

Handelshøgskolen i Innlandet

Håkon Huse

Masteroppgave



Strategisk analyse og fundamental verdsettelse av K. A. Rasmussen

Strategic analysis and valuation of K. A. Rasmussen

Økonomi og ledelse - økonomistyring

2020

FORORD

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på masterstudiet i økonomi og ledelse ved Handelshøgskolen i Innlandet.

Forfatteren har en hovedprofil innen økonomistyring og en stor interesse for finans. Med det i grunn ble en verdsettelse av et selskap en naturlig vei å gå da det skulle velges et tema for masteroppgaven.

Det ble fort klart at jeg ikke ønsket å verdsette et hvilket som helst selskap, i en hvilken som helst bransje. Dette, støttet med at jeg tidligere har jobbet for K. A. Rasmussen gjorde det til et enkelt valg å ta. K. A. Rasmussen er et selskap som mange ikke har hørt om, men som gjør utrolig spennende arbeid. Det at de opererer med edelmetaller er noe som umiddelbart pirrer nysgjerrigheten, og det er åpenbart snakk om store verdier her. Det førte til det spennende spørsmålet; hvor mye er et selskap av denne typen faktisk verdt?

Arbeidet med denne masteroppgaven har vært veldig krevende, og også veldig lærerikt. Det å få muligheten til å benytte kunnskap jeg har opparbeidet meg gjennom fem års studier ved Handelshøgskolen i Innlandet i praksis har vært veldig motiverende.

Til slutt vil jeg takke veileder Erlend Synnes-Sandberg for gode innspill og råd gjennom arbeidet med denne oppgaven.

INNHALDSFORTEGNELSE

Forord	2
Innholdsfortegnelse	3
Sammendrag.....	6
Abstract.....	7
1. Innledning	8
1.1 Motivasjon for valg av oppgave	8
1.2 Struktur og oppbygging.....	8
2. Bedrift- og bransjebeskrivelse.....	10
2.1 K.A. Rasmussen.....	10
2.2 Bransjebeskrivelse.....	10
2.2.1 Dentalprodukter	10
2.2.2 Smykkedeler og halvfabrikata til gullsmeder	11
2.2.3 Industrielle katalysatorer	11
2.2.4 Raffinering.....	12
2.2.5 Investeringsmetaller.....	12
3. Verdsettelsesteknikker.....	13
3.1 Fundamental verdsettelse	13
3.2 Komparativ verdsettelse	13
3.3 Valg av modell/teknikk	14
4. Metode.....	17
4.1 Valg av metode	17
4.2 Kvalitativ forskningsstrategi.....	17
4.2.1 Valg av forskningsstrategi.....	17
4.2.2 Valg av forskningsdesign	18
4.3 Datainnsamling.....	18
4.3.1 Intervju	18
4.3.2 Dokumentanalyse	19
4.4 Dataanalyse.....	19
4.5 Evaluering av forskningskvalitet	19
4.5.1 Validitet	20
4.5.2 Relabilitet	20
5. Strategisk analyse.....	21
5.1 Innledning.....	21
5.2 Ekstern analyse.....	21
5.2.1 Porters fem krefter.....	21

5.2.2 PESTEL-analyse	25
5.3 Intern analyse	27
5.3.1 VRIO-analyse	27
5.4 SWOT-analyse.....	31
6. Regnskapsanalyse.....	33
6.1 Presentasjon av resultatregnskap	33
6.1.1 Omsetning og driftskostnader	34
6.1.2 Finansinntekter og -kostnader	34
6.2 Presentasjon av balansen.....	35
6.2.1 Anleggsmidler	35
6.2.2 Omløpsmidler	36
6.2.3 Egenkapital	36
6.2.4 Langsiktig gjeld	36
6.2.5 Kortsiktig gjeld.....	36
6.3 Omgruppering for analyse	36
6.3.1 Presentasjon av omgruppert resultatregnskap, balanse og kontantstrøm.....	37
7. Analyse av risiko	39
7.1 Likviditetsanalyse.....	39
7.2 Soliditetsanalyse	42
8. Analyse av historisk avkastningskrav	43
8.1 Egenkapitalkrav	43
8.2 Avkastningskrav til gjelden.....	44
8.3 Vektet avkastningskrav	45
9. Analyse av lønnsomhet og vekst.....	46
9.1 Analyse av lønnsomhet	46
9.2 Analyse av vekst	48
9.2.1 Analyse av resultatvekst	48
10. fremtidsregnskap	50
10.2 Budsjettering	50
10.2.1 Budsjetthorisont	50
10.2.2 Estimering av inntekter og kostnader	50
10.3 Fremtidsregnskap	52
10.4 Framskrivning av avkastningskrav	54
11. Verdsettelse.....	55
11.1 Fundamental verdsettelse	55
11. 2 Sensitivitetsanalyse.....	56
12. Konklusjon.....	57

Litteraturliste 58

SAMMENDRAG

Formålet til denne masteroppgaven i økonomi og ledelse er å analysere, og deretter verdsette K. A. Rasmussen per 31.12.2018. Analysene som er utført er basert på offentlig informasjon i form av årsrapporter, så vel som informasjon som er uthentet som følge av intervjuer med bedriften.

Oppgaven starter med en presentasjon av K. A. Rasmussen, og edelmetallbransjen som en helhet. Etter dette følger en strategisk analyse hvor det blir sett på eksterne muligheter og styrker ved hjelp av femkraftsmodellen til Porter (1979), og interne svakheter og trusler ved hjelp av VRIO-rammeverket lagt frem av Barney (2012). Neste del av oppgaven er en regnskapsanalyse, hvor regnskapet omgrupperes for analyseformål.

Den innsikten disse analysene medfører er grunnlaget for verdiestimatet av K. A. Rasmussen som jeg fant å være 358 millioner kroner per 31.12.2018.

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to analyze, and in turn to estimate a value for K. A. Rasmussen as of 31.12.2018. The analyzes that have been carried out are based on public information in the shape of annual reports, as well as interviews done with the company.

The thesis starts with a presentation of K. A. Rasmussen, and the precious metals-industry as a whole. The next part is a strategic analysis where the external strengths and opportunities are studied with the help of the five forces-model (Porter, 1979), as well as internal weaknesses and threats with the help of the VRIO-framework (Barney, 2012). After this a financial statement analysis follows, where the financial statements are reformulated for analysis purposes.

The insight gained from these analyzes is the basis for the estimated value of K. A. Rasmussen, which I found to be 358 million kroner as of 31.12. 2018.

1. INNLEDNING

1.1 MOTIVASJON FOR VALG AV OPPGAVE

Formålet til denne oppgaven er å beregne en verdi på egenkapitalen til K. A. Rasmussen. Oppgaven er hovedsakelig basert på ekstern tilgjengelig informasjon i form av årsrapporter publisert av K. A. Rasmussen. Denne informasjonen har blitt systematisert og organisert for å forstå hvilken strategisk posisjon K. A. Rasmussen befinner seg i.

Grunnen til at jeg valgte nettopp dette selskapet er at jeg har kjennskap til det fra før, og fordi K. A. Rasmussen opererer i det jeg ser på som en veldig spennende bransje. Det er en bransje med veldig høye verdier, og derfor virket det interessant å se på verdien til et selskap i denne bransjen.

Med bakgrunn i dette har jeg kommet frem til følgende problemstilling:

«Hva er verdien av K. A. Rasmussen?»

1.2 STRUKTUR OG OPPBYGGING

Oppgaven bygger i all hovedsak på faget 3MØS300 Selskapsverdsettelse og skatteatferd og 3MØS230 Regnskap – teori, praksis og analyse. Oppgaven bygger videre på rammeverket som ble lagt frem av foreleser Erlend Synnes-Sandberg i 3MØS300 Selskapsverdsettelse og skatteatferd.

Utredningen begynner med en bedrifts- og bransjepresentasjon hvor det blir sett på K. A. Rasmussen samt noen av deres mest aktuelle konkurrenter i markedet. Etter dette velger jeg en verdsettelsesmodell som skal brukes videre i oppgaven. Dernest følger metodekapitlet, hvor det forklares hvordan jeg har gått frem for å innhente og analysere informasjonen som er brukt i oppgaven. Deretter følger en strategisk analyse som benytter femkraftsmodellen (Porter, 1979), en PESTEL-analyse, VRIO-rammeverket (Barney, 2012) og en SWOT-analyse.

Dernest følger en regnskapsanalyse hvor regnskapet omgrupperes for analyseformål, og det blir sett på forskjellige forholdstall for å bedømme risikoen og lønnsomheten som K. A. Rasmussen opplever.

Informasjonen som innhentes i den strategiske analysen og regnskapsanalysen brukes deretter til å estimere et fremtidsregnskap for K. A. Rasmussen. Fremtidsregnskapet settes så sammen med den valgte verdsettelsesmodellen for å estimere en verdi av K. A. Rasmussen per 31.12.2018. Avslutningsvis er det en sensitivitetsanalyse for å se på endringene i den estimerte verdien som følge av små endringer i forutsetningene.

2. BEDRIFT- OG BRANSJEBESKRIVELSE

2.1 K.A. RASMUSSEN

K. A. Rasmussen er en bedrift innenfor edelmetallbransjen som har hovedkontor i Hamar, og per 2018 var det totalt 138 ansatte. Konsernet har to forskjellige hoveddivisjoner; en halvfabrikatdivisjon og en konsumentvaredivisjon. Halvfabrikatdivisjonen produserer og leverer ulike produkter som industrielle katalysatorer og dentallegeringer. I tillegg til at de driver det største edelmetallraffineriet i Norden produseres mynter og barrer i diverse edelmetaller til investeringsmarkedet. Konsumentvaredivisjonen driver hovedsakelig med stål- og sølvbestikk, men også diverse gaveartikler (K. A. Rasmussen, u.å.).

K. A. Rasmussen tok i 2018 over NOGUSRA AS, som var en konkurrent innenfor edelmetallbaserte legeringer og andre produkter til gullsmedbransjen, og dette gjorde K. A. Rasmussen til den styrende aktøren i dette markedet (K. A. Rasmussen, u.å.).

Det vil bli gått nærmere inn på K. A. Rasmussen som bedrift i den strategiske analysen i kapittel fem.

2.2 BRANSJEBESKRIVELSE

K. A. Rasmussen kan helhetlig sies å være innen edelmetallbransjen, men bedriften driver med en rekke aktiviteter som går under den beskrivelsen, og møter derfor forskjellig konkurranse fra en rekke forskjellige aktører.

2.2.1 DENTALPRODUKTER

Under dette forretningsområdet produseres og selges det ulike dentallegeringer i edelmetaller som blir brukt av tannleger og tannteknikere. Det blir også tatt imot brukte edelmetaller til raffinering. K. A. Rasmussen har flere konkurrenter både nasjonalt og i resten av Norden på dette området.

2.2.2 SMYKKEDELER OG HALVFABRIKATA TIL GULLSMEDER

K. A. Rasmussen produserer ringemner, plater og tråder i forskjellige edelmetaller, i forskjellige størrelser og former (K. A. Rasmussen, u. å.). Disse produktene blir sendt til gullsmeder som videre produserer ferdige smykker som selges. Av smykker er det hovedsakelig Au 585 og 750. Au 585 vil si at produktene har et gullinnhold på 58,5%, mens de resterende 41,5% består av andre metaller, og dette tilsvarer 14-karat gull. Det produseres også sølvplater i sølv 925 og 830 til sølvsmeder, hvor sølv 925 hovedsakelig går til produksjon av bunadssølv, og sølv 830 brukes til sølvbestikk (K. A. Rasmussen, u. å.).

På dette området er K. A. Rasmussen den ledende aktøren i Norge, med Norsk Edelmetall som en sterk nummer to. Videre er Norsk Svensk Guld en konkurrent i Sverige, mens Aktiv Guld, Fritz Pedersen og Ravstedhus er konkurrenter i Danmark. Det er også noen konkurrenter utover i Europa som Heimerle & Meule i Tyskland.

2.2.3 INDUSTRIELLE KATALYSATORER

PGM-katalysatorer er nett som er strikket og vevd. De består av platina, palladium, rhodium og nikkel, og nettene har en dimensjon på 0,076 mm til 0,12 mm. Disse katalysatorene brukes til oksidasjon av ammoniakk til salpetersyre, noe som er et steg i produksjonen av kunstgjødsel (K. A. Rasmussen, u. å.). På dette området er Yara den største kunden, og dette forretningsområdet står for en betraktelig del av K. A. Rasmussens inntekter.

Det produseres også sølvkrystaller i ulike fraksjoner, fra 0,15 mm til 5,0 mm. Disse krystallene brukes til partiell oksidasjon av metanol til formaldehyd, og dette er et viktig produkt for flere forskjellige industrielle områder (K. A. Rasmussen, u. å.). Her har K. A. Rasmussen en rekke kunder over hele verden, blant annet fordi sølvkrystallene de produserer har meget god utnyttelse, som gjør at kunder bruker ca. 50% mindre sølv sammenlignet med konkurrenter. En siste type katalysatorer som blir produsert er strikkede sølvnett som brukes som oksidasjonskatalysatorer for rakettbrennstoff (K. A. Rasmussen, u. å.). I dette markedet møter K. A. Rasmussen konkurranse fra de største aktørene i verden når det gjelder edelmetaller, som Heraeus, Johnson Matthey og Umicore.

2.2.4 RAFFINERING

K. A. Rasmussen er størst i Norden når det kommer til raffinering av edelmetaller. Dette er et viktig satsningsområde fordi gjenvinning av metaller er viktig for å kunne levere nok til markedet (K. A. Rasmussen, u. å.). Dette tilbys til bedrifter så vel som privatpersoner. K. A. Rasmussen møter her konkurranse fra europeiske aktører som Heimerle & Meule, Umicore og Hafner.

2.2.5 INVESTERINGSMETALLER

Det tilbys et sortiment av investeringsmetaller i form av barrer og mynter. Andelen av gull som går til investeringer har vært stigende de siste årene (K. A. Rasmussen, u. å.), som har bidratt til økningen av gullprisen i den samme perioden. Selv om gull er det metallet som kanskje får mest oppmerksomhet har også sølv, platina og palladium har steget i pris, og dermed blitt populære investeringer. K. A. Rasmussen møter her konkurranse fra flere aktører nasjonalt.

3. VERDSETTELSESTEKNIKKER

Det er hovedsakelig tre fremgangsmåter man kan benytte seg av for å finne verdien av et selskap; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse (Penman, 2010). Jeg har valgt å fokusere på fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse, da opsjonsbasert verdsettelse har begrenset verdi i bransjer som er modne og stabile (Kaldestad & Møller, 2016).

3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

Fundamental verdsettelse blir av Penman (2010) delt opp i en prosess med fem steg. Først må man lære seg å kjenne bedriften gjennom produktene de produserer, kunnskapen og ressursene som ledelsen og de ansatte innehar og konkurransesituasjonen bedriften befinner seg i. Det neste steget er analyse av informasjon, både i og utenfor årsrapportene (Penman, 2010). Det er naturligvis viktig å analysere de konkrete tallene som kommer ut fra bedriften, men å analysere informasjonen man hentet fra det første steget er også viktig for å kunne utvikle prognoser for de kommende årene (Penman, 2010). De to første stegene er utført ved hjelp av en bedrifts- og bransjeanalyse, en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Det tredje steget i Penmans (2010) modell er å utarbeide prognoser basert på informasjonen man har hentet inn i de to første stegene. Steg fire er å konvertere prognoseregnskapet til en verdi for bedriften (Penman, 2010). Fordi man forsøker å sette en verdi på fremtidige kontantstrømmer er det en viss risiko involvert i denne prosessen. Man forebygger denne risikoen ved å diskontere den forventede kontantstrømmen med et avkastningskrav (Penman, 2010). Det siste steget er investeringsbeslutningen (Penman, 2010), hvor man finner ut om det lønner seg å kjøpe, selge eller å holde på aksjer i den aktuelle bedriften. Dette siste steget er ikke et aktuelt tema i denne oppgaven, da K. A. Rasmussen ikke er børsnotert.

3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE

For at en verdsettelsesmetode skal være aktuell å bruke må fordelene med metoden veie opp for ulempene ved å bruke den (Penman, 2010). En fundamental verdsettelse som beskrevet ovenfor kan være svært tidkrevende på grunn av mengden med informasjon som må analyseres. I denne konteksten er en komparativ verdsettelse en motpart til fundamental verdsettelse (Penman, 2010). Det er en veldig rask og enkel måte å verdsette på, fordi den kun baserer seg på forholdet mellom aksje- eller selskapsprisen og et gitt tall i regnskapet (Penman, 2010). Dette

forholdet kalles for multipler, og det er en rekke forskjellige multipler som kan bli brukt i en komparativ verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2016). Selv om det er både vanskelig og lite hensiktsmessig å vurdere de forskjellige multiplene fra best til dårligst (Kaldestad & Møller, 2016), kan det være greit å nevne de mest brukte.

Price/Earnings, eller P/E, er markedsverdien av egenkapitalen delt på resultat etter skatt, og det er ifølge Kaldestad og Møller (2016) den mest brukte multiplere, fordi den er både enkel å bruke, og enkel å forstå. EV/Salg er selskapsverdien (markedsverdi av egenkapital (EK) + netto finansiell gjeld) delt på salg. EV/EBITDA er selskapsverdien delt på driftsresultat før avskrivninger (Kaldestad & Møller, 2016), og dette er en av de mest brukte multipler når det gjelder kjøp og salg av selskaper. Ved bruk av denne multiplere får man også målt den underliggende driften i et gitt selskap (Kaldestad & Møller, 2016). P/B er markedsverdi av EK delt på bokført verdi av EK, og fordelene med denne multiplere er at den er meget enkel i bruk (Kaldestad & Møller, 2016).

Fordelen med multiplerebasert verdsettelse er at det som nevnt tidligere er en rask og enkel prosess, men en annen fordel er at man finner ut hva markedet faktisk er villig til å betale for det man prøver å verdsette (Kaldestad & Møller, 2016). Ulempen som gjelder alle de nevnte multiplene er at man kun fokuserer på ett enkelt tall eller en del av regnskapet, og ignorerer mye annet (Kaldestad & Møller, 2016). Det er ifølge Kaldestad og Møller (2016) også viktig at man måler seg mot selskaper som faktisk er sammenlignbare, noe som viste seg å være en utfordring i denne oppgaven, da det ikke finnes selskaper som er direkte sammenlignbare til K. A. Rasmussen.

3.3 VALG AV MODELL/TEKNIKK

Det kommer frem av Kaldestad og Møller (2016) at det er fem faktorer som er spesielt viktige når det kommer til valg av verdsettelsesmodell; tilgang på informasjon, tid til rådighet, krav til pålitelighet, bransje selskapet befinner seg i og hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i.

Tilgang på informasjon

Siden alle inntjeningsbaserte verdsettelsesmodeller krever prognoser for fremtiden er det knyttet en viss usikkerhet rundt det estimatet man kommer frem til, og det er derfor essensielt at man har tilgang på informasjon som gjør dette estimatet så nøyaktig som mulig (Kaldestad & Møller, 2016). Regnskapsinformasjonen som er nødvendig er offentlig tilgjengelige dokumenter, men det er også viktig å ha inneha informasjon som ikke nødvendigvis kommer frem i et regnskap. Her har K. A. Rasmussen vært veldig hjelpsomme, og det kan derfor sies at jeg har god tilgang på informasjon om bedriften og bransjen den opererer i.

Tid til rådighet

Om man så har all den informasjonen man skulle ønske seg betyr ikke det at det er nok – man må også ha tid til å grundig gjennomgå all denne informasjonen (Kaldestad & Møller, 2016). Jeg har hentet inn, og gått gjennom, veldig mye informasjon i løpet av denne prosessen, men uten et stort tidspress.

Krav til pålitelighet

Det kan i enkelte tilfeller vil være mer enn nok med et grovt estimat av verdien, som for eksempel hvis man ønsker å se litt nærmere på en bedrift som tar opp en liten del av porteføljen (Kaldestad & Møller, 2016). I et sånt tilfelle kunne man ha vært fornøyd med å sjekke verdien ved hjelp av et par multipler. På grunn av denne oppgavens natur ønsker jeg at verdien jeg kommer frem til er så pålitelig som overhodet mulig.

Bransje

Bransjen alene er en faktor som kan være bestemmende for hvilken verdsettelsesmodell som er best å bruke, som for eksempel innen eiendom og shipping, hvor balansebaserte modeller er prevalente (Kaldestad & Møller, 2016). K. A. Rasmussen befinner seg ikke i en bransje som krever at man bruker den ene eller den andre modellen.

Fase i livssyklus

Den siste faktoren som er viktig å tenke på før man tar valget om verdsettelsesmodell er hvilken fase i livssyklusen bedriften befinner seg i. For eksempel har et selskap som er i oppstartsfasen lite regnskapsinformasjon å se tilbake på, i tillegg til at de ofte har lave inntekter og gjerne også høye underskudd, nettopp på grunn av fasen de befinner seg i (Kaldestad & Møller, 2016). På grunn av dette blir det svært vanskelig å utarbeide prognoser, da informasjonen man har tilgjengelig ikke nødvendigvis sier mye om de fremtidige kontantstrømmene til bedriften (Kaldestad & Møller, 2016). K. A. Rasmussen ble grunnlagt for snart 150 år siden (K. A. Rasmussen, u. å.), og de viser ingen tegn på at driften har en nedadgående kurve.

Valg av modell

For å bestemme et verdierestimert for K. A. Rasmussen vil jeg benytte meg av en fundamental verdsettelsesmodell. Som jeg kom frem til har jeg fått hentet inn det jeg trenger av informasjon om selskapet og bransjen, jeg har tilstrekkelig med tid til å gjennomføre arbeidet, jeg stiller et høyt krav til pålitelighet, og K. A. Rasmussen befinner seg i en fase i livssyklusen som ikke tilsier at prognostisering av fremtidige inntekter bør by på noen betraktelige problemer.

4. METODE

I dette kapitlet vil jeg gjøre rede for valget av metode som er tatt i denne oppgaven. Deretter skal jeg begrunne mitt valg av forskningsdesign og hvordan jeg har gått frem for å hente inn dataene som er brukt. Dernest følger en gjennomgang av hvordan jeg har gått frem for å analysere nevnte data, før jeg tar for meg reliabiliteten og validiteten i dataene.

4.1 VALG AV METODE

Det er to hovedretninger, eller paradigmer, når det gjelder hvordan man skal innhente og analysere data for forskning; kvantitativ metode og kvalitativ metode (Tjora, 2017). Det kommer frem av Mehmetoglu (2004) at oppgavens problemstilling bør være bestemmende for valg av metode. Denne oppgaven har som hovedformål å verdsette K. A. Rasmussen så nøyaktig som mulig. Kvalitativ metode har ifølge Johannesen, Tufte og Christoffersen (2017) som formål å beskrive kvalitet eller egenskaper hos et fenomen, og Tjora (2017) forklarer at kvalitativ metode blir brukt for å få en dypere innsikt.

4.2 KVALITATIV FORSKNINGSSTRATEGI

I kvalitativ forskning er det vanlig å fordype seg i forholdsvis få, men nøye utvalgte enheter (Tjora, 2017). En vanskelig problemstilling i forskningsarbeidet er å bestemme hvordan man skal avgrense arbeidet, og i Tjora (2017) fremkommer det at det er to forskjellige strategigrupper man kan benytte for å avgrense et forskningsprosjekt; casestudie, eller kriterieutvalg. I et kriterieutvalg velger man ut informanter til en undersøkelse basert på et sett med kriterier som forskeren selv har valgt, mens man i en casestudie studerer en eller flere caser (Tjora, 2017).

4.2.1 VALG AV FORSKNINGSSTRATEGI

En casestudie er essensielt et dypdykk i én eller flere organisasjoner, hendelser eller mennesker over tid (Easterby-Smith, Thorpe, Jackson, & Jaspersen, 2015). Siden denne oppgaven i all hovedsak handler om én bestemt bedrift har jeg valgt casestudie som forskningsstrategi.

Ifølge Mehmetoglu (2004) er det tre forskjellige typologier av casestudier; iboende, instrumental og kollektiv. En iboende casestudie er noe den som undersøker bruker når man bare skal se på ett spesifikt case, og man ser på unikheten ved det caset, i stedet for å sammenligne eller relatere det til andre, liknende caser (Mehmetoglu, 2004). Formålet med en slik studie er å forstå et eller flere utvalgte aspekter ved organisasjonen, og derfor kan denne studien klassifiseres som en iboende casestudie.

4.2.2 VALG AV FORSKNINGSDESIGN

Mehmetoglu (2004) beskriver tre typer casestudier som kan brukes, og de tre er forklarende, deskriptive og utforskende casestudier. Forklarende casestudier blir ifølge Mehmetoglu (2004) brukt når man skal forklare en årsak og skal benytte seg av flere biter informasjon som til sammen lager en hypotese. Deskriptive casestudier er rigide prosjekter som har et strengt rammeverk man må følge fra starten av studien til slutten (Mehmetoglu, 2004), noe som kan være vanskelig å forholde seg til. Utforskende casestudier er litt friere enn forklarende og deskriptive casestudier, hvor veien blir til mens man går (Mehmetoglu, 2004), og derfor var det for meg hensiktsmessig å benytte meg av en utforskende casestudie.

4.3 DATAINNSAMLING

I alle typer forskning er det nødvendig å ha bevis for det man vil argumentere for (Mehmetoglu, 2004), og dette gjøres ved å samle inn data. Mehmetoglu (2004) oppsummerer datainnsamlingsprosessen i fire steg; finne sted eller person som skal studeres, skaffe seg de tillatelsene man trenger for å studere sted eller person, benytte seg av utvelgingskriterier for å nå ønskede informanter, og til slutt å begynne å samle inn data. I denne oppgaven vil jeg benytte to metoder for datainnsamling; intervju og dokumentanalyse.

4.3.1 INTERVJU

Intervju er den mest brukte metoden for å samle inn data ved kvalitative undersøkelser (Tjora, 2017), og da spesielt semistrukturerte intervjuer eller dybdeintervjuer. Semistrukturerte intervjuer innebærer at forskeren på forhånd har forberedt temaer og noen spørsmål som skal tas opp under intervjuet, og på denne måten kan man få en litt mer åpen samtale enn man ville fått med et strukturert intervju (Mehmetoglu, 2004). For denne oppgaven var jeg nødt til å hente

ut informasjon om K. A. Rasmussen og bransjen de opererer i. Av denne grunn valgte jeg å utføre et semistrukturert intervju med en person i ledergruppen hos bedriften.

Jeg fikk kontakt med denne personen fordi jeg tidligere har jobbet som sommervikar hos K. A. Rasmussen. Intervjuet ble gjennomført fredag 14. februar 2020 og det varte i ca. 60 minutter. Jeg hadde muligheten til å ta notater underveis i intervjuet, og valgte derfor å ikke ta lydopptak av sekvensen.

4.3.2 DOKUMENTANALYSE

I tillegg til intervjuet som ble utført, var det helt nødvendig å gjøre en dokumentanalyse. En dokumentanalyse gjøres ved å samle inn data fra offentlige - i dette tilfellet - eller private dokumenter som er viktige i sammenheng med det man lurer på. Selv om dokumentanalyser er brukt i mange forskningsprosjekter, blir de oftest brukt til å støtte opp informasjon man har hentet inn fra andre typer datainnsamling som intervjuer og observasjoner (Tjora, 2017). I denne oppgaven blir den tradisjonelle tenkemåten snudd litt på hodet, da mesteparten av den relevante informasjonen ble hentet ut fra årsrapporter, mens jeg benyttet meg av et intervju for å supplere.

4.4 DATAANALYSE

I kvalitative studier beskrives dataanalysen som en sirkulær prosess i motsetning til kvantitativ forskning, hvor den er lineær (Mehmetoglu, 2004). Det kommer også frem av Mehmetoglu (2004) at det ikke er noen krav til hvordan man skal utføre dataanalysen i en casestudie på samme måte som med andre forskningsstrategier. I en studie som dette kan det sies at dataene har blitt analysert og gjennomgått etter hvert som den har blitt hentet inn.

4.5 EVALUERING AV FORSKNINGSKVALITET

Det er tre forskjellige kriterier man bruker for å bedømme kvalitative studier; validitet, reliabilitet og objektivitet (Mehmetoglu, 2004). Det er de to første av de tre kriteriene jeg har tatt i bruk for å bedømme kvaliteten i forskningsarbeidet som er gjort. Jeg har valgt å utelate objektivitet fordi regnskapstallene som er brukt ikke gir rom for subjektivitet.

4.5.1 VALIDITET

Validitet deles opp i intern og ekstern validitet. Intern validitet handler om å vurdere om de konklusjonene som kommer frem faktisk er troverdige, mens ekstern validitet handler om generalisering, og å bestemme om konklusjonene kan overføres til andre situasjoner (Mehmetoglu, 2004). Validitet i dette tilfellet vil omhandle kvaliteten på dataene som er hentet ut og tidspunktet de ble hentet ut. Siden det er den nyeste tilgjengelige dataen som er benyttet, og dataen kommer fra selskapet selv vil jeg si at kravene for intern validitet er nådd. Siden jeg tar i betraktning regnskapstall og posisjon for et spesifikt selskap er det liten grad av overførbarhet, og det er derfor vanskelig å si noe om ekstern validitet som beskrevet av Mehmetoglu (2004).

4.5.2 RELABILITET

Relabilitet handler om at de konklusjoner som trekkes i studien er mulige å reprodusere av andre, objektive forskere (Mehmetoglu, 2004). De nøyaktige resultatene i en studie som dette vil variere basert på en rekke faktorer, som for eksempel den strategiske analysen, hvor den individuelle forsker har forskjellige forutsetninger. Regnskapstallene som danner grunnlaget er helt objektive, og derfor er det naturlig at om andre ikke kommer frem til nøyaktig den samme verdien vil det fremdeles være lignende resultater.

5. STRATEGISK ANALYSE

5.1 INNLEDNING

En strategisk analyse blir ofte utført ved hjelp av modeller som holder orden på analysearbeidet (Roos, von Krogh, Roos & Boldt-Christmas, 2014). I denne oppgaven vil flere modeller av denne typen bli brukt. I den første delen av kapittelet vil jeg gjøre en ekstern analyse ved bruk av femkraftsmodellen til Porter (1979), samt en PEST(EL)-analyse. I neste del vil jeg gjøre en intern analyse av bedriften ved hjelp av en VRIO-analyse. Til slutt oppsummerer jeg funnene fra den strategiske analysen ved hjelp av en SWOT-analyse.

5.2 EKSTERN ANALYSE

Formålet med den eksterne delen av den strategiske analysen er å få innsikt i den lønnsomheten og konkurransen man finner i edelmetallbransjen. For å se på dette vil jeg benytte meg av femkraftsmodellen til Porter (1979) og en PESTEL-analyse.

5.2.1 PORTERS FEM KREFTER

Ifølge Porter (1979) er det fem forskjellige krefter som avgjør konkurransesituasjonen i et marked. Disse fem kreftene er trusler fra nye aktører, kundenes forhandlingsstyrke, leverandørenes forhandlingsstyrke, trusler fra nære substitutter og rivaliseringen mellom eksisterende aktører. Det er totalen av disse fem kreftene som avgjør en bedrifts mulige profitt (Porter, 1979). Det er ifølge Porter (1979) ikke nok med å avdekke hva summen av disse kreftene er, men man må også finne årsaken til at summen er nøyaktig det den er.

Trusler fra nye aktører

Nye aktører bringer med seg ny kapasitet, et stort ønske om å overta en markedsandel, og ofte også betraktelige ressurser (Porter, 1979), men hvor stor en trussel faktisk er baserer seg på inngangsbarrierene i det aktuelle markedet. Det er ifølge Porter (1979) hovedsakelig seks kilder til inngangsbarrierer i et marked; fordeler ved å produsere i store kvantiteter, produkt differensiering, kapitalkrav, kostnadsulemper uavhengig av størrelse, tilgang til distribusjonskanaler og regjeringspolitikk.

Hvem som helst kan sette opp en nettside og si at de ønsker å kjøpe edelmetaller, såfremt man har fått godkjent en søknad om brukthandelbevilling hos politiet, men det er et krav om gode avtaler for å få solgt metallene videre til en høyere pris enn man kjøpte det for. Det er også veldig høye kapitalkrav, da det er snakk om råvarer som handles for høye summer. Fra balanseoppstillingen til K. A. Rasmussen kan det observeres at varer ligger på lager ca. et halvt år før de blir solgt, noe som stiller enda høyere krav til kapital.

For flere av de andre forretningsområdene som K. A. Rasmussen opererer i, som for eksempel produksjon av katalysatorer, er det betydelig større inngangsbarrierer i form av spesialisert utstyr, samt den nødvendige plassen og kompetansen for å utføre arbeidet. Dette kommer da i tillegg til de høye kapitalkravene.

Kundenes forhandlingsstyrke

Kunder som har en høy grad av forhandlingsstyrke kan sette leverandører opp mot hverandre, og på den måten drive ned prisen (Porter, 2008). En kunde har ifølge Porter (2008) stor forhandlingsstyrke dersom det er få kjøpere, hvis det er lave utgifter forbundet med å bytte leverandør eller hvis produktene er standardiserte.

K. A. Rasmussen leverer platinabaserte katalysatorer, og i det markedet er Yara den største og viktigste kunden. Her er det snakk om et langvarig samarbeid med en stor kunde som begge parter nyter godt av. De platinabaserte katalysatorene som K. A. Rasmussen leverer er i verdenstoppen, og det er heller ikke mange andre som driver med det samme området. Siden de har et langvarig samarbeid med gode betingelser for begge parter er det naturlig at det vil forkomme noen utgifter om Yara skulle ønske å bytte leverandør. De aktuelle kandidatene er da større aktører utover i Europa og resten av verden, som Heraeus, Umicore og Johnson Matthey.

Det største satsningsområdet til K. A. Rasmussen er likevel gjenvinning av metaller. I dette markedet er det veldig mange kunder da edelmetallene som er gjenvunnet selges til kunder over hele verden i alle mulige forskjellige former, og det er heller ikke store kostnader forbundet med å bytte leverandør.

Leverandørens forhandlingsstyrke

Leverandører med stor forhandlingsstyrke kan få en høyere inntjening ved å kreve høyere priser for en vare, ved å begrense tjenestene sine til få kunder eller ved å redusere kostnadene for bransjedeltakere (Porter, 2008).

K. A. Rasmussen har mange forskjellige leverandører. Det kommer mye edelmetaller fra gullsmeder og andre samarbeidsbedrifter, men også fra privatpersoner. Det er åpenbart vanskelig for privatpersoner å kreve en høyere pris for edelmetaller enn den prisen som er satt. Det som er mulig er at gullsmeder eller andre lignende leverandører på et punkt vil reforhandle en avtale, noe som kan medføre høyere priser for K. A. Rasmussen. Ifølge Porter (1979) har en leverandør større forhandlingsstyrke desto færre leverandører som finnes i markedet. Det vil da medføre at leverandører ikke har spesielt stor forhandlingsstyrke i en bransje som edelmetallbransjen.

Trusler fra nære substitutter

Et substitutt er en vare som er annerledes, men som gjør den samme nytten. Trusselen fra nære substitutter er stor dersom pris-ytelse-avveiningen er god (Porter, 1979). Substituttprodukter eller -tjenester setter begrensninger for hvor høy profitt man kan oppnå ved å sette et tak på prisene man kan ta.

Nære substitutter har vært en stor trussel for dentalproduktene som produseres av K. A. Rasmussen. Det har vært en stor nedgang i forespørselen etter dentalprodukter laget av edelmetaller, fordi det nå finnes substitutter som er langt billigere. Konsumentvaredivisjonen opplever også trusler fra nære substitutter, og derfor er også salg av bestikk i sølv på en nedadgående kurve.

Rivalisering mellom eksisterende aktører

Rivalisering mellom eksisterende aktører kan ifølge Porter (2008) komme i flere forskjellige former. Rivalisering kan forekomme som følge av nedsetting av priser, nye produktlanseringer,

reklamekampanjer eller via en forbedring av tjenestene som tilbys (Porter, 2008). Av den grunn begrenses den potensielle profitten til en enkelt bedrift.

Fordi K. A. Rasmussen opererer innen flere forskjellige markeder møter de mange forskjellige aktører. Dentalavdelingen møter konkurranse fra en rekke nasjonale og nordiske selskaper som produserer ulike dentalprodukter, blant annet fra produsenter som ikke bruker edelmetaller. Også for investeringsmetallavdelingen er det flere aktører i Norge, noe som bidrar til å øke konkurransesituasjonen.

Halvfabrikatavdelingen er ledende på det norske markedet, og har en god posisjon utover i Norden. På dette området er det også en viss grad av konkurranse fra noen av de større utenlandske aktørene som har gode webløsninger, som Heimerle & Meule og Hafner i Tyskland. Dette er bedrifter som har flere av de samme tilbudene som K. A. Rasmussen har, men de er en del større, og har av den grunn en bedre posisjon utover i Europa.

Katalysatorer til industrielt bruk er noe K. A. Rasmussen leverer til hele verden, og derfor møter de nødvendigvis også konkurranse fra hele verden. Her er det igjen snakk om konkurranse fra bedrifter som er langt større enn K. A. Rasmussen. Raffineringstjenester er også noe som gjøres for kunder i hele Europa, i tillegg til noen land i resten av verden, og det er derfor også mye konkurranse i dette markedet.

Oppsummering av Porters fem krefter

Edelmetallbransjen er en bransje det er vanskelig å etablere seg i, på grunn av de høye kapitalkravene som eksisterer i bransjen. Forhandlingskraften til både kunder og leverandører er begrenset grunnet den fastsatte prisen på edelmetaller. K. A. Rasmussen er truet av substituttprodukter på noen områder, men ikke på de som er størst og viktigst for driften av selskapet. K. A. Rasmussen er ledende i Norge, men kan bli litt for små til å ta opp kampen med de store aktørene internasjonalt. På grunn av dette er det ikke grunn til å forvente at konkurransebildet kommer til å forandre seg nevneverdig i nær fremtid.

5.2.2 PESTEL-ANALYSE

En PESTEL-analyse er en utvidet versjon av PEST-analysen som står for *political, economical, social* og *technological* (Roos et al., 2014). E-en og L-en som er i denne versjonen av analysen står for *environmental* og *legal*, hvilket medfører at det er en analyse av politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer som har en innvirkning på virksomheten til et selskap (Roos et al., 2014).

Politiske faktorer

Det er flere politiske faktorer som kan påvirke K. A. Rasmussen og edelmetallbransjen som en helhet, fordi prisene på edelmetaller har en stor innvirkning. Usikkerheter i aksjemarkedet kan føre til en økning i prisene på edelmetaller (Al-Ameer, Hammad, Ismail & Hamdan, 2018). Dette kan observeres i nyere tid med påvirkningen koronaviruset har hatt på børsene, og dermed også prisene på edelmetaller. Etter hvert som at land har stengt og/eller begrenset flere og flere muligheter har børsene gått nedover. Per 18. mars 2020 har hovedindeksen på Oslo børs falt 31,87% de siste tre månedene (Oslo børs, 2020), mens prisen på gull har økt over 20% i samme tidsrom (Bullion Rates, 2020).

Økonomiske faktorer

Edelmetallbransjen generelt, og K. A. Rasmussen, blir tydelig påvirket av prisen på råvarene de bruker. Selv om K. A. Rasmussen med god ledelse og de rette strategiske valgene kan være mindre utsatt for bevegelser i markedet er de i stor grad pristakere (Damodaran, 2009), fordi selskapet selv ikke kan bestemme prisen på varene de tilbyr.

Inflasjon påvirker K. A. Rasmussen indirekte via valutakurs, fordi en svak norsk krone er et godt tegn for K. A. Rasmussen. Bedriften opplever også noen sesongvariasjoner grunnet vedlikeholdspauser på produksjonsanleggene for platinakatalysatorer i to til tre uker to ganger årlig, noe som fører til at det blir veldig mange leveranser på en gang. Dette fører også til at andre halvår oppleves litt bedre enn første for K. A. Rasmussen.

Sosiale faktorer

K. A. Rasmussen har hovedkontor idyllisk plassert på Hamar rett ved Mjøsa, omringet av boligfelt. Det er utvilsomt noe de ansatte kan nyte i form av flott utsikt og til og med mulighet for å bade i lunsjpausene om sommeren. Problemet med beliggenheten er at det som nevnt er boliger på alle kanter, og det medfører et ekstra press om å ikke være for sjenerende i form av lyd og røyk som kommer fra produksjonsanlegget. Dette har vært hovedkontoret til K. A. Rasmussen siden 1950 (K. A. Rasmussen, u.å.), derfor er det naturlig at man på et tidspunkt kanskje må flytte til et sted som er bedre egnet for produksjonen som er nødvendig i denne bransjen.

Ansatte har en blanding av fagutdanning og høgskoleutdanning, da det i denne bransjen kreves både produksjonsarbeidere med fagbrev i for eksempel prosessteknikk, så vel som høyere utdanning innen kjemi og metallurgi.

Teknologiske faktorer

Gjenvinning av metaller er et område som blir viktigere og viktigere for edelmetallbransjen. Gjenvinningsarbeidet deles opp i høykvalitetsmaterialer og lavkvalitetsmaterialer. Høykvalitetsmaterialer er materialer som har en konsentrasjon av edelmetaller over 10%, og lavkvalitetsmaterialer er materialer som har en konsentrasjon av edelmetaller ned mot, og under, 1% (Mooiman, Sole & Dinham, 2016). Gjenvinning av høykvalitetsmaterialer er ifølge Mooiman et al. (2016) en forholdsvis grei prosess, mens gjenvinning av lavkvalitetsmaterialer ofte kan være veldig dyrt og komplekst. Dette medfører et krav om at teknologien alltid er så moderne som mulig for å holde kostnadene nede, men dette gir også større utgifter for K. A. Rasmussen på kort sikt.

Miljøfaktorer

Edelmetallproduksjonsanlegg har potensiale til å skape enorme utfordringer for lokalsamfunnet både via kjemikaliene som blir brukt og biproduktene som dannes i løpet av en prosess (Mooiman et al., 2016). Derfor er det ekstremt viktig at edelmetallbransjen, og K. A. Rasmussen spesielt, kutter ned utslipp så mye som mulig. Siden K. A. Rasmussen ligger helt nede ved

Mjøsa er det kort vei til en drikkevannskilde for mange tusen mennesker, og en liten mengde med kjemikalier som kommer på avveie kan ha negative konsekvenser.

Juridiske faktorer

Tidligere var det spesielle momsregler på gullbarrer som førte til at barrene fikk en økning i salgsverdien på 25% etter at de på ulovlig vis ble brakt inn i Norge (Haakaas, 2013), men dette ble endret slik at kjøperen av gullet må betale momsen, såkalt omvendt avgiftsplikt. I de fleste av EUs medlemsland er det helt momsfritt å kjøpe investeringsmetaller som gullbarrer, men det er det ikke i Norge. Av den grunn er det nesten ikke et marked for dette i Norge.

PGM-katalysatorer kommer i form av et nett laget av platinatråd som K. A. Rasmussen produserer. For å sende dette til USA må det betales toll på hele metallverdien, noe som effektivt stenger K. A. Rasmussen og andre norske produsenter ute av det amerikanske markedet.

5.3 INTERN ANALYSE

Den interne analysen dreier seg om å se på ressursene til en bedrift for å undersøke om det finnes et konkurransefortrinn der (Roos et al., 2014). Dette vil jeg gjøre ved hjelp av en VRIO-analyse som lagt frem av Barney og Hesterly (2012).

5.3.1 VRIO-ANALYSE

En VRIO-analyse er en analyse som ser på ressursene og evnene som en bedrift innehar, og det potensialet man har til å skape et konkurransefortrinn med nevnte ressurser og evner (Barney & Hesterly, 2012). I en VRIO-analyse er det fire krav man stiller til en ressurs eller evne for å kartlegge potensialet for et konkurransefortrinn. Kravet om å være verdifull (**V**alue), kravet om å være sjelden (**R**arity), kravet om å ikke være imiterbar (**I**mitability), og kravet om organisering (**O**rganization). Det er to hovedkategorier for ressurser i en bedrift; intellektuell kapital, som videre kan deles opp i menneskelige ressurser, organisasjonsressurser og relasjonsressurser, og finansiell kapital, som kan deles opp i monetære ressurser og fysiske ressurser (Roos et al., 2014). Fra disse hovedkategoriene vil jeg trekke ut det jeg betrakter som

de viktigste ressursene for at K. A. Rasmussen skal kunne få et konkurransefortrinn, og analysere de opp mot de nevnte kravene.

Kravet om å være verdifull

For at dette kravet skal være oppfylt må ressursene og evnene tillate bedriften å utnytte en ekstern mulighet eller nøytralisere en ekstern trussel (Barney & Hesterly, 2012). Hvis dette kravet er tilfredsstillt vil det si at ressursene er verdifulle og kan sees på som en styrke. Hvis kravet ikke er tilfredsstillt vil man se på ressursene og evnene til bedriften som en svakhet (Barney & Hesterly, 2012).

Kravet om å være sjelden

Kravet om å være sjelden går ut på å spørre seg selv om konkurrerende selskaper sitter på den samme ressursen (Barney & Hesterly, 2012). Dersom det er en verdifull, men også en vanlig ressurs, kan den ikke regnes som et konkurransefortrinn. Ressursen må da regnes som en kilde til konkurranseparitet (Barney & Hesterly, 2012).

Kravet om å ikke være imiterbar

Ressurser som er både verdifulle og sjeldne er kun en kilde til et varig konkurransefortrinn dersom de ikke er imiterbare (Barney & Hesterly, 2012). Det som menes med ikke imiterbar i denne forstand er ifølge Barney og Hesterly (2012) at å anskaffe den aktuelle ressursen er forbundet med kostnader som er såpass store at det ikke vil være verdt det.

Kravet om organisering

Selv om en ressurs er verdifull, sjelden og ikke imiterbar, er den ikke en kilde til konkurransefortrinn med mindre man er klar og beredt til å utnytte den (Barney & Hesterly, 2012). Det er her kravet om organisering kommer inn. Det er essensielt at et selskap er organisert på en måte som gjør det mulig å benytte seg av ressursen, og dermed kan skape et konkurransefortrinn (Barney & Hesterly, 2012).

De ansattes kompetanse

De menneskelige ressursene til et selskap omfatter kompetansen og kunnskapen som de ansatte innehar (Roos et al., 2014), derfor vil jeg dra frem de ansattes kompetanse som en viktig ressurs. K. A. Rasmussen har en høy grad av kompetanse, både i ledelsen, så vel som i produksjonen. Det er en rekke spesialiserte prosesser og mye kunnskap som er nødvendig for å kunne gjennomføre prosessene på en tilfredsstillende måte. Siden det hovedsakelig er edelmetaller som arbeides med er det veldig store verdier det er snakk om, noe som gjør det nødvendig å handle med stor grad av presisjon og nøyaktighet. K. A. Rasmussen er så å si alene om drive med de aktivitetene de driver med i det nordiske markedet. Det vil si at de møter konkurranse fra forskjellige bedrifter innen hvert av de forskjellige områdene de opererer i, men det er få eller ingen konkurrenter som driver med alt som K. A. Rasmussen driver med. Mye av kompetansen som K. A. Rasmussen besitter kommer innenfra, fra deres egen erfaring, og derfor vil det være både tidkrevende og vanskelig for andre å oppdrive den samme kompetansen.

Prosesser og prosessutvikling

Prosesser utvikles kontinuerlig hos K. A. Rasmussen, noe som gjør at de alltid er så moderne og effektive som mulig. For at denne kontinuerlige utviklingsprosessen skal være effektiv stilles det høye krav til de ansattes kompetanse, men som jeg kom frem til overfor er kompetansen tilfredsstillende. Dette kan illustreres med produksjonen av sølvkatalysatorer, hvor K. A. Rasmussen best i verden på grunn av prosessene som har blitt utviklet over en årrekke. Sølvkatalysatorene de produserer gir mye bedre utnyttelse enn konkurrerende produsenter, noe som resulterer i at kunder må bruke dobbelt så mye av en annen produsents produkt kontra K. A. Rasmussens. Dette vil da si at en kunde må betale for dobbelt så mye sølv hos en annen produsent enn det den må hos K. A. Rasmussen.

Teknologi

Teknologien som K. A. Rasmussen har og bruker er noe sammensatt. For noen av forretningsområdene deres blir det brukt gammelt utstyr da produksjonsvolumet er såpass lavt at det ikke er hensiktsmessig å investere i nyeste nytt, og derfor er det heller ikke nødvendig å klassifisere dette som en svakhet. I platinametallavdelingen (PGM-avdelingen), som er et større satsningsområde for K. A. Rasmussen er det høye krav til teknologien, noe som medfører at det stadig gjøres investeringer og modernisering her.

Siden mye av teknologien og utstyret som blir brukt er veldig spesialisert kan det by på noen problemer også. Ved laboratoriet er det utstyr som kun én person i Norge er sertifisert til å reparere dersom det skulle være problemer. Sett i lyset av den siste tiden med permitteringer og karantener for veldig mange kan dette medføre et stort hinder i produksjonen dersom noe skulle skje, og denne ene reparatøren ikke er tilgjengelig. Selv om dette ikke nødvendigvis er et tema akkurat nå er det verdt å nevne som en sårbarhet som medfølger den høye graden av spesialisering ved teknologien som K. A. Rasmussen bruker.

Kunder og samarbeidspartnere

K. A. Rasmussen har et godt rykte blant sine kunder. Kundene omfatter alt fra privatpersoner til store internasjonale selskaper, og de opplever også en god strøm av nye kunder. En av de viktigste kundene og samarbeidspartnerne til K. A. Rasmussen er Yara. Yara kjøper PGM-katalysatorer av K. A. Rasmussen som brukes i produksjonen av kunstgjødsel. Gjennom dette samarbeidet har K. A. Rasmussen mulighet til å benytte seg av Yaras kompetanse i videreutviklingen av sine produkter, som igjen hjelper Yara med å øke effektiviteten i sin produksjon.

K. A. Rasmussen har også et samarbeid med United Recovery Services Group (URSG), et globalt selskap som spesialiserer seg på gjenvinning av metaller. Dette samarbeidet har gitt K. A. Rasmussen bedre kompetanse innen gjenvinning av metaller, som er et satsningsområde for bedriften. Dette samarbeidet har hjulpet spesielt innen gjenvinning av lavgehalt (materialer hvor det er lav konsentrasjon av de ønskede metallene). Dette har ført til at K. A. Rasmussen kan tilby tjenester innen dette området av høy kvalitet.

Bygninger og lokasjon

Hovedkontoret til K. A. Rasmussen i Hamar står for mye av produksjonen, men de har også produksjon hos sin fabrikk i Eskilstuna i Sverige. I tillegg har K. A. Rasmussen salgskontorer i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Estland, Latvia og Belgia (K. A. Rasmussen, u. å.), noe som gjør at de når et bredt utvalg av kunder.

K. A. Rasmussen har stadig ønsker om å utvide driften. Maskiner som blir brukt i produksjonen av diverse edelmetallprodukter er ofte store, noe som medfører at arbeidsplassen som K. A. Rasmussen i dag har i Hamar blir for liten på lang sikt. Det som taler for en utvidelse av driften er at når K. A. Rasmussen beveger seg inn på nye områder er det ikke noe krav om at det må skje på samme sted som resten av bedriften.

Oppsummering av VRIO-analyse

I denne analysen har jeg sett på de ressursene jeg mener er mest aktuelle for å skape et konkurransefortrinn for K. A. Rasmussen. I tabell 5.1 illustreres hvilke av ressursene som kan sees på som et konkurransefortrinn basert på kravene som lagt frem av Barney & Hesterly (2012).

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke imiterbar	Utnyttet av organisasjonen	Konkurranse-implikasjon
Ansattes kompetanse	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Prosesser og prosessutvikling	Ja	Tja	Tja	Ja	Mulig varig fortrinn
Teknologi	Ja	Tja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn
Kunder/samarbeidspartnere	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Bygninger og lokasjon	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet

TABELL 5.1: OPPSUMMERING AV VRIO-ANALYSE

Som man kan se i tabell 5.1 er de ansattes kompetanse den sterkeste ressursen som K. A. Rasmussen innehar, og den gir et varig konkurransefortrinn. Prosesser og prosessutvikling er også en ressurs som kan gi et mulig varig konkurransefortrinn, mens teknologien som blir brukt gir K. A. Rasmussen et midlertidig konkurransefortrinn. Kundebasen og samarbeidspartnerne, så vel som bygningene og lokasjonen, til K. A. Rasmussen er imiterbare og ikke sjeldne nok til å gi et varig konkurransefortrinn. Siden de fortsatt er verdifulle og utnyttet av organisasjonen skal disse ressursene fortsatt i stor grad betraktes som en styrke ved bedriften (Barney & Hesterly, 2012).

5.4 SWOT-ANALYSE

For å avslutte den strategiske analysen av K. A. Rasmussen vil jeg oppsummere funnene fra femkraftsmodellen til Porter (1979), PESTEL-analysen og VRIO-analysen i form av en SWOT-

analyse. En SWOT-analyse ser på styrker, svakheter, muligheter og trusler som påvirker bedriften (Roos et al., 2014). Fordi jeg har sett på muligheter og trusler gjennom femkraftsmodellen og PESTEL-analysen, og styrker og svakheter gjennom VRIO-analysen passer en SWOT-analyse meget bra for å oppsummere den strategiske analysen på en helhetlig måte (Roos et al., 2014). Resultatene fra SWOT-analysen presenteres i tabell 5.2.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> • Høy lederkompetanse • Høy teknisk kompetanse i produksjonen • Prosessutvikling • God og moderne teknologi i viktige avdelinger 	<ul style="list-style-type: none"> • Noe utdatert teknologi • En del mindre enn konkurrenter utover i Europa
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Utvidelser av bedriften, som kan være plassert andre steder enn Hamar • Større fokus på metallgjenvinning • Langvarige og innbringende samarbeid • Kan levere til store deler av verden 	<ul style="list-style-type: none"> • Substitutter på noen områder • Store, utenlandske konkurrenter • Produksjonen kan måtte flytte på grunn av beliggenheten

TABELL 5.2: SWOT-ANALYSE

6. REGNSKAPSANALYSE

I denne delen av oppgaven vil jeg gå nærmere inn på årsregnskapet til K. A. Rasmussen. K. A. Rasmussen rapporterer regnskapet etter norsk regnskapslov og god regnskapsskikk (GRS), og alle årsregnskapene er hentet fra Brønnøysundregisterene. Siden K. A. Rasmussen består av 14 datterselskaper og et tilknyttet selskap med 50% eierandel fant jeg det hensiktsmessig å se mot konsernregnskapet for analysegrunnlaget mitt.

K. A. Rasmussen er et stabilt selskap som ikke har gjennomgått store forandringer i nyere tid, og det er derfor ikke behov for en veldig lang analyseperiode (Kaldestad & Møller, 2016). På grunn av dette har jeg valgt å se på konsernregnskapene til K. A. Rasmussen over en femårsperiode, fra 2014 til og med 2018.

6.1 PRESENTASJON AV RESULTATREGNSKAP

I tabell 6.1 presenteres det rapporterte resultatregnskap i sin helhet:

(Beløp i tusen kr.)	2014	2015	2016	2017	2018
Salgsinntekter	1 015 482	1 098 747	1 249 730	1 186 586	1 111 291
Andre driftsinntekter	5 275	3 749	11 813	2 417	3 766
Sum driftsinntekter	1 020 757	1 102 496	1 261 543	1 189 003	1 115 057
Varekostnad	798 577	863 937	1 032 911	951 425	885 618
Lønnskostnader	105 975	105 491	109 236	104 481	97 843
Avskrivninger på varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	11 552	11 567	10 758	8 132	9 398
Andre driftskostnader	81 159	78 111	83 322	86 646	84 192
Sum driftskostnader	997 263	1 059 106	1 236 227	1 150 684	1 077 051
Driftsresultat	23 494	43 390	25 316	38 319	38 006
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	-357	-655	-630	280	180
Annen renteinntekt	780	689	429	789	683
Annen finansinntekt	1 597	1 489	387	605	615
Sum finansinntekter	2 020	1 523	186	1 674	1 478
Annen rentekostnad	10 613	10 057	8 935	8 550	9 927
Andre finanskostnader	3 825	3 139	4 774	6 045	4 900
Sum finanskostnader	14 438	13 196	13 709	14 595	14 827
Netto finans	-12 418	-11 673	-13 523	-12 921	-13 349
Ordinært resultat før skattekostnad	11 076	31 717	11 793	25 398	24 657
Skattekostnad	4 466	8 532	7 401	7 845	6 598
Ordinært resultat etter skattekostnad	6 610	23 185	4 392	17 553	18 059
Årsresultat	6 610	23 185	4 392	17 553	18 059
Minoritetsinteresser	160	110	296	161	0
Årsresultat etter minoritetsinteresser	6 450	23 075	4 096	17 392	18 059

TABELL 6.1: RAPPORTERT RESULTATREGNSKAP

6.1.1 OMSETNING OG DRIFTSKOSTNADER

I årene 2014 til 2016 økte omsetningen til K. A. Rasmussen med nærmere 24%, før den sank 13% ned til et mer vanlig nivå, fra 2016 til 2018. Noe av oppgangen fra 2014 til 2016 kan forklares med at den norske kronen falt om lag 33% mot dollaren, fra 6,3 kroner per dollar til 8,3 kroner per dollar i dette tidsrommet (Norges Bank, 2020), fordi dette fører til en høy gullpris i norske kroner, men en lavere gullpris i dollar. I perioden fra 2016 til 2018 holdt forholdet mellom den norske kronen og dollaren seg stabilt (Norges Bank, 2020), noe som førte til litt lavere omsetning.

Driftskostnadene til K. A. Rasmussen har fulgt de samme trendene som omsetningen av de samme grunnene.

6.1.2 FINANSINTEKTER OG -KOSTNADER

Netto finansresultat har vært ganske stabilt over denne femårsperioden, rundt om lag 12-13 millioner i minus. Et punkt som kan være verdt å merke seg er finansinntektene i 2016 som er nesten en tiendedel av hva den er de fire andre årene. Til tross for dette er netto finans som nevnt ganske jevnt.

6.2 PRESENTASJON AV BALANSEN

I tabell 6.2 presenteres den rapporterte balansen til K. A. Rasmussen:

(Beløp i tusen kr.)	2014	2015	2016	2017	2018
Immatrielle eiendeler	6 484	3 740	2 404	7 952	12 247
Utsatt skattefordel	12 637	7 978	5 808	4 954	5 648
Sum immatrielle eiendeler	19 121	11 718	8 212	12 906	17 895
Tomter	10 791	15 313	14 364	15 315	15 350
Fabrikkbygninger	10 053	28 202	24 198	24 643	23 780
Maskiner, inventar og transportmidler	26 960	24 282	22 868	17 267	17 399
Sum varige driftsmidler	47 804	67 797	61 430	57 225	56 529
Investeringer i tilknyttet selskap	3 168	2 642	1 865	2 202	2 674
Andre fordringer	305	324	454	79	62
Sum finansielle anleggsmidler	3 473	2 966	2 319	2 281	2 736
Sum anleggsmidler	70 398	82 481	71 961	72 412	77 160
Varebeholdning	432 168	446 647	440 595	447 535	445 284
Sum varer	432 168	446 647	440 595	447 535	445 284
Kundefordringer	78 933	70 955	78 975	63 430	62 921
Andre fordringer	29 059	22 264	26 563	27 288	14 120
Sum fordringer	107 992	93 219	105 538	90 718	77 041
Kontanter, bankinnskudd	10 774	16 824	12 397	17 830	15 090
Sum bankinnskudd, kontanter og lignende	10 774	16 824	12 397	17 830	15 090
Som omløpsmidler	550 934	556 690	558 530	556 083	537 415
SUM EIENDELER	621 332	639 171	630 491	628 495	614 575
Aksjekapital	4 454	4 454	4 454	4 594	4 594
Overkurs	9 445	9 445	9 445	9 445	9 445
Sum innskutt egenkapital	13 899	13 899	13 899	14 039	14 039
Annen egenkapital	92 804	114 247	102 500	115 638	117 490
Sum opptjent egenkapital	92 804	114 247	102 500	115 638	117 490
Minoritetsinteresser	1 150	1 233	1 351	0	0
Sum egenkapital	107 853	129 379	117 750	129 677	131 529
Pensjonsforpliktelser	8 751	1 890	31	2 608	1 940
Utsatt skatt	1 288	1 780	3 871	3 563	3 328
Andre avsetninger for forpliktelser	352	0	0	3 314	4 570
Sum avsetninger for forpliktelser	10 391	3 670	3 902	9 485	9 838
Gjeld til kredittinstitusjoner	76 739	73 867	60 161	49 673	39 431
Sum annen langsiktig gjeld	76 739	73 867	60 161	49 673	39 431
Sum langsiktig gjeld	87 130	77 537	64 063	59 158	49 269
Gjeld til kredittinstitusjoner	63 224	67 326	87 612	41 135	72 289
Leverandørgjeld	30 826	31 861	36 603	20 547	28 628
Betalbar skatt	6 870	6 270	2 630	8 091	7 432
Skyldige offentlige avgifter	6 771	7 398	6 718	5 717	5 493
Utbytte	10 000	13 500	4 000	10 022	15 034
Metallån	286 187	277 266	287 353	304 836	275 312
Annen kortsiktig gjeld	22 471	28 634	23 762	49 312	29 589
Sum kortsiktig gjeld	426 349	432 255	448 678	439 660	433 777
Sum gjeld	513 479	509 792	512 741	498 818	483 046
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	621 332	639 171	630 491	628 495	614 575

TABELL 6.2: RAPPORTERT BALANSE

6.2.1 ANLEGGSMIDLER

Immaterielle eiendeler er på et høyt nivå i 2014, reduseres kraftig mot 2016, og deretter øker de til 2018 igjen. I varige driftsmidler ble det i 2015 gjort betydelige investeringer i tomter og fabrikkbygninger, som kan sees med en økning på omtrent 40% i varige driftsmidler fra 2014

til 2015, før verdien synker over resten av analyseperioden grunnet av- og nedskrivninger. De finansielle anleggsmidlene synker fra 2014 til 2017, men øker igjen i 2018.

6.2.2 OMLØPSMIDLER

Varebeholdningen holder seg ganske stabilt på ca. 440 millioner over femårsperioden. Fordringer går noe opp og ned, fra 107,9 millioner i 2014 til 77 millioner i 2018, noe som er en betraktelig nedgang. Både kundefordringer og andre fordringer er skyldige i denne nedgangen.

6.2.3 EGENKAPITAL

Det observeres en liten endring i aksjekapitalen fra 4,45 millioner til 4,59 millioner i løpet av femårsperioden, men ellers er innskutt egenkapital helt jevn. Den innskutte egenkapitalen ligger på omtrent samme nivå i 2015, 2017 og 2018, mens den i 2016 og spesielt i 2014 var noe lavere.

6.2.4 LANGSIKTIG GJELD

Den langsiktige gjelden til K. A. Rasmussen synker betraktelig fra 87 millioner til 49 millioner, fra 2014 til 2018. Det er en jevn, årlig nedgang som skyldes nedgang i gjeld til kredittinstitusjoner. Avsetninger til forpliktelser er også verdt å merke seg, da denne posten er mye lavere i 2015 og 2016 enn den er i de tre andre årene.

6.2.5 KORTSIKTIG GJELD

Den kortsiktige gjelden øker fra 2014 til 2016, før den synker igjen frem til 2018, og havner på omtrent samme nivå som i 2014. K. A. Rasmussen låner metaller, noe som står for om lag to tredjedeler av den kortsiktige gjelden, eller like i underkant av 300 millioner. Det eneste unntaket er i 2017, hvor metalllånet var på like om 300 millioner.

6.3 OMGRUPPERING FOR ANALYSE

Regnskapet til K. A. Rasmussen er oppdelt i anleggs- og omløpsmidler, og i kortsiktig og langsiktig gjeld. Å se på regnskapet på denne måten danner ikke et godt nok grunnlag for å gjøre en analyse av lønnsomheten, og i tur en verdivurdering (Gjesdal, 2007). Derfor er det

gunstig å omgruppere regnskapet for å se på driftsrelaterte og finansielle eiendeler, og driftsrelatert og finansiell gjeld (Gjesdal, 2007).

6.3.1 PRESENTASJON AV OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP, BALANSE OG KONTANTSTRØM

Omgruppert resultatregnskap

(Beløp i tusen kr.)	2014	2015	2016	2017	2018
Omsetning	1 020 757	1 102 496	1 261 543	1 189 003	1 115 057
Varekostnader	798 577	863 937	1 032 911	951 425	885 618
Bruttofortjeneste	222 180	238 559	228 632	237 578	229 439
Kostnader					
Lønn	105 975	105 491	109 236	104 481	97 843
Andre driftskostnader	81 159	78 111	83 322	86 646	84 192
Avskrivninger	11 552	11 567	10 758	8 132	9 398
Sum driftskostnader	198 686	195 169	203 316	199 259	191 433
Driftsresultat	23 494	43 390	25 316	38 319	38 006
Finansinntekter	2 377	2 178	816	1 394	1 298
Finanskostnader	14 438	13 196	13 709	14 595	14 827
Resultat før skatt og tilknyttede selskap	11 433	32 372	12 423	25 118	24 477
Skatt	4 466	-8 532	-7 401	-7 845	-6 598
Inntekt fra tilknyttede selskap	-357	-655	-630	280	180
Resultat etter skatt	6 610	23 185	4 392	17 553	18 059
Minoritetsinteresser	160	110	296	161	-
Årsresultat etter minoritetsinteresser	6 450	23 075	4 096	17 392	18 059

TABELL 6.3: OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP

Omgruppert balanse

(Beløp i tusen kr.)	2014	2015	2016	2017	2018
Langsiktig driftsrelaterte eiendeler	70 093	82 157	71 507	72 333	77 098
Kortsiktig driftsrelaterte eiendeler	550 934	556 690	558 530	556 083	537 415
Sum driftsrelaterte eiendeler	621 027	638 847	630 037	628 416	614 513
Langsiktig finansielle eiendeler	305	324	454	79	62
Sum finansielle eiendeler	305	324	454	79	62
Sum eiendeler	621 332	639 171	630 491	628 495	614 575
Egenkapital					
Langsiktig driftsrelatert gjeld	10 391	3 670	3 902	9 485	9 838
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	353 125	351 429	357 066	388 503	346 454
Sum driftsrelatert gjeld	363 516	355 099	360 968	397 988	356 292
Langsiktig finansiell gjeld	76 739	73 867	60 161	49 673	39 431
Kortsiktig finansiell gjeld	63 224	67 326	87 612	41 135	72 289
Sum finansiell gjeld	139 963	141 193	147 773	90 808	111 720
Sum gjeld	503 479	496 292	508 741	488 796	468 012

Sum egenkapital og gjeld	621 332	639 171	630 491	628 495	614 575
Netto driftsrelaterte eiendeler	257 511	283 748	269 069	230 428	258 221
Netto finansiell gjeld	139 658	140 869	147 319	90 729	111 658

TABELL 6.4: OMGRUPPERT BALANSE

Omgruppert kontantstrømoppstilling

(Beløp i tusen kr.)	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsresultat	23 494	43 390	25 316	38 319	38 006
Pluss: Avskrivninger på varige driftsmidler	8 472	8 571	9 596	7 030	6 751
Pluss: Avskrivninger på immaterielle eiendeler	3 080	2 996	1 162	1 102	2 647
Tap/gevinst ved salg av varige driftsmidler	-50	0	-8 910	0	-46
Kontantstrøm før endringer i driftsmidler og forpliktelser	34 996	54 957	27 164	46 451	47 358
Minus: Endring i arbeidskapital	-2 158	14 056	-13 115	43 724	-24 405
Endring pensjonsforpliktelse	-1 531	-7 519	-131	-1 193	-983
Kontanter generert fra driften	31 307	61 494	13 918	88 982	21 970
Rentekostnad	-12 061	-11 018	-12 893	-13 201	-13 529
Periodens betalte skatt	-3 253	-3 785	-6 488	-3 797	-7 673
Kontantstrøm fra driften	15 993	46 691	-5 463	71 984	768
Investeringer i varige driftsmidler	-4 560	-31 006	-6 855	-6 761	-13 918
Salg av varige driftsmidler	50	0	11 148	0	46
Kapitalendring i datterselskap	0	0	0	-1 364	0
Kontantstrøm fra investeringer	-4 510	-31 006	4 293	-8 125	-13 872
Endring kassekreditt	-25 564	4 241	23 004	-46 477	31 154
Opptak av ny langsiktig gjeld	14 093	11 543	0	0	0
Nedbetaling av gjeld	-15 315	-15 323	-12 659	-10 488	-10 242
Utbetalt utbytte	-51	-10 096	-13 602	-4 001	-10 022
Kontantstrøm fra finans	-26 837	-9 635	-3 257	-60 966	10 890
Omregningsdifferanse	0	0	0	2 540	-526
Netto økning/reduksjon i cash	-15 354	6 050	-4 427	5 433	-2 740
IB bankinnskudd	26 128	10 774	16 824	12 397	17 830
UB bankinnskudd	10 774	16 824	12 397	17 830	15 090

TABELL 6.5: OMGRUPPERT KONTANTSTRØMOPPSTILLING

7. ANALYSE AV RISIKO

Det er to typer risiko; systematisk risiko og usystematisk risiko. Usystematisk risiko kan man redusere ved å diversifisere porteføljen sin, men systematisk risiko får man ikke diversifisert bort (Penman, 2010). Ved å investere i flere forskjellige selskaper eller markeder vil man redusere risikoen ved en investering, og den totale risikoen vil nærme seg den systematiske risikoen (Penman, 2010). Kapitalverdimodellen (CAPM) tar for seg diversifiseringsaspektet, men man blir altså stående med den systematiske risikoen (Penman, 2010).

7.1 LIKVIDITETSANALYSE

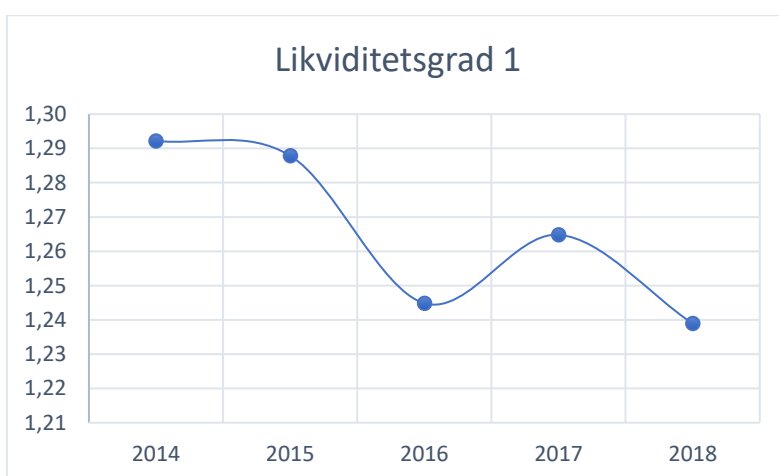
For å måle risikoen K. A. Rasmussen utsettes for på kort sikt vil jeg gjøre en likviditetsanalyse. En likviditetsanalyse har som formål å si noe om en bedrifts kapasitet til å betale forpliktelser etter hvert som de forfaller (Langli, 2016). Likviditet måles med likviditetsgrad 1, også kjent som «current ratio», eller likviditetsgrad 2, kjent som «syretesten» (Langli, 2016).

Likviditetsgrad 1

Man bruker omløpsmidler og kortsiktig gjeld for å regne ut likviditeten til et selskap (Langli, 2016), og defineres som:

$$\frac{\text{Omløpsmidler (OM)}}{\text{Kortsiktig gjeld (KG)}}$$

Ifølge Langli (2016) bør likviditetsgrad 1 ligge rundt 2 for at et selskap skal være komfortable.



FIGUR 7.1: LIKVIDITETSGRAD 1 FOR K. A. RASMUSSEN

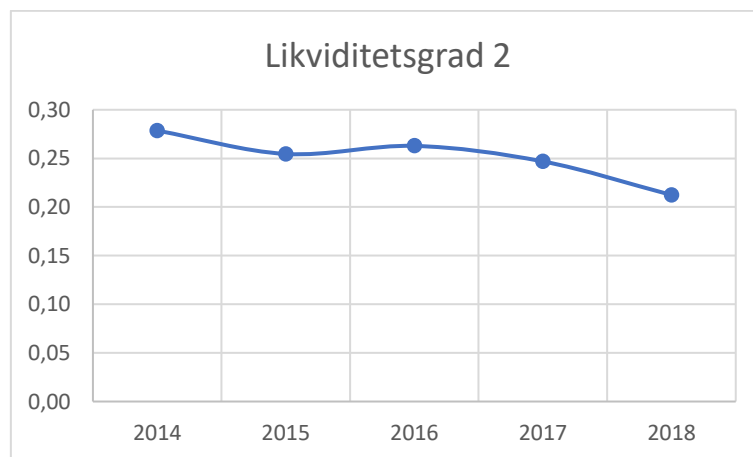
Som man kan se i figur 7.1 ligger likviditetsgraden til K. A. Rasmussen mellom 1,24 og 1,29 i løpet av analyseperioden på fem år. Dette er lavere enn det Langli (2016) beskriver som ønskelig. Det fremkommer også fra Langli (2016) at selv om forholdet med dobbelt så store omløpsmidler som kortsiktig gjeld har vært sett på som optimalt, er det ikke så enkelt lenger. Dette forholdet har blitt brukt lenge, og det er i dag mye større variasjon avhengig av bransje og selskap (Langli, 2016).

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 benytter seg av fordringer, bankinnskudd og kortsiktig gjeld (Penman, 2010):

$$\frac{\text{Bankinnskudd} + \text{Fordringer}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

I likhet med likviditetsgrad 1 har likviditetsgrad 2 også et noe diffust mål (Langli, 2016), men for likviditetsgrad 2 er dette på 1. Det vil si at bankinnskudd og fordringer bør tilsvare den kortsiktige gjelden.



FIGUR 7.2: LIKVIDITETSGRAD 2 FOR K. A. RASMUSSEN

I figur 7.2 ser vi at K. A. Rasmussen ender opp på et intervall mellom 0,28 og 0,21 fra 2014 til 2018. Likviditetsgraden er synkende fra år til år, bortsett fra en liten oppgang fra 2015 til 2016.

Selv om man ifølge Langli (2016) ikke skal feste for mye lit til «idealforholdene» på 2 og 1 for henholdsvis likviditetsgrad 1 og 2, peker dette på at K. A. Rasmussen opplever en stigende kortsiktig risiko.

Metallbeholdning og metallån

For å få et mer realistisk bilde av K. A. Rasmussens likviditet er det mer hensiktsmessig å se på metallbeholdningen og metallånet. Metallånet er K. A. Rasmussens viktigste finansieringskilde for metallbeholdningen, og dette metallånet fungerer også som et sikringstiltak mot resultatsvingninger (K. A. Rasmussen, 2019). Per 2018 hadde K. A. Rasmussen et metallån på 275 millioner kroner og en metallbeholdning på 313 millioner kroner, og summen av likvide midler, ubenyttede kassakreditter og kortsiktige plasseringer var på 106 millioner kroner (K. A. Rasmussen, 2019).

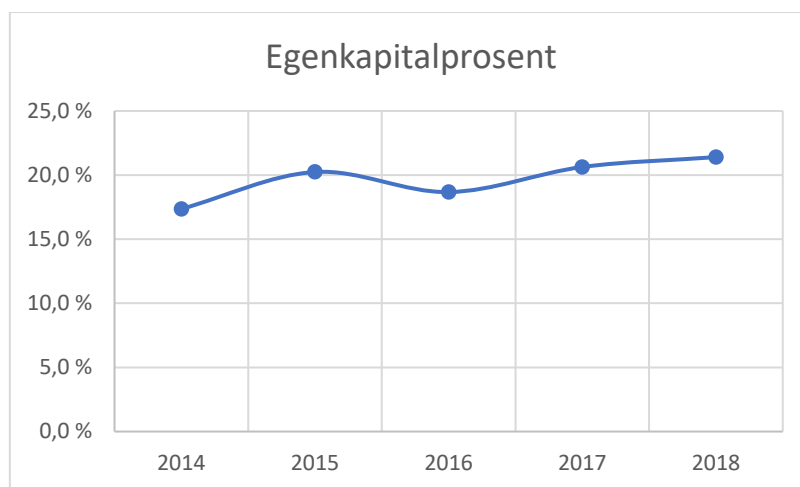
På grunn av dette anses likviditetssituasjonen som tilfredsstillende (K. A. Rasmussen, 2019), til tross for det bildet som ble malt av likviditetsgrad 1 og 2.

7.2 SOLIDITETSANALYSE

Et selskaps soliditet er deres evne til å innfri langsiktige forpliktelser, og deres evne til å tåle tap (Langli, 2016). En av de vanligste måtene å analysere soliditeten til et selskap på er å se på graden av egenkapitalprosenten, og dette måles ved:

$$\frac{\text{Bokført verdi av egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

I figur 7.3 presenteres egenkapitalprosenten til K. A. Rasmussen for årene 2014 til og med 2018:



FIGUR 7.3: EGENKAPITALPROSENT FOR K. A. RASMUSSEN

Egenkapitalprosenten til K. A. Rasmussen er økende. Fra 17,4% i 2014 til 21,4% i 2018. I motsetning til analysen for kortsiktig risiko ser vi her at soliditeten er økende, noe som peker på en lavere langsiktig risiko over tid (Langli, 2016).

8. ANALYSE AV HISTORISK AVKASTNINGSKRAV

Avkastningskravet for et selskap er ifølge Gjesdal og Johnsen (1999) den avkastningen som er nødvendig over tid for å trekke kapital til virksomheten. En annen definisjon er «den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet» (Gjesdal & Johnson, 1999, s. 18). For å beregne avkastningskravet er kapitalverdimodellen (CAPM) meget sentral.

8.1 EGENKAPITALKRAV

Ifølge CAPM kan egenkapitalkravet estimeres på følgende måte (Kaldestad & Møller, 2016):

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Hvor,

R_f	= risikofrie rente
R_m	= avkastning på markedsporteføljen eller indeksen
$R_m - R_f$	= markedets risikopremie
β	= selskapets egenkapitalbeta

Risikofri rente

Den risikofrie renten er «en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156), og beste praksis er da å bruke en statsobligasjon. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er det mulig å benytte både en kort og en lang rente, men en lang rente er det som oftest blir brukt i praksis. Statistikk for 10-årige statsobligasjoner er tilgjengelig hos Norges Bank (Norges Bank, 2020), og presenteres i tabell 8.1.

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
10-årig statsobligasjon	2,52%	1,57%	1,33%	1,64%	1,88%	1,79%
Skatt	0,68%	0,42%	0,33%	0,39%	0,43%	0,45%
Risikofri rente etter skatt	1,84%	1,15%	1,00%	1,25%	1,45%	1,34%

TABELL 8.1: ÅRSGJENNOMSNIITT FOR 10-ÅRIGE STATSOBLIGASJONER

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie har historisk variert mye (Gjesdal & Johnsen, 1999). I løpet av analyseperioden har risikopremien ifølge en rapport utført av Norske Finansanalytikeres Forening i samarbeid med PwC (2018) vært uforandret på 5%. På grunn av dette velger jeg å benytte meg av en risikopremie på 5% etter skatt.

Beta

K. A. Rasmussen er ikke børsnotert, og av den grunn er det ikke mulig å bruke den betaen som børsen benytter. Det viste seg også vanskelig å finne selskaper som er sammenlignbare med K. A. Rasmussen. For å finne en realistisk beta har jeg derfor valgt å se på gjennomsnittstall for hele den europeiske edelmetallbransjen utarbeidet av Damodaran (2020). Her fremkommer det at edelmetallbransjen har en beta på 1,13.

Med dette på plass kan K. A. Rasmussens egenkapitalkrav før skatt regnes ut. Dette presenteres nedenfor i tabell 8.2:

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Risikofri rente etter skatt	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %	1,34 %
Beta	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
Risikopremie etter skatt	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Egenkapitalkrav	7,49 %	6,80 %	6,65 %	6,90 %	7,10 %	6,99 %

TABELL 8.2: EGENKAPITALKRAV

8.2 AVKASTNINGSKRAV TIL GJELDEN

For å estimere gjeldskostnad foreslår Kaldestad og Møller (2016) å se på regnskapet for å se hvor mye selskapet faktisk betaler i renter. Gjeldskostnaden til K. A. Rasmussen vises til nedenfor i tabell 8.3.

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Rentekostnad	10613	10057	8935	8550	9927	9 616
Finansiell gjeld	139 963	141 193	147 773	90 808	111 720	126 291
Gjeldskostnad	7,58 %	7,12 %	6,05 %	9,42 %	8,89 %	7,61 %
Gjeldskostnad etter skatt	5,54 %	5,20 %	4,53 %	7,16 %	6,84 %	5,85 %

TABELL 8.3: GJELDSKOSTNAD

8.3 VEKTET AVKASTNINGSKRAV

For å finne total kapitalavkastningskravet, eller WACC (Weighted Average Cost of Capital) vil jeg nå bruke det jeg har funnet ut om avkastningskravet til egenkapitalen og avkastningskravet til gjelden. Begge kravene jeg har funnet må vektet korrekt fordi ulike finansieringskilder innebærer ulik risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Formelen for å regne ut dette blir:

$$WACC = R_e * \frac{E}{E + G} + R_g * \frac{G}{E + G}$$

Hvor,

WACC = Total kapitalavkastningskravet
R_e = Avkastningskravet til egenkapitalen
R_g = Avkastningskravet til gjelden
E = Egenkapital
G = Gjeld

I tabell 8.4 ser vi K. A. Rasmussens avkastningskrav til total kapitalen:

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	7,49 %	6,80 %	6,65 %	6,90 %	7,10 %	6,99 %
Gjeldskrav	5,54 %	5,20 %	4,53 %	7,16 %	6,84 %	5,85 %
Egenkapital	117 853	142 879	121 750	139 699	146 563	133 749
Gjeld	503 479	496 292	508 741	488 796	468 012	493 064
WACC	5,91 %	5,56 %	4,94 %	7,10 %	6,90 %	6,08 %

TABELL 8.4: AVKASTNINGSKRAV

9. ANALYSE AV LØNNSOMHET OG VEKST

9.1 ANALYSE AV LØNNSOMHET

I dette delkapittelet er formålet å analysere lønnsomheten K. A. Rasmussen har opplevd i løpet av analyseperioden. For å se på dette velger jeg å benytte meg av analyser av egenkapitalrentabiliteten og totalkapitalrentabiliteten.

Egenkapitalrentabilitet

For å beregne egenkapitalrentabiliteten benytter man følgende formel (Gjesdal & Johnsen, 1999):

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsoverskudd}}{\text{Egenkapital}}$$

K. A. Rasmussens egenkapitalrentabilitet kan observeres i tabell 9.1:

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Årsoverskudd	6 450	23 075	4 096	17 392	18 059	
Egenkapital	117 853	142 879	121 750	139 699	146 563	
Egenkapitalrentabilitet	5,47 %	16,15 %	3,36 %	12,45 %	12,32 %	9,95 %

TABELL 9.1: EGENKAPITALRENTABILITET

Det observeres av resultatet i tabell 9.1 at egenkapitalrentabiliteten til K. A. Rasmussen er mellom 3,36% og 12,45% i løpet av analyseperioden, med et gjennomsnitt på 9,95%. Videre ser vi på dette resultatet mot egenkapitalkravet til K. A. Rasmussen i tabell 9.2.

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	5,47 %	16,15 %	3,36 %	12,45 %	12,32 %	9,95 %
Egenkapitalkrav	7,49 %	6,80 %	6,65 %	6,90 %	7,10 %	6,99 %
Superprofitt	-2,02 %	9,35 %	-3,29 %	5,55 %	5,22 %	2,96 %

TABELL 9.2: SUPERPROFIT PÅ EGENKAPITALEN

Av tabell 9.2 ser vi at egenkapitalrentabiliteten ligger under egenkapitalkravet for årene 2014 og 2016. I årene 2017 og 2018 har denne trenden snudd, og vi observerer at egenkapitalrentabiliteten ligger over egenkapitalkravet. Dette indikerer at K. A. Rasmussen drives på en lønnsom måte mot slutten av analyseperioden.

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten sier hvor stor inntjening K. A. Rasmussen har hatt på den totale kapitalen, og beregnes med følgende formel (Langli, 2016):

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Totalkapital}}$$

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Ordinært resultat før skatt	11 433	32 372	12 423	25 118	24 477	
Rentekostnader	14 438	13 196	13 709	14 595	14 827	
Totalkapital	621 332	639 171	630 491	628 495	614 575	
Totalkapitalrentabilitet	4,16 %	7,13 %	4,14 %	6,32 %	6,40 %	5,63 %

TABELL 9.3: TOTALKAPITALRENTABILITET

Totalkapitalrentabiliteten til K. A. Rasmussen observeres i tabell 9.3 å være mellom 4,14% og 7,13% i løpet av analyseperioden, med en gjennomsnittlig verdi på 5,63%. Satt opp mot totalkapitalavkastningskravet får vi resultatene i tabell 9.4:

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Totalkapitalrentabilitet	4,16 %	7,13 %	4,14 %	6,32 %	6,40 %	5,63 %
Avkastningskravet til totalkapitalen	5,91 %	5,56 %	4,94 %	7,10 %	6,90 %	6,08 %
Superprofitt	-1,74 %	1,57 %	-0,80 %	-0,78 %	-0,51 %	-0,45 %

TABELL 9.4: SUPERPROFIT PÅ TOTALKAPITALEN

Ut ifra tabell 9.4 observeres det at avkastningskravet til totalkapitalen er høyere enn totalkapitalrentabiliteten i samtlige år, utenom 2015. Det varierer fra -1,74% i 2014 til -0,51% i 2018, noe som peker på at det kommer nærmere og nærmere en positiv verdi.

Oppsummering

Ut ifra beregningene som er gjort i dette delkapittelet observeres det en økende rentabilitet hos K. A. Rasmussen, noe som betyr at de er inne i en positiv utvikling (Langli, 2016). Egenkapitalrentabiliteten er tilfredsstillende sett over hele analyseperioden, samtidig som totalkapitalrentabiliteten øker, og dette peker på at K. A. Rasmussen stadig blir mer lønnsomt.

9.2 ANALYSE AV VEKST

Analyse av veksten til et selskap er instrumentelt i en verdsettelse (Penman, 2010), da veksten er en viktig faktor for å bestemme terminalverdien. For å se på veksten til K. A. Rasmussen har jeg valgt å se på vekst i egenkapital og totalkapital i tabell 9.5. I tillegg har jeg utarbeidet en trendanalyse for å se på resultatveksten i tabell 9.6.

	2014	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt
Vekst i egenkapital	-2,02 %	19,96 %	-8,99 %	10,13 %	1,43 %	4,10 %
Vekst i totalkapital	3,26%	2,87%	-1,36%	-0,32%	-2,21%	0,45%

TABELL 9.5: VEKST I EGENKAPITAL OG TOTALKAPITAL

Egenkapitalveksten til K. A. Rasmussen har variert fra år til år, med en gjennomsnittlig økning på 4,1%. Totalkapitalen til K. A. Rasmussen blir kraftig påvirket av metallbeholdningen, som per 2018 var på ca. 313 millioner kroner. Endringer i prisene på edelmetaller gjør at denne beholdningen, og også det medfølgende metallånet, endres mye i verdi. Til tross for dette er det lite variasjon i totalkapitalen i analyseperioden, med en gjennomsnittlig vekst på 0,45%.

9.2.1 ANALYSE AV RESULTATVEKST

For å se på resultatveksten har jeg gjort en trendanalyse hvor jeg har satt 2014 som et basisår, og sammenlignet de fire neste årene opp mot dette året. I tabell 9.6 vises trendregnskapet:

	2014	2015	2016	2017	2018
Salgsinntekter	1,00	1,08	1,23	1,17	1,09
Andre driftsinntekter	1,00	0,71	2,24	0,46	0,71
Sum inntekter	1,00	1,08	1,24	1,16	1,09
Varekostnad	1,00	1,08	1,29	1,19	1,11
Lønnskostnader	1,00	1,00	1,03	0,99	0,92
Avskrivninger på varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	1,00	1,00	0,93	0,70	0,81
Andre driftskostnader	1,00	0,96	1,03	1,07	1,04
Sum kostnader	1,00	1,06	1,24	1,15	1,08
Driftsresultat	1,00	1,85	1,08	1,63	1,62
Inntekt på investering i tilknyttede selskap	1,00	1,83	1,76	-0,78	-0,50
Annen renteinntekt	1,00	0,88	0,55	1,01	0,88
Annen finansinntekt	1,00	0,93	0,24	0,38	0,39
Sum finansinntekter	1,00	0,75	0,09	0,83	0,73
Annen rentekostnad	1,00	0,95	0,84	0,81	0,94
Andre finanskostnader	1,00	0,82	1,25	1,58	1,28

Sum finanskostnader	1,00	0,91	0,95	1,01	1,03
Netto finans	1,00	0,94	1,09	1,04	1,07
Ordinært resultat før skattekostnad	1,00	2,86	1,06	2,29	2,23
Skattekostnad	1,00	1,91	1,66	1,76	1,48
Årsresultat	1,00	3,51	0,66	2,66	2,73
Minoritetsinteresser	1,00	0,69	1,85	1,01	0,00
Årsresultat etter minoritetsinteresser	1,00	3,58	0,64	2,70	2,80

TABELL 9.6: TRENDREGNSKAP

Ved hjelp av trendregnskapet vises det en økning i driftsinntektene over analyseperioden på totalt 9%, noe som tilsier en gjennomsnittlig årlig økning på 2,25%. Samtidig observeres det at kostnadene øker i tritt med inntektene med totalt 8%, eller 2% i årlig gjennomsnitt. Økningen i kostnadene skyldes i stor grad en økning i varekostnadene, da lønnskostnadene har gått ned og andre driftskostnader har holdt seg forholdsvis stabile. Driftsresultatet til K. A. Rasmussen har økt med totalt 62% over analyseperioden, og foruten 2016 som hadde et spesielt godt driftsresultat, har økningen skjedd gradvis over analyseperioden.

Finansinntektene til K. A. Rasmussen har gått ned, samtidig som finanskostnadene har steget marginalt. Nedgangen skyldes posten andre finanskostnader som har gått kraftig ned over analyseperioden.

Ordinært resultat før skattekostnad har mer enn doblet seg siden basisåret 2014. I samme periode har også skattekostnaden økt, men ikke med mer enn 48%. Dette fører også til at årsresultatet har blitt bedre og bedre over analyseperioden, og årsresultatet etter minoritetsinteresser har nesten tredoblet seg.

10. FREMTIDSREGNSKAP

I denne delen av oppgaven vil jeg bruke den innsikten jeg opparbeidet meg ved hjelp av den strategiske analysen og de historiske regnskapstallene til å utarbeide et fremtidsregnskap.

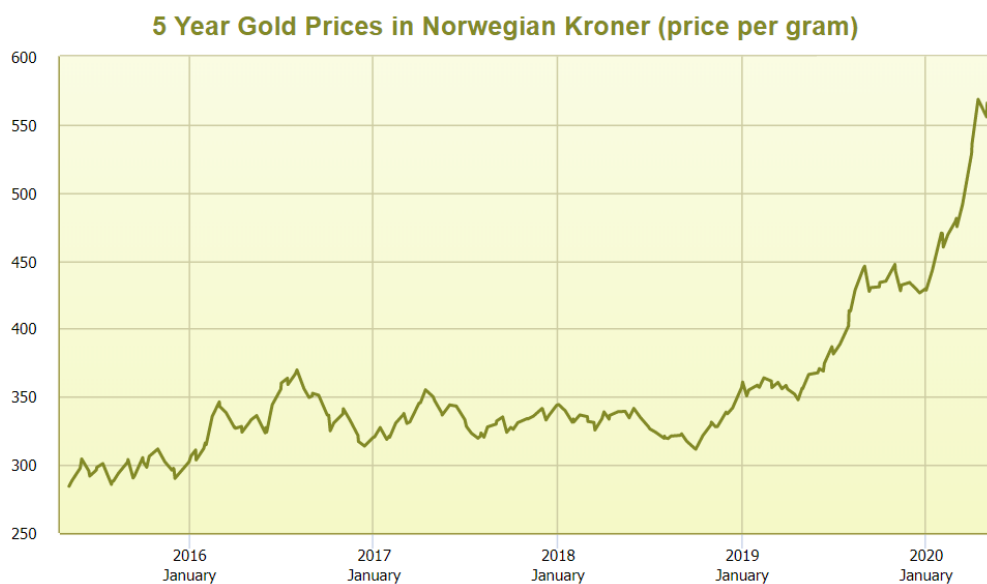
10.2 BUDSJETTERING

10.2.1 BUDSJETTHORISONT

Edelmetallbransjen er i en moden fase, derfor er det ikke naturlig å forvente noen stor vekst i bransjen. Det er en konstant vekst, og bransjen kan sies å være i en steady state. Det vil si at det observeres en vekst som er tilnærmet lik den generelle veksten i økonomien (Kaldestad & Møller, 2016). På grunn av den modne fasen både bransjen og K. A. Rasmussen er i, velger jeg en budsjetthorisont på fem år.

10.2.2 ESTIMERING AV INNTEKTER OG KOSTNADER

Både inntektene og kostnadene til K. A. Rasmussen blir naturligvis påvirket av prisene på edelmetaller – og da spesielt gull. Edelmetallbransjen er en bransje med veldig høye verdier og lave marginer. Dette kan illustreres ved at K. A. Rasmussen i 2018 hadde en omsetning på 1 115 millioner kroner, og et årsresultat på 18 millioner kroner.



FIGUR 10.1: HISTORISKE GULLPRISER. HENTET FRA: [HTTPS://WWW.BULLION-RATES.COM/GOLD/NOK/YEAR-5-CHART.HTM](https://www.bullion-rates.com/gold/nok/year-5-chart.htm)

Som det observeres av figur 10.1 gikk gullprisen noe opp og ned, men med en total økning fra midten av 2015 til starten av 2019. Etter dette har gullprisen i kroner økt kraftig, både fordi det har vært usikre tider og fordi den norske kronen har blitt svekket mot dollaren. Det er ikke naturlig å tenke at denne absurde økningen kommer til å fortsette. Det forventes også at en økning i inntektene vil følges av en tilnærmet lik økning i kostnadene.

Omsetning

I 2018 kjøpte K. A. Rasmussen opp den norske konkurrenten NOGUSRA, og med det ble de den klart største aktøren innen det norske markedet for edelmetallbaserte legeringer og produkter til gullsmidbransjen (K. A. Rasmussen, u.å.).

Grunnet oppkjøpet av NOGUSRA, og det jeg kom frem til i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, forventes det en vekst i omsetningen i 2019 på 4%, og deretter en jevn vekst over de neste årene på rundt 2% årlig, og en evig vekst etter dette som også er på 2%.

Kostnader

Varekostnadene til K. A. Rasmussen presenteres i tabell 10.1, og har historisk sett gjennomsnittlig ligget på 79,6% av omsetningen. Lønnskostnadene har i snitt vært 9,2% av omsetningen, og andre driftskostnader har ligget på 7,3% av omsetningen. De fremskrevne kostnadene presenteres i tabell 10.2. Det forventes ikke store endringer her, annet enn små reduksjoner over tid grunnet høyere effektivisering og bedre prosesser.

	2014	2015	2016	2017	2018
Varekostnader	78,23 %	78,36 %	81,88 %	80,02 %	79,42 %
Lønnskostnader	10,38 %	9,57 %	8,66 %	8,79 %	8,77 %
Andre driftskostnader	7,95 %	7,08 %	6,60 %	7,29 %	7,55 %

TABELL 10.1: HISTORISKE KOSTNADER I PROSENT AV OMSETNING

	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnader	79,00 %	78,80 %	78,60 %	78,40 %	78,20 %
Lønnskostnader	8,80 %	8,80 %	8,70 %	8,70 %	8,60 %
Andre driftskostnader	6,95 %	6,90 %	6,90 %	6,85 %	6,85 %

TABELL 10.2: FREMTIDIGE KOSTNADER I PROSENT AV OMSETNING

10.3 FREMTIDSREGNSKAP

Fremtidig resultatregnskap

(Beløp i tusen kr.)	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetning	1 159 659	1 188 651	1 217 178	1 245 173	1 271 322
Varekostnader	916 131	936 657	956 702	976 216	994 174
Bruttofortjeneste	243 528	251 994	260 476	268 957	277 148
Lønnskostnader	102 050	104 601	105 895	108 330	109 334
Andre driftskostnader	80 596	82 017	83 985	85 294	87 086
Avskrivninger	10 929	10 472	10 140	9 910	9 762
Sum driftskostnader	193 575	197 090	200 020	203 535	206 181
Driftsresultat	49 953	54 904	60 456	65 423	70 967
Finansinntekter	1 464	187	523	848	1 446
Finanskostnader (renter)	12 848	12 848	12 848	12 848	12 848
Resultat før skatt og tilknyttede selskap	38 569	42 244	48 132	53 423	59 566
Skatt	-14 132	-15 478	-17 635	-19 574	-21 825
Inntekt fra tilknyttede selskap	-236	-236	-236	-236	-236
Resultat etter skatt	24 202	26 530	30 260	33 613	37 505

TABELL 10.3: FREMTIDIG RESULTATREGNSKAP

Fremtidig balanse

(Beløp i tusen kr.)	2019	2020	2021	2022	2023
Bankinnskudd	5 264	12 183	19 722	30 375	49 395
Kundefordringer	73 074	71 645	73 364	75 052	73 145
Andre fordringer	25 417	26 053	26 678	27 291	27 865
Varelager	449 281	459 347	469 177	478 747	487 554
Sum omløpsmidler	553 037	569 227	588 941	611 465	637 958
Varige driftsmidler	56 747	57 150	57 706	58 389	59 166
Immatrielle eiendeler	9 798	7 838	6 270	5 016	4 013
Investeringer i tilknyttet selskap	2 674	2 674	2 674	2 674	2 674
Finansielle anleggsmidler	62	62	62	62	62
Utsatt skattefordel	5 648	5 648	5 648	5 648	5 648
Sum anleggsmidler	74 929	73 372	72 361	71 789	71 563
Sum eiendeler	627 965	642 599	661 302	683 255	709 521
Finansiell gjeld	72 289	72 289	72 289	72 289	72 289
Leverandørgjeld	30 119	30 794	31 453	32 095	32 685
Betalbar skatt	7 432	7 432	7 432	7 432	7 432
Skyldige offentlige avgifter	5 493	5 493	5 493	5 493	5 493
Metallån	275 312	275 312	275 312	275 312	275 312
Annen kortsiktig gjeld	29 589	29 589	29 589	29 589	29 589
Sum kortsiktig gjeld	420 234	420 909	421 568	422 210	422 800

Finansiell gjeld	39 431	39 431	39 431	39 431	39 431
Pensjonsforpliktelser	1 940	1 940	1 940	1 940	1 940
Utsatt skatt	3 328	3 328	3 328	3 328	3 328
Andre avsetninger til forpliktelser	4 570	4 570	4 570	4 570	4 570
Sum langsiktig gjeld	49 269	49 269	49 269	49 269	49 269
Sum gjeld	469 503	470 178	470 837	471 479	472 069
Aksjekapital	4 594	4 594	4 594	4 594	4 594
Overkurs	9 445	9 445	9 445	9 445	9 445
Opptjent egenkapital	144 423	158 381	176 426	197 737	223 413
Sum egenkapital	158 462	172 420	190 465	211 776	237 452
Sum egenkapital og gjeld	627 965	642 599	661 302	683 255	709 521

TABELL 10.4: FREMTIDIG BALANSE

Fremtidig kontantstrøm

(Beløp i tusen kr.)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsresultat	49 953	54 310	59 848	64 178	69 696
Pluss: Netto finans	-11 384	-12 337	-11 666	-10 935	-9 901
Pluss: Andre inntekter etter skatt	-236	-236	-236	-236	-236
Pluss: Avskrivninger på varige driftsmidler	8 479	8 512	8 572	8 656	8 758
Pluss: Avskrivninger på immaterielle eiendeler	2 449	1 960	1 568	1 254	1 003
Kontantstrøm før endringer i driftsmidler og forpliktelser	49 262	52 208	58 086	62 917	69 320
Minus: Endring i arbeidskapital	-23 956	-8 597	-11 516	-11 229	-6 882
Periodens betalte skatt	-10 799	-11 752	-13 491	-14 908	-16 742
Kontanter fra driften	14 507	31 859	33 079	36 780	45 695
Investeringer i varige driftsmidler	-8 697	-8 915	-9 129	-9 339	-9 535
Kontanter fra investeringer	-8 697	-8 915	-9 129	-9 339	-9 535
Utbetalt utbytte	-15 635	-16 026	-16 410	-16 788	-17 140
Kontanter fra finans	-15 635	-16 026	-16 410	-16 788	-17 140
Netto økning/reduksjon i cash	-9 826	6 918	7 539	10 653	19 020
IB bankinnskudd	15 090	5 264	12 183	19 722	30 375
UB bankinnskudd	5 264	12 183	19 722	30 375	49 395

TABELL 10.5: FREMTIDIG KONTANTSTRØM

10.4 FRAMSKRIVNING AV AVKASTNINGSKRAV

Framskrivningen av avkastningskravet ble gjort på samme måte som i kapittel 8.3, hvor jeg først regnet ut egenkapitalkravet og gjeldskravet. Deretter brukte jeg dette til å finne det vektete avkastningskravet.

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Risikofri rente etter skatt	1,45 %	1,45 %	1,45 %	1,45 %	1,45 %	1,45 %
Beta	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
Risikopremie etter skatt	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5,00 %
Egenkapitalkrav	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %

TABELL 10.6: FRAMSKREVET EGENKAPITALKRAV

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Rentekostnad	11 384	12 337	11 666	10 935	9 901	11 245
Finansiell gjeld	111 720	111 720	111 720	111 720	111 720	111 720
Gjeldskostnad	10,19 %	11,04 %	10,44 %	9,79 %	8,86 %	10,07 %
Gjeldskostnad etter skatt	7,85 %	8,50 %	8,04 %	7,54 %	6,82 %	7,75 %

TABELL 10.7: FRAMSKREVET GJELDSKRAV

	2019	2020	2021	2022	2023	Gjennomsnitt
Re	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %
Rg	7,85 %	8,50 %	8,04 %	7,54 %	6,82 %	7,75 %
E	158 462	172 420	190 465	211 776	237 452	194 115
G	469 503	470 178	470 837	471 479	472 069	470 813
WACC	7,66 %	8,13 %	7,77 %	7,40 %	6,92 %	7,57 %

TABELL 10.8: FRAMSKREVET VEKTET AVKASTNINGSKRAV

Det fremkommer av tabell 10.6, 10.7 og 10.8 at jeg har kommet frem til et totalt vektet avkastningskrav på 7,57%.

11. VERDSETTELSE

11.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

I en fundamental verdsettelse kan man enten finne verdien av et selskap gjennom egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden. Jeg har valgt å bruke totalkapitalmodellen, hvor man finner verdien av egenkapitalen ved å beregne verdien av selskapet, for så å trekke fra verdien av gjelden (Penman, 2010). I tillegg må jeg også korrigere for metallbeholdningen til K. A. Rasmussen. Denne hadde i 2018 en verdi på ca. 313 millioner kroner, og det er denne verdien jeg bruker videre.

Verdsettelsen bygger på to perioder; budsjettperioden frem til det valgte terminaltidspunktet, og verdien etter terminaltidspunktet, eller terminalverdien (Penman, 2010). Etter terminaltidspunktet forutsetter jeg at K. A. Rasmussen er i en steady state, og at det vil være en evig vekst på 2%.

På bakgrunn av dette, og det jeg kom frem til i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, har jeg utarbeidet verdsettelsen som presenteres i tabell 11.1:

(Beløp i tusen kr.)	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsresultat	49 953	54 310	59 848	64 178	69 696
Minus: Skatt	11 489	12 491	13 765	14 761	16 030
Netto driftsresultat etter skatt (NOPAT)	38 464	41 819	46 083	49 417	53 666
Pluss: Avskrivninger	10 929	10 472	10 140	9 910	9 762
Minus: Investeringer	-8 697	-8 915	-9 129	-9 339	-9 535
Minus: Endringer i arbeidskapital	-23 956	-8 597	-11 516	-11 229	-6 882
Fri kontantstrøm	16 740	34 778	35 578	38 759	47 010
Diskonteringsrate	1,0757	1,1571	1,2447	1,3390	1,4403
Nåverdi av kontantstrøm	15 562	30 056	28 583	28 947	32 639
Total nåverdi frem til 2023	135 786				
Terminalverdi					860 865
Nåverdi av terminalverdi	597 694				
Selskapsverdi	733 480				
Pluss: Kontanter	49 395				
Minus: Gjeld	111 720				
Minus: Metallbeholdning	312 892				
Verdi av egenkapital	358 263				

TABELL 11.1: VERDSETTELSE AV K. A. RASMUSSEN

Av verdsettelsen i tabell 11.1 kan det observeres at K. A. Rasmussen har en verdi på 358 millioner kroner.

11. 2 SENSITIVITETSANALYSE

Grunnet graden av subjektivitet som inngår i en verdsettelse vil det ofte være hensiktsmessig å studere hvordan verdien hadde sett ut med litt forskjellige forutsetninger. Av den grunn har jeg utarbeidet en sensitivitetsanalyse, som belyser hvor store endringer den endelige verdien får med variasjoner i avkastningskrav og evig vekst.

I tabell 11.2 har jeg satt opp en evig vekst fra 1% opp til 4% med intervaller på 0,5%. Avkastningskravet er satt opp fra 5% til og med 10%, med intervaller på 1%. I tillegg har jeg lagt til det avkastningskravet som ble brukt i verdsettelsen på 7,57% for å illustrere hvor min beregnede verdi ligger. Denne verdien er uthevet i tabellen.

		AVKASTNINGSKRAV						
		5,00 %	6,00 %	7,00 %	7,57 %	8,00 %	9,00 %	10,00 %
EVIG VEKST	1,00 %	702	477	327	262	220	141	79
	1,50 %	840	559	381	306	258	168	100
	2,00 %	1 024	663	447	358	303	200	123
	2,50 %	1 282	796	526	420	355	237	150
	3,00 %	1 668	973	626	496	418	279	180
	3,50 %	2 313	1 221	754	590	495	330	216
	4,00 %	3 602	1 594	925	711	590	390	257

TABELL 11.2: SENSITIVITETSANALYSE. (VERDI I MILLIONER KRONER).

Verdiene i tabell 11.2 spriker fra 79 millioner kroner og opp til 3 602 millioner kroner. Dette er ytterpunkter som ifølge mine analyser ikke er sannsynlige, men man ser også at med et avkastningskrav på 8% i stedet for 7,57% synker verdien med over 50 millioner kroner, eller 14%. Det samme kan illustreres med den evige veksten, da sensitivitetsanalysen tilsier at en evig vekst på 2,5% i stedet for 2% vil øke verdien med 62 millioner kroner, eller 17%. Dette vil si at verdien jeg har kommet frem til er veldig sensitiv for endringer i forutsetningene.

12. KONKLUSJON

Formålet med denne utredningen har vært å estimere verdien til K. A. Rasmussen ved hjelp av en rekke forskjellige analyser. Jeg har tatt for meg nødvendig teori, samt metode for datainnsamling og dataanalyse. Jeg har også gjennomført en strategisk analyse, så vel som en regnskapsanalyse for å se nærmere på den strategiske og økonomiske posisjonen til K. A. Rasmussen. Videre har jeg estimert og satt opp fremtidsregnskaper for K. A. Rasmussen, og brukt dette til å estimere en verdi av selskapet. Helt til slutt har jeg utført en sensitivitetsanalyse som belyser hvor store endringer verdien av selskapet får med små justeringer i forutsetningene.

K. A. Rasmussen er i en sterk posisjon i det norske markedet, og det er ikke grunn til å tro at det skal forandre seg med det første. K. A. Rasmussens ansatte har høy kompetanse og fokus på prosessutvikling, noe som gir dem et varig konkurransefortrinn. K. A. Rasmussen er også i en komfortabel posisjon når det gjelder likviditet og lønnsomhet.

De utførte analysene ga et informasjonsgrunnlag som resulterte i et verdiestimat på 358 millioner kroner for K. A. Rasmussen.

LITTERATURLISTE

- Al-Ameer, M., Hammad, W., Ismail, A. & Hamdan, A. (2018). The Relationship of Gold Price with the Stock Market: The Case of Frankfurt Stock Exchange. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 8(5) 357-371. Hentet fra: <https://www.econjournals.com/index.php/ijeep/article/view/6720/3978>
- Barney, J. B. & Hesterly, W. S. (2012). *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts and Cases* (4. utg.). New Jersey: Pearson
- Bullion Rates. (2020, 18. mars). Gold Prices for the last 90 Days in Norwegian Kroner (NOK). Hentet fra: <https://www.bullion-rates.com/gold/NOK/Daily-90-chart.htm>
- Easterby-Smith, M., Thorpe, R., Jackson, P. R., & Jaspersen, L. J. (2015). *Management and Business Research* (5. utg.). Sage Publishing
- Damodaran, A. (2020). Levered and Unlevered Betas by Industry. Hentet fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2009). Ups and Downs: Valuing Cyclical and Commodity Companies. *SSRN Electronical Journal*. [10.2139/ssrn.1466041](https://ssrn.com/abstract=10.2139/ssrn.1466041)
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 23(2), s. 3-17. https://www.idunn.no/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_f_or_eierkontroll_og_verdsettels
- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag
- Haakaas, E. (2013, 21. oktober). Vil stoppe momssvindler med gull. *Aftenposten*. Hentet fra: <https://www.aftenposten.no/norge/i/A2j63/vil-stoppe-momssvindler-med-gull>
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget
- K. A. Rasmussen. (u. å.). Hentet fra: <https://www.ka-rasmussen.no/>
- K. A. Rasmussen. (u. å.). Hentet fra: http://www.visbrosjyre.no/K_A_Rasmussen/WebView/

- K. A. Rasmussen (u. å.). Hentet fra: <https://www.ka-rasmussen.no/gull-og-solvsmid/ka-rasmussen-over-tar-norsk-konkurrent/>
- K. A. Rasmussen. (2019). *Årsrapport 2018 K. A. Rasmussen*.
- Langli, J. C. (2016). *Årsregnskapet* (10. utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk
- Mehmetoglu, M. (2004). *Kvalitativ metode for merkantile fag*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Mooiman, M, B., Sole, K., C. & Dinham, N. (2016). The Precious Metals Industry: Global Challenges, Responses and Prospects. I R. M. Izzat (Red.), *Metal Sustainability: Global Challenges, Consequences and Prospects* (s. 361-396). Chichester: John Wiley & Sons Limited
- Norges Bank. (2020, 8. april). Valutakurser. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=currency&id=USD>
- Norges Bank. (2020, 23. april). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Porter, M. (1979). How competitiv forces shape strategy. *Harvard Business Review*, 57(2), s. 137-145
- Porter, M. (2008). The five competitive forces that shape strategy, *Harvard Business Review*, 86(1), s. 78-93
- PwC. (2018). Risikopremien i det norske markedet. Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- Oslo Børs. (2020, 18. mars). Hovedindeksen. Hentet fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>
- Penman, S. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (4. utg.). McGraw-Hill
- Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi – en innføring* (6. utg.). Bergen: Fagbokforlaget
- Tjora, A. (2017). *Kvalitative forskningsmetoder i praksis* (3. utg.). Oslo: Gyldendal akademisk