 | 6 910 225 | 7 418 187 | 7 963 489 | 8 548 875 | 9 177 293 | 9 851 904 |
| Bankinnskudd, kontanter o.l. | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Nødvendig likviditet | 523 944 | 559 519 | 598 522 | 649 868 | 709 494 | 761 102 | 816 615 | 876 336 | 940 591 | 1 009 733 | 1 083 957 | 1 163 637 | 1 249 175 | 1 341 000 | 1 439 575 | 1 545 397 |
| Overskuddslikviditet | 620 388 | 669 774 | 725 129 | 786 410 | 853 733 | 927 082 | 1 006 296 | 1 096 161 | 1 197 503 | 1 311 005 | 1 437 885 | 1 578 373 | 1 737 294 | 1 916 808 | 2 120 382 | 2 374 995 |
| Sum omløpsmidler | 6 851 781 | 7 424 539 | 8 215 427 | 9 065 246 | 10 012 473 | 10 989 405 | 12 067 650 | 13 207 517 | 14 447 629 | 15 786 768 | 17 230 432 | 18 781 201 | 20 452 565 | 22 253 695 | 24 194 440 | 26 285 060 |
| Sum eiendeler | 9 410 003 | 10 162 136 | 11 142 803 | 12 240 812 | 13 477 478 | 14 708 148 | 16 046 752 | 17 487 448 | 19 040 446 | 20 716 240 | 22 521 317 | 24 460 042 | 26 547 855 | 28 796 024 | 31 216 641 | 33 822 374 |

Forts. neste side.

| | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| EGENKAPITAL OG GJELD | | | | | | | | | | | | | | | |
| EGENKAPITAL | | | | | | | | | | | | | | | |
| Innskutt egenkapital | | | | | | | | | | | | | | | |
| Akjeskapital | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 |
| Sum innskutt egenkapital | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 | 102 600 |
| Oppljent egenkapital | | | | | | | | | | | | | | | |
| Annen egenkapital | 4 694 824 | 5 208 507 | 5 845 331 | 6 585 213 | 7 359 949 | 8 202 193 | 9 113 384 | 10 096 521 | 11 157 116 | 12 301 139 | 13 534 975 | 14 864 975 | 15 298 256 | 17 842 528 | 19 506 074 |
| Sum oppljent egenkapital | 4 694 824 | 5 208 507 | 5 845 331 | 6 585 213 | 7 359 949 | 8 202 193 | 9 113 384 | 10 096 521 | 11 157 116 | 12 301 139 | 13 534 975 | 14 864 975 | 15 298 256 | 17 842 528 | 19 506 074 |
| Minoritetsinteresser | 411 220 | 449 541 | 491 432 | 537 228 | 587 291 | 642 019 | 701 847 | 767 251 | 838 749 | 916 910 | 1 002 355 | 1 095 762 | 1 197 873 | 1 309 500 | 1 431 529 |
| Sum egenkapital | 5 208 644 | 5 760 647 | 6 439 364 | 7 205 041 | 8 049 839 | 8 945 812 | 9 917 831 | 10 966 371 | 12 098 465 | 13 320 649 | 14 639 930 | 16 063 339 | 17 598 732 | 19 254 632 | 21 040 209 |
| GJELD | | | | | | | | | | | | | | | |
| Avsetning for forpliktelser | | | | | | | | | | | | | | | |
| Pensjonsforpliktelser | 166 217 | 189 196 | 202 042 | 216 126 | 234 667 | 256 198 | 274 834 | 294 680 | 316 445 | 339 647 | 364 614 | 391 417 | 420 189 | 451 077 | 484 235 |
| Utsatt skatt | 22 081 | 21 900 | 23 001 | 22 479 | 22 820 | 22 456 | 22 531 | 22 657 | 22 589 | 22 611 | 22 589 | 22 591 | 22 503 | 22 592 | 22 593 |
| Andre avsetninger for forpliktelser | 41 672 | 27 782 | 13 891 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sum avsetning for forpliktelser | 229 970 | 238 877 | 238 934 | 238 605 | 257 487 | 278 654 | 297 365 | 317 537 | 339 033 | 362 258 | 387 183 | 414 008 | 442 793 | 473 669 | 506 828 |
| Annen langsiktig gjeld | | | | | | | | | | | | | | | |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 | 191 923 |
| Rentefri langsiktig gjeld | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 | 21 886 |
| Sum annen langsiktig gjeld | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 | 213 809 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | | | | | | | | | | | |
| Gjeld til kredittinstitusjoner | 690 482 | 697 387 | 709 242 | 722 718 | 737 895 | 756 343 | 775 251 | 794 632 | 814 498 | 834 861 | 855 732 | 877 125 | 899 054 | 921 530 | 944 568 |
| Leverandørgjeld | 1 504 387 | 1 543 153 | 1 621 246 | 1 760 329 | 1 921 843 | 2 061 635 | 2 212 005 | 2 373 774 | 2 547 826 | 2 735 113 | 2 936 168 | 3 152 002 | 3 383 702 | 3 632 434 | 3 899 450 |
| Betalbar skatt | 276 577 | 317 915 | 390 539 | 431 883 | 479 221 | 513 323 | 553 809 | 596 405 | 642 550 | 693 957 | 749 011 | 805 976 | 869 450 | 936 777 | 1 009 297 |
| Skyldig offentlige avgifter | 122 271 | 123 494 | 125 593 | 127 980 | 130 667 | 133 934 | 137 282 | 140 714 | 144 232 | 147 838 | 151 534 | 151 534 | 151 534 | 151 534 | 151 534 |
| Avsatt utbytte | 246 962 | 287 694 | 356 662 | 403 179 | 445 102 | 471 710 | 510 323 | 550 618 | 593 999 | 640 724 | 691 025 | 744 883 | 802 727 | 864 889 | 931 690 |
| Annen kortsiktig gjeld | 916 902 | 979 158 | 1 047 413 | 1 137 269 | 1 241 615 | 1 331 928 | 1 429 076 | 1 533 587 | 1 646 034 | 1 767 032 | 1 896 924 | 2 036 365 | 2 186 056 | 2 346 750 | 2 519 257 |
| Sum kortsiktig gjeld | 3 757 580 | 3 948 802 | 4 250 696 | 4 583 357 | 4 965 342 | 5 268 872 | 5 617 747 | 5 989 731 | 6 369 139 | 6 819 525 | 7 280 394 | 7 768 865 | 8 292 522 | 8 853 913 | 9 455 795 |
| Sum gjeld | 4 201 359 | 4 401 488 | 4 703 439 | 5 035 771 | 5 427 638 | 5 761 335 | 6 128 921 | 6 521 077 | 6 941 981 | 7 395 591 | 7 881 387 | 8 395 702 | 8 949 123 | 9 541 392 | 10 176 433 |
| Sum egenkapital og gjeld | 9 410 003 | 10 162 136 | 11 142 803 | 12 240 812 | 13 477 478 | 14 708 148 | 16 046 752 | 17 487 448 | 19 040 446 | 20 716 240 | 22 521 317 | 24 460 042 | 26 547 855 | 28 798 024 | 31 216 641 |
| | | | | | | | | | | | | | | | 33 822 374 |

Resultatregnskap

(Beløp i hele tusen NOK)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Jotun Dekorativ | 1 815 465 | 1 888 084 | 1 963 607 | 2 042 151 | 2 123 837 | 2 208 791 | 2 297 142 | 2 389 028 | 2 484 589 | 2 583 973 | 2 773 918 | 2 977 825 | 3 196 721 | 3 431 708 | 3 683 969 | 3 954 773 |
| Jotun Coatings | 6 483 804 | 6 743 156 | 7 012 882 | 7 503 784 | 8 104 087 | 8 752 414 | 9 452 607 | 10 208 815 | 11 023 520 | 11 907 562 | 12 782 872 | 13 722 526 | 14 731 252 | 15 814 129 | 16 976 606 | 18 224 536 |
| Jotun Paints | 3 501 254 | 3 991 430 | 4 550 230 | 5 187 262 | 5 913 479 | 6 386 557 | 6 897 481 | 7 449 280 | 8 045 222 | 8 688 840 | 9 327 546 | 10 013 203 | 10 749 261 | 11 539 427 | 12 387 676 | 13 298 279 |
| Jotun Powder Coatings | 1 167 085 | 1 225 439 | 1 286 711 | 1 351 046 | 1 418 599 | 1 489 529 | 1 564 005 | 1 642 205 | 1 724 316 | 1 810 531 | 1 943 621 | 2 086 495 | 2 239 870 | 2 404 520 | 2 581 274 | 2 771 020 |
| Andre inntekter | 130 986 | 139 866 | 149 616 | 162 451 | 177 356 | 190 257 | 204 133 | 219 062 | 235 124 | 252 408 | 270 962 | 290 880 | 312 263 | 335 217 | 359 858 | 386 311 |
| Driftsinntekter | 13 098 593 | 13 987 974 | 14 963 045 | 16 246 694 | 17 737 357 | 19 027 546 | 20 415 369 | 21 908 391 | 23 514 772 | 25 243 314 | 27 098 920 | 29 090 929 | 31 229 368 | 33 525 001 | 35 989 383 | 38 634 919 |
| Beholdningsreduksjon ferdigvare | -239 259 | -30 502 | -61 443 | -109 431 | -127 079 | -109 989 | -118 312 | -127 280 | -135 944 | -147 358 | -158 190 | -169 819 | -182 302 | -195 703 | -210 089 | -225 532 |
| Varekostnad | 7 636 480 | 7 833 265 | 8 229 675 | 8 935 682 | 9 755 546 | 10 465 151 | 11 228 453 | 12 049 615 | 12 933 125 | 13 883 823 | 14 904 406 | 16 000 011 | 17 176 152 | 18 438 751 | 19 794 161 | 21 249 206 |
| Lønnskostnad | 2 056 479 | 2 196 112 | 2 349 198 | 2 550 731 | 2 784 765 | 2 987 325 | 3 205 213 | 3 439 617 | 3 691 819 | 3 963 200 | 4 254 530 | 4 567 276 | 4 903 011 | 5 263 425 | 5 650 333 | 6 065 682 |
| Nedskrivninger av imm. eiendeler | 7 727 | 7 727 | 7 727 | 7 727 | 7 727 | 4 946 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Avskrivninger på varige driftsmidler | 283 834 | 314 277 | 335 616 | 359 011 | 389 810 | 425 576 | 456 532 | 489 830 | 525 652 | 564 195 | 605 668 | 650 190 | 697 984 | 749 292 | 804 372 | 863 500 |
| Tap på krav | 52 394 | 55 952 | 59 852 | 64 987 | 70 949 | 76 110 | 81 661 | 87 634 | 94 059 | 100 973 | 108 396 | 116 364 | 124 917 | 134 100 | 143 958 | 154 540 |
| Andre driftskostnader | 2 292 254 | 2 447 895 | 2 618 533 | 2 843 172 | 3 104 038 | 3 329 821 | 3 572 690 | 3 833 968 | 4 115 085 | 4 417 580 | 4 742 311 | 5 090 913 | 5 465 139 | 5 866 875 | 6 298 142 | 6 761 111 |
| Driftsresultat | 1 008 684 | 1 163 247 | 1 423 887 | 1 594 816 | 1 751 601 | 1 848 607 | 1 989 132 | 2 135 007 | 2 291 976 | 2 460 901 | 2 641 799 | 2 835 995 | 3 044 465 | 3 268 260 | 3 508 506 | 3 766 412 |
| Renteinntekter | 31 932 | 37 022 | 45 518 | 57 630 | 66 580 | 75 899 | 88 445 | 102 356 | 117 340 | 133 543 | 151 111 | 170 141 | 190 598 | 212 743 | 236 709 | 262 638 |
| Andre finansinntekter | 61 153 | 65 305 | 69 857 | 75 850 | 82 809 | 88 833 | 95 312 | 102 282 | 109 782 | 117 852 | 126 515 | 135 815 | 145 799 | 156 516 | 168 021 | 180 373 |
| Rentekostnader | -63 075 | -63 642 | -64 316 | -65 226 | -66 255 | -67 463 | -68 805 | -70 180 | -71 590 | -73 035 | -73 766 | -75 266 | -76 803 | -78 378 | -79 993 | -81 648 |
| Andre finanskostnader | -83 255 | -88 908 | -95 105 | -103 264 | -112 739 | -120 939 | -129 760 | -139 250 | -149 460 | -160 447 | -172 241 | -184 902 | -198 494 | -213 085 | -228 749 | -245 564 |
| Resultat før skattekostnad | 955 439 | 1 113 024 | 1 379 842 | 1 559 806 | 1 721 996 | 1 824 936 | 1 974 325 | 2 130 216 | 2 298 048 | 2 478 815 | 2 673 418 | 2 881 783 | 3 105 565 | 3 346 056 | 3 604 495 | 3 882 212 |
| Skattekostnad | -267 523 | -311 647 | -386 356 | -436 746 | -482 159 | -510 982 | -552 811 | -596 460 | -643 453 | -694 068 | -748 557 | -806 899 | -869 558 | -936 896 | -1 009 259 | -1 087 019 |
| Resultat før minoritetsandeler | 687 916 | 801 377 | 993 486 | 1 123 060 | 1 239 837 | 1 313 954 | 1 421 514 | 1 533 755 | 1 654 594 | 1 784 747 | 1 924 861 | 2 074 884 | 2 236 007 | 2 409 161 | 2 595 237 | 2 795 192 |
| Minoritetens andel av årets resultat | -152 409 | -166 611 | -182 138 | -199 110 | -217 665 | -237 949 | -260 123 | -284 363 | -310 862 | -339 831 | -371 499 | -406 118 | -443 963 | -485 335 | -530 562 | -580 004 |
| Årsresultat | 535 507 | 634 766 | 811 349 | 923 950 | 1 022 172 | 1 076 005 | 1 161 391 | 1 249 392 | 1 343 732 | 1 444 916 | 1 553 363 | 1 668 766 | 1 792 044 | 1 923 826 | 2 064 675 | 2 215 189 |

Vedlegg 3: Beregning av NOPLAT

| Beregning av NOPLAT | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Driftsinntekter | 13 098 593 | 13 987 974 | 14 963 045 | 16 246 694 | 17 737 357 | 19 027 546 | 20 415 369 | 21 908 391 | 23 514 772 | 25 243 314 | 27 098 920 | 29 090 929 | 31 229 368 | 33 525 001 | 35 989 383 | 38 634 919 |
| Beholdningsendring ferdigvarer | -239 259 | -30 502 | -61 443 | -109 431 | -127 079 | -109 989 | -118 312 | -127 280 | -136 944 | -147 358 | -158 190 | -169 819 | -182 302 | -195 703 | -210 089 | -225 532 |
| Varekostnad | 7 636 480 | 7 833 265 | 8 229 675 | 8 935 682 | 9 755 546 | 10 465 151 | 11 228 453 | 12 049 615 | 12 933 125 | 13 883 823 | 14 904 406 | 16 000 011 | 17 176 152 | 18 438 751 | 19 794 161 | 21 249 206 |
| Lønnskostnad | 2 056 479 | 2 196 112 | 2 349 198 | 2 550 731 | 2 784 765 | 2 987 325 | 3 205 213 | 3 439 617 | 3 691 819 | 3 963 200 | 4 254 530 | 4 567 276 | 4 903 011 | 5 263 425 | 5 650 333 | 6 065 682 |
| Avskrivninger på varige driftsmidler | 283 834 | 314 277 | 335 616 | 359 011 | 389 810 | 425 576 | 456 532 | 489 830 | 525 652 | 564 195 | 605 668 | 650 190 | 697 984 | 749 252 | 804 372 | 863 500 |
| Tap på krav | 52 394 | 55 952 | 59 852 | 64 987 | 70 949 | 76 110 | 81 661 | 87 634 | 94 059 | 100 973 | 108 396 | 116 364 | 124 917 | 134 100 | 143 958 | 154 540 |
| Andre driftskostnader | 2 292 254 | 2 447 895 | 2 618 533 | 2 843 172 | 3 104 038 | 3 329 821 | 3 572 690 | 3 833 968 | 4 115 085 | 4 417 580 | 4 742 311 | 5 090 913 | 5 465 139 | 5 866 875 | 6 298 142 | 6 761 111 |
| Sum driftskostnader: | 12 062 182 | 12 817 000 | 13 531 431 | 14 644 151 | 15 978 030 | 17 173 993 | 18 426 237 | 19 773 384 | 21 222 796 | 22 782 413 | 24 457 121 | 26 254 934 | 28 184 902 | 30 256 741 | 32 480 877 | 34 868 507 |
| EBITA | 1 016 411 | 1 170 974 | 1 431 614 | 1 602 543 | 1 759 328 | 1 853 553 | 1 989 132 | 2 135 007 | 2 291 976 | 2 460 901 | 2 641 799 | 2 835 985 | 3 044 465 | 3 268 260 | 3 508 506 | 3 766 412 |
| - Skatt (28%) | -284 595 | -327 873 | -400 852 | -448 712 | -492 612 | -518 995 | -556 957 | -597 802 | -641 753 | -689 052 | -739 704 | -794 079 | -852 450 | -915 113 | -982 382 | -1 054 595 |
| = NOPLAT | 731 816 | 843 101 | 1 030 762 | 1 153 831 | 1 266 716 | 1 334 558 | 1 432 175 | 1 537 205 | 1 650 222 | 1 771 849 | 1 902 096 | 2 041 916 | 2 192 015 | 2 353 147 | 2 526 124 | 2 711 817 |

Vedlegg 4: Beregning av fri kontantstrøm

| Beregning av fri kontantstrøm | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| NOPLAT | 731 816 | 843 101 | 1 030 762 | 1 153 831 | 1 266 716 | 1 334 558 | 1 432 175 | 1 537 205 | 1 650 222 | 1 771 849 | 1 902 096 | 2 041 916 | 2 192 015 | 2 353 147 | 2 526 124 | 2 711 817 |
| + Avskrivning på varige driftsmidler | 283 834 | 314 277 | 335 616 | 359 011 | 389 810 | 425 576 | 458 532 | 489 830 | 525 652 | 564 195 | 605 668 | 650 190 | 697 984 | 749 292 | 804 372 | 863 500 |
| = Brutto kontantstrøm | 1 015 650 | 1 157 378 | 1 366 379 | 1 512 842 | 1 656 526 | 1 760 134 | 1 888 707 | 2 027 035 | 2 175 875 | 2 336 044 | 2 507 763 | 2 692 106 | 2 890 000 | 3 102 440 | 3 330 497 | 3 575 317 |
| Endring i arbeidskapital | 270 089 | 179 786 | 189 462 | 324 870 | 378 018 | 333 109 | 354 679 | 382 694 | 411 609 | 441 338 | 474 087 | 514 041 | 551 578 | 591 864 | 635 128 | 681 875 |
| Netto invest. i varige driftsmidler | 512 728 | 474 721 | 511 519 | 590 582 | 658 726 | 658 326 | 706 895 | 759 171 | 815 444 | 876 024 | 940 419 | 1 009 548 | 1 083 759 | 1 163 425 | 1 248 947 | 1 340 755 |
| Invest. i goodwill og imm. eiendeler | 6 495 | 6 087 | 5 285 | -5 385 | -2 597 | 1 977 | 1 073 | 71 | -972 | -90 | 412 | 99 | -96 | -129 | 39 | 65 |
| Brutto investeringer | 789 312 | 660 595 | 706 266 | 910 066 | 1 034 147 | 993 412 | 1 062 647 | 1 141 936 | 1 226 081 | 1 317 273 | 1 414 918 | 1 523 688 | 1 635 241 | 1 755 159 | 1 884 113 | 2 022 695 |
| = Fri kontantstrøm | 226 338 | 496 784 | 660 113 | 602 776 | 622 379 | 766 722 | 826 060 | 885 099 | 949 794 | 1 018 774 | 1 092 845 | 1 168 418 | 1 254 758 | 1 347 281 | 1 446 383 | 1 552 622 |
| Diskonteringsfaktor | 0,9291 | 0,8632 | 0,8020 | 0,7451 | 0,6923 | 0,6432 | 0,5976 | 0,5552 | 0,5158 | 0,4792 | 0,4452 | 0,4137 | 0,3843 | 0,3571 | 0,3317 | |
| Diskontert fri kontantstrøm | 210 287 | 428 820 | 529 395 | 449 129 | 430 848 | 493 130 | 493 616 | 491 387 | 489 908 | 488 220 | 486 577 | 483 332 | 482 238 | 481 075 | 479 835 | 478 551 |

