



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av

Beerenberg Holding AS

Eskild Eriksen

Veileder: Petter Bjerksund

Masterutredning innen finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I utredningen gjennomføres en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av oljeserviceselskapet Beerenberg Holding AS. Hovedformålet med utredningen er å estimere en realistisk salgsverdi på selskapet ved salg til en privat aktør.

De viktigste trekkene ved selskapet, bransjen og markedet presenteres i utredningens første del. Beerenberg er en av de største aktørene i en bransje med relativt få aktører som kjemper om de samme langsiktige rammekontraktene på norsk sokkel. Videre gjennomføres det i del 2 en strategisk analyse av Beerenberg og ISO-bransjen. Av bransjeanalysen fremkommer det at kundene har betydelig forhandlingsmakt, mens rivaliseringen innad i bransjen blir betegnet som begrenset. Avhengigheten av et fåtalls kunder og oljeselskapenes langsiktige investeringsnivå er de største truslene selskapet står ovenfor i fremtiden. Produktutvikling og kostnadseffektivitet er Beerenbergs største kilder til konkurransefortrinn.

I del 3 analyseres selskapets og bransjens regnskaper med fokus på investororientert analyse. Selskapet har i perioden 2008-2013 opplevd stor vekst i omsetning og lønnsomhet. Sammenligning av avkastningskrav og rentabiliteter viser at selskapets strategiske fordel er på hele 36,1% i 2013, mens det vektede snittet over analyseperioden er 5,1%. Gjennom dekomponering og sammenligning med den komparative bransjen finner man at det eksisterer en bransjefordel. Videre finnes det at selskapets økte strategiske fordel skyldes forbedret netto driftsmargin og økt finansiell gjeldsgrad gjennom hele analyseperioden.

Resultatene og innsikten fra de 3 første delene blir i del 4 benyttet til å prognostisere selskapets fremtidsregnskaper. Beerenbergs egenkapitalverdi blir estimert ved hjelp av egenkapital-, sysselsatt kapital-, og netto driftskapitalmetoden. Justert for eksplisitt konkursrisiko beregnes Beerenbergs egenkapitalverdi pr 31.05.2014 til 1.029 MNOK. Avslutningsvis gjennomføres det en sensitivitetsanalyse hvor det fremkommer at verdiesimatet påvirkes i stor grad av endring i prognostisert netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler.

Forord

Denne utredning er skrevet som et avsluttende ledd masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Da jeg skulle velge tema for denne masterutredningen var målet å finne et tema og en problemstilling som både var interessant, lærerik og praktisk anvendbart. Verdssettelse er et fag jeg finner interessant da det kombinerer kunnskap og teknikker fra flere økonomiske fagdisipliner. Som tema valgte jeg strategisk regnskapsanalyse og verdssettelse da dette kombinerer både strategiske, regnskapsmessige og finansielle analyser.

Arbeidet med masterutredningen har uten tvil vært svært lærerikt. Gjennom verdssettelsesprosessen har jeg tilegnet meg ny kunnskap samtidig som jeg har fått anvendt mye av kunnskapen som er opparbeidet gjennom studiene ved NHH i praksis. I tillegg har jeg fått god innsikt og kjennskap til Beerenberg som selskap og ISO-bransjen.

Jeg vil rette en takk til min veileder Petter Bjerksund for gode råd og innspill under arbeidet med masterutredningen.

Norges Handelshøyskole, Bergen, 18. juni 2014.

Eskild Eriksen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord	2
1. Innledning	7
1.1 <i>Formål</i>	7
1.2 <i>Valg av selskap</i>	7
1.3 <i>Praktiske avklaringer</i>	7
1.4 <i>Avgrensning</i>	8
1.5 <i>Utrednings struktur</i>	8
2. Metoder og teknikker for verdsettelse	10
2.1 <i>Fundamental verdsettelse</i>	10
2.2 <i>Komparativ verdsettelse</i>	11
2.3 <i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	12
2.4 <i>Valg av metode</i>	12
Del 1: Selskap, bransje og marked	14
3. Presentasjon av Beerenberg	14
3.1 <i>Historie</i>	14
3.2 <i>Konsernstruktur</i>	16
3.3 <i>Forretningsområder og produkter</i>	16
3.4 <i>Kontrakter og backlog</i>	19
4. Marked og bransje	20
4.1 <i>Bransjen</i>	21
4.2 <i>Konkurrenter</i>	22
4.3 <i>Fremtidsutsikter for bransjen</i>	23
Del 2: Strategisk analyse	25
5. Makroanalyse – PESTEL	26
5.1 <i>Politiske forhold</i>	26
5.2 <i>Økonomiske forhold</i>	28
5.3 <i>Sosiokulturelle forhold</i>	28
5.4 <i>Teknologiske forhold</i>	28
5.5 <i>Oppsummering makroanalyse</i>	29

6. Bransjeanalyse – Porters 5 krefter	30
6.1 Nyetableringer	30
6.2 Substitutter	32
6.3 Leverandørers forhandlingsmakt.....	33
6.4 Kunders forhandlingsmakt.....	34
6.5 Intern rivalisering.....	36
6.6 Oppsummering bransjeanalyse	38
7. Ressursanalyse – SVIMA.....	40
7.1 HMS-kultur og -resultater.....	41
7.2 Produktutvikling.....	42
7.3 Kostnadseffektivitet.....	43
7.4 Oppsummering ressursanalyse.....	43
8. Oppsummering av strategisk analyse - SWOT	44
Del 3: Regnskapsanalyse	45
9. Omgruppering og normalisering.....	48
9.1 Rapporterte regnskapstall	48
9.2 Omgruppering og normalisering av resultatregnskap.....	49
9.3 Omgruppering av balanse	53
9.4 Målefeil og andre justeringer	57
10. Risiko	59
10.1 Likviditetsanalyse	59
10.2 Soliditetsanalyse.....	61
10.3 Syntetisk rating.....	63
11. Historiske kapitalkrav	65
11.1 Kapitalverdimodellen.....	65
11.2 Betaverdier	68
11.3 Egenkapitalkrav.....	74
11.4 Finansielle krav	75
11.5 Selskapskrav	76
12. Lønnsomhet- og rentabilitetsanalyse	78
12.1 Strategisk fordel	79
12.2 Strategisk finansieringsanalyse	80

12.3	<i>Strategisk driftsanalyse</i>	83
12.4	<i>Oppsummering av strategisk fordel</i>	88
13.	Analyse av vekst i driftsinntekter	90
Del 4: Verdsettelse		92
14.	Fremtidsregnskap	93
14.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	95
14.2	<i>Omløpshastigheten til netto driftseiendeler</i>	96
14.3	<i>Netto driftsmargin</i>	96
14.4	<i>Finansiell gjeldsdel</i>	97
14.5	<i>Finansiell eiendelsdel</i>	98
14.6	<i>Finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet</i>	99
14.7	<i>Fremtidsregnskap</i>	100
15.	Fremtidig rating	102
16.	Fremtidige kapitalkostnader	104
16.2	<i>Betaverdier</i>	106
16.1	<i>Egenkapitalkrav</i>	107
16.2	<i>Finansielle krav</i>	107
16.3	<i>Selskapskrav</i>	108
16.4	<i>Fremtidig strategisk fordel</i>	109
17.	Verdsettelse	111
17.1	<i>Egenkapital-metoden</i>	111
17.2	<i>Sysselsatt kapital-metoden</i>	113
17.3	<i>Netto driftskapital-metoden</i>	114
17.4	<i>Konvergens</i>	115
17.5	<i>Verdiestimat pr. 31.05.2014</i>	117
18.	Sensitivitetsanalyse	118
18.1	<i>Driftsrelaterte regnskapsdrivere</i>	118
18.2	<i>Finansielle regnskapsdrivere</i>	120
18.3	<i>Oppsummering av sensitivitetsanalyse</i>	121
19.	Oppsummering og konklusjon	122
Litteraturliste		123

1. Innledning

1.1 Formål

Formålet med denne masterutredningen er å verdsette Beerenberg Holding AS, holdingselskapet til oljeserviceselskapet Beerenberg Corp. AS. I verdsettelsen vil jeg prøve å estimere en realistisk verdi på hva Beerenberg som selskap er verdt i dag dersom dagens hovedeier Segulah IV L.P. skulle solgt selskapet til en annen privat aktør. Problemstillingen for oppgaven blir da som følger: ”Hva er en realistisk salgsverdi for selskapet Beerenberg Holding AS ved salg til en privat aktør?”.

1.2 Valg av selskap

Jeg finner Beerenberg som selskap er interessant av flere årsaker. Det at selskapet ikke er børsnotert gjør verdsettelsesprosessen noe ulik de metodene som er gjennomgått i verdsettelsesfagene jeg tatt på NHH, hvor det er verdsettelse av børsnoterte selskaper og aksjeverdi som har vært hovedfokus. Beerenberg er et selskap i endring og vekst, og har i løpet av de siste 8 årene kjøpt opp og innfusjonert en konkurrent, samt blitt solgt til private equity-fondet Herkules i 2007 og videre til Segulah i 2013. Selskapet har gjennom omorganiseringer og økt fokus på kostnadseffektivitet forbedret lønnsomheten kraftig i perioden 2008-2013, i tillegg opplevde Beerenberg en vekst i omsetning på 34% i 2013.

1.3 Praktiske avklaringer

Beerenberg Holding er et rent holdingselskap uten drift, hvor eneste eiendel er datterselskapet Beerenberg Corp. Da jeg startet utredningen var utgangspunktet for verdsettelsen Beerenberg Corp., men etter gjennomgang av årsrapporter oppdaget jeg at Beerenberg Corp. har stilt pantstillelse og garantier for deler av gjelden til Beerenberg Holding. Gjelden som er plassert i Beerenberg Holding fører til at den bokførte gjeldsgraden i Beerenberg Corp. er misvisende. Jeg har derfor valgt å verdsette holdingselskapet, mens hovedfokuset i de strategiske analysene naturligvis vil fokusere på datterselskapet Beerenberg Corp hvor driften ligger. Analysenivå og andre regnskapsmessige justeringer vil bli diskutert nærmere under innledningen til regnskapsanalysen.

Beerenberg Holding vil videre i utredningen bli benevnt som Beerenberg. Alle regnskapstall er hentet fra Beerenberg Holdings årsrapporter og oppgitt i hele tusen, så fremt annet ikke er spesifisert.

1.4 Avgrensning

Selskapets hovedvirksomhet er leveranse av vedlikeholdsprodukter og -tjenester til oljeselskaper på norsk sokkel. Utover det norske markedet har selskapet de senere årene hatt stort fokus og opplevd vekst gjennom salg av egenutviklede produkter og tjenester til det internasjonale markedet. Omsetningen fra selskapets internasjonale virksomhet står i dag for en liten del av selskapets totale omsetning, men den internasjonale virksomheten er et område hvor selskapet forventer økt vekst i fremtiden. Gjennom utredningen vil hovedfokus være på det norske markedet, mens vekstmuligheter internasjonalt vil bli trukket inn i verdsettelsen der hvor det er naturlig. En strategisk analyse av begge markedene vil være mest hensiktsmessig, men det blir dessverre for omfattende og tidkrevende å gjennomføre dybdeanalyser av begge markedene i denne utredningen.

1.5 Utrednings struktur

Jeg har valgt å dele inn utredningen i 4 hoveddeler; innledning, strategisk analyse, regnskapsanalyse og verdsettelse. I del 1 vil generelle metoder og teknikker for verdsettelse bli gjennomgått samtidig som selskapet, bransjen, og markedet vil bli presentert. Presentasjonen vil gjennomgå de viktigste trekkene og er ment til gi leseren innsikt i selskapets forretningsområder og historie, samt de viktigste trekkene ved markedet og bransjen selskapet opererer i.

I del 2 gjennomføres en strategisk analyse med formål om å avdekke selskapets strategiske styrker og svakheter. Hvilke muligheter og trusler selskapet står ovenfor fra de eksterne omgivelsene vil også bli belyst.

I regnskapsanalysen analyseres selskapets og den komparative bransjens regnskaper. Det vil gjennomføres en kredittvurdering med sikte på å avdekke den underliggende likviditets- og soliditetsrisikoen i selskapet og bransjen. Videre vil Beerenbergs avkastningskrav bli beregnet og det vil bli gjennomført en lønnsomhetsanalyse som resulterer i et mål på

selskapets strategiske fordel. Den strategiske fordelen er et kvantifisert mål på selskapets styrker som ble funnet i den strategiske analysen.

Verdsettelsen av Beerenberg gjennomføres i utredningens siste del. Her blir fremtidige regnskaper bli prognostisert på bakgrunn av funnene i den strategiske analysen og regnskapsanalysen av selskapet og bransjen. Videre gjennomføres det en ny kredittvurdering basert på fremtidige regnskaper og nye fremtidige avkastningskrav til bruk som diskonteringsrente blir beregnet. Verdien av selskapets egenkapital blir beregnet ved 3 ulike metoder, og en sekvensiell oppdatering av kapitalvektene vil bli gjennomført for å komme frem til et endelig konvergent verdiestimat. Avslutningsvis gjennomføres det en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i de viktigste prognostiserte parametrene.

Gjennom hele utredningen vil jeg presentere funn og resultater ved bruk av tabeller og grafer. Utredningen vil derfor bli stor i omfang, men ved å presentere funnene nøye vil forhåpentligvis leseren være i bedre stand til å følge resonnementene jeg gjør underveis.

2. Metoder og teknikker for verdsettelse

Hvilken verdsettelsesmetode som er best egnet til å estimere verdien av selskapet avhenger av flere forhold. Ved valg av teknikk må man primært ta hensyn til hvilken bransje selskapet opererer i og hvor i livssyklusen selskapet er. I tillegg bør det ta hensyn til tilgjengeligheten på informasjon og data, da noen metoder krever større informasjons- og datagrunnlag enn andre.

Vi kan primært skille mellom tre verdsettelsesmetoder; fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse (Knivsflå, 2014). Da hver metode har sine styrker og svakheter suppleres ofte en hovedmetode med de andre metodene for å gi et bredere bilde av selskapsverdien. De tre ulike metodene vil nå bli gjennomgått før det avslutningsvis vil bli presentert metode og begrunnelse for valg av metode for verdsettelsen av Beerenberg.

2.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er den mest omfattende av de tre metoden. Hovedmålet med metoden er å predikere selskapets fremtidige kontantstrømmer på bakgrunn av best mulig innsikt i alle forhold som virksomheten påvirkes av. Predikasjon av fremtidige kontantstrømmer skjer for en bestemt tidsperiode der man antar at selskapet etter dette har nådd "steady state", og dermed har konstant vekst i evig tid. Selskapets verdi estimeres ved diskontering av selskapets fremtidige kontantstrømmer med et kapitalvektet avkastningskrav som diskonteringsrente.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_t) * \dots * (1 + ekk_T)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_t) * \dots * (1 + ekk_T) * (ek_{T+1} - ek_{T+1})}$$

Figur 2.1: Verdi av egenkapitalen, VEK_0 , hvor FKE er den frie kontantstrømmen til egenkapitalen (engelsk: FCFE), ek er egenkapitalkravet og ekv er veksten i egenkapitalen i "steady state". Første ledd representerer nåverdien for fremskrivingsperioden, mens andre ledd er nåverdien fra selskapet når "steady state".

Det finnes to forskjellige varianter av den fundamentale metoden; egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Man kan enten verdsette egenkapital direkte ved diskontering av den frie kontantstrømmen til egenkapital eller indirekte gjennom diskontering av den frie kontantstrømmen til selskapet. Ved selskapsmetoden beregner man verdien av totalkapitalen, både egenkapital og gjeld. For å finne egenkapitalverdien trekker man fra verdien av total

gjeld. Begge variantene skal ved avkastningskrav vektet etter virkelige kapitalverdier gi samme verdiestimat.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKTK_t}{(1 + tkk_t) * \dots * (1 + tkk_T)} + \frac{FKTK_{T+1}}{(1 + tkk_t) * \dots * (1 + tkk_T) * (tkk_{T+1} - tkv_{T+1})} - VTG_0$$

Figur 2.2: Verdi av egenkapitalen funnet ved diskontering av den frie kontantstrømmen til total kapital, FKTK (engelsk: FCFF). Hvor tkk er avkastningskravet til total kapitalen, tkv er veksten i total kapital fra "steady state" og VTG_0 er verdien av total gjeld.

Innenfor de to metodene som er presentert finnes det igjen tre undermetoder. Egenkapital- og selskapsmetoden kan beregnes ved neddiskontering av fri kontantstrøm til egenkapital som vist over. I tillegg kan man benytte neddiskontering av superprofitt eller superprofittvekst til egenkapital eller selskapskapital. De tre variantene innenfor egenkapital- og selskapsmetoden vil gi samme verdiestimat og det vil derfor være likegyldig hvilken av undermetodene som velges.

Fordelen med fundamental verdsettelse er at metoden tar godt hensyn til risiko og underliggende trender i selskaper, bransjen og markedet. Metoden er omfattende og krever god tilgang til informasjon og data. Metoden kan gjennomføres med ulikt omfang alt ettersom hvor grundig selskapet, konkurrenter, bransjen og markedet blir analysert.

2.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse går ut på å verdsette selskapet på bakgrunn av sammenlignbare selskapers verdi ved å sammenligne ulike nøkkeltall, forholdstall og multipler. Vi kan generelt skille mellom tre ulike komparative metoder avhengig av hvilke forholdstall som benyttes; resultatorientert, balanseorientert og ikke-finansiell. En resultatorientert komparativ verdsettelse kan innebære å estimere selskapsverdien på bakgrunn av for eksempel selskapsverdi/EBIT, balanseorientert på bakgrunn av selskapsverdi/bokførte verdier, mens ikke-finansiell på bakgrunn av selskapsverdi/antall ansatte (Damodaran, 2012). Det er vanlig å benytte seg av flere forholdstall, hvor den endelige verdien på selskapet fremkommer ved å vekte de forskjellige forholdstallene mot hverandre.

Hovedfordelen med komparativ verdsettelse er at det er en meget enkel og lite tidkrevende metode. Ulempen er derimot at den er overfladisk og tar lite hensyn til underliggende forhold i selskapet, trender, risiko og avkastningskrav. En forutsetning for et nøyaktig

resultat er at selskapene som brukes som sammenligningsgrunnlag må være relativt like med hensyn til drift, risiko, størrelse og vekst. Komparativ verdsettelse benyttes ofte som et supplement til fundamental verdsettelse da den kan gi et bilde av hvordan selskapet er verdsatt i forhold til komparative selskaper og på den måte fungere som en benchmark på selskapsverdien fra den fundamentale metoden (Feldman, 2005).

2.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse benyttes ofte som et supplement til fundamental verdsettelse da fundamental verdsettelse kan ha en tendens til å undervurdere verdien i tilfeller hvor det er binære utfall (Knivsflå, 2014). Metoden er særlig aktuell for selskapet som har prosjekter med binære utfall som for eksempel forskningsvirksomheter, legemiddelselskaper og oppstartsbedrifter. Innenfor oljeservice kan det for eksempel være vanskelig å verdsette prosjekter som i stor grad avhenger om selskapet vinner et anbud/rammekontrakt eller ikke.

Selskapets verdi etter denne metoden finnes ved selskapets statiske verdi, pluss verdien av fleksibilitet. Selskapets statiske verdi finnes fra den fundamentale verdsettelsen, mens verdien av fleksibilitet er verdien av spesielle realopsjoner. Verdien av realopsjonen kan beregnes ved hjelp av Black-Scholes opsjonsprisindeksmodell (Damodaran, 2012).

$$VEK_0 = \frac{FKE}{ekk - ekv} + \text{verdi av fleksibilitet}$$

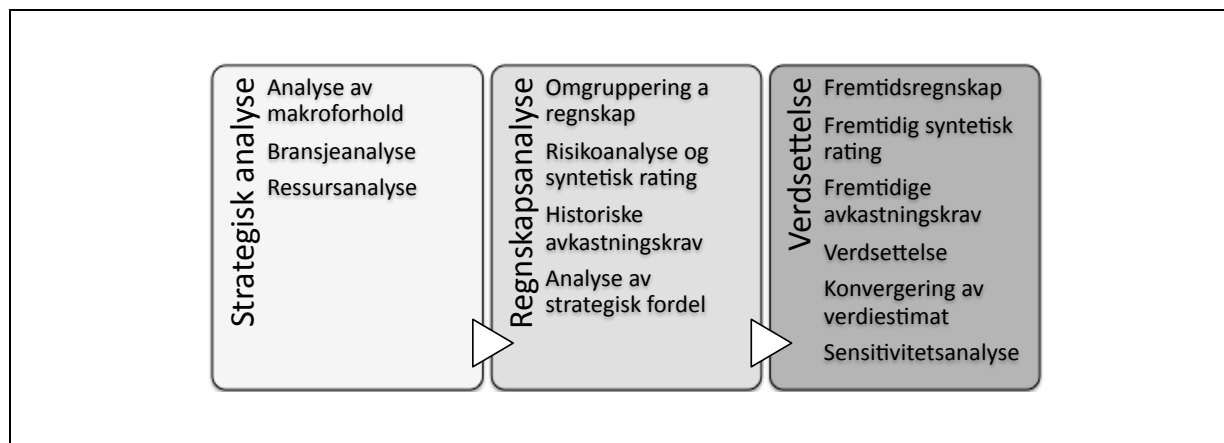
Figur 2.3: Opsjonsbasert verdsettelse. Verdien av egenkapitalen til selskapet ved tidspunkt 0 er gitt ved selskapets statiske verdi pluss verdi av fleksibilitet.

Hovedfordelen med opsjonsbasert verdsettelse er at metoden tar hensyn til verdier som andre metoder har en tendens til å undervurdere, mens ulempen med metoden er at det kan være vanskelig å skaffe gode estimater på input for å beregne verdien av realopsjonene.

2.4 Valg av metode

Jeg har valgt å benytte meg av metoden fundamental verdsettelse. Regnskapsdata er tilgjengelig for en tilstrekkelig periode slik at datagrunnlaget for gjennomføring av metoden er tilstrekkelig. Fundamental verdsettelse er den vanligste metoden for verdsetting av selskaper, mens komparativ og opsjonsbasert verdsettelse i stor grad brukes som supplementer til den fundamentale metoden.

Fundamental verdsettelse kan gjennomføres på mange måter med ulikt omfang. Jeg har valgt å benytte meg av Knivsflås (2014) oppsett for fundamental verdsettelse som blir undervist i kurset BUS440 – Regnskapsanalyse og verdsetting ved NHH.



Figur 2.4: Struktur for fundamental verdsettelse.

Del 1: Selskap, bransje og marked

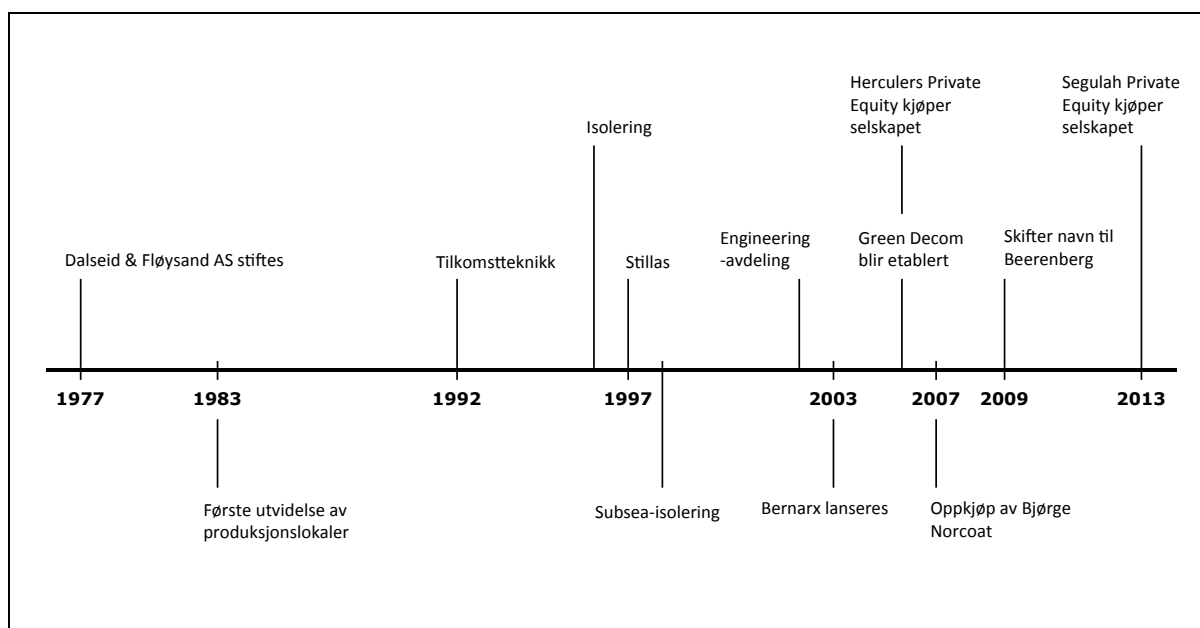
3. Presentasjon av Beerenberg

Beerenberg er en ledende leverandør av helhetlige vedlikeholdstjenester til olje- og gassindustrien i det norske markedet. Selskapets rundt 2000 ansatte leverer tjenester i 22 land, men kjernevirksomheten er isolasjons-, stillas- og overflatetjenester rettet mot oljeselskaper og andre oljeserviceselskaper på den norske kontinentalsokkel. Selskapet har sitt hovedkontor i Bergen med avdelinger i Stavanger, Haugesund, Hammerfest og Oslo, samt Atyrau i Kasakhstan.

Beerenbergs visjon er ”Beyond expectations”, og selskapet sikter på å levere løsninger som går litt lengre enn det omgivelsene forventer. Produktutvikling og innovasjon er sentrale punkter for å nå visjonen, og selskapet har i dag flere patenter på selvutviklede løsninger og produkter. Selskapet har opplevd en voldsom vekst de siste årene og har doblet omsetningen fra 908 MNOK i 2006 til 1.927 MNOK i 2013 gjennom økte markedsandeler og oppkjøp av konkurrenten Bjørge Norcoat i 2007. Selskapet leverte sitt sterkeste driftsresultat i 2013 med EBITDA på 222 MNOK.

3.1 Historie

Selskapet ble etablert i 1977 under navnet Dalseid og Fløysand AS, og var de første årene et lite lokalt Bergensfirma med rundt 25 ansatte som leverte sandblåsings- og malingstjenester til skipsverftene på Vestlandet. Selskapet utvidet produksjonslokalene for første gang i 1983. Fra midten av 80-tallet, da utbyggingen av flere store felt i Nordsjøen fant sted, fikk bedriften større oppdrag ved verftet på Stord i forbindelse med byggingen av Oseberg feltcenter, Gullfaks C og Snorre A. I denne perioden var en stadig større del av oppdragene knyttet til det voksende offshoremarkedet og firmaet utvidet tjenesteområdene til også å levere passiv brannbeskyttelse. (Beerenberg, 2014a). Utover 90-tallet vokser bedriften seg stadig større og tjenester som tilkomstteknikk, isolering, stillas og subsea-isolering blir lansert.



Figur 2.5: Viktige hendelser i konsernets historie.

På 2000-tallet ble det satset hardt på produktutvikling og en egen engineering-avdeling ble opprettet i 2003. Den egenutviklede passiv brannbeskyttelsesløsningen Benarx blir lansert i 2004. Selskapet blir i 2006 kjøpt opp av Herkules Private Equity, hvor fondet sikrer seg alle aksjene med unntak av noen aksjer holdt av selskapets ledelse. Samme år blir Green Decom etablert, et selskap som skal utvikle løsninger for decommissioning (fjerning av plattformer og utstyr) i Mecixo-gulfen.

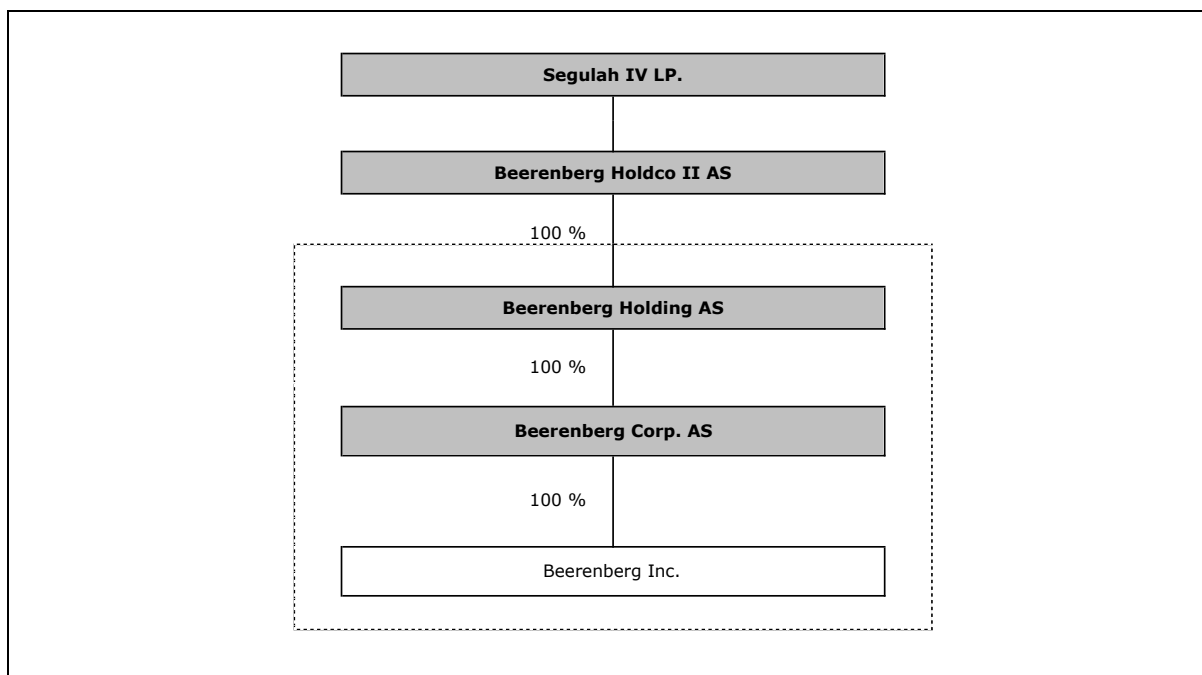
I 2007 kjøpes konkurrenten Bjørge Norcoat og selskapet blir for alvor en av de største aktørene i markedet for ISO-tjenester i Nordsjøen. Etter innfusjonering og omorganisering i forbindelse med oppkjøpet lanseres selskapet i 2009 under nytt navn og profil som Beerenberg. Profil og navneendringen er en rekke endringer som blir gjort i selskapet i forbindelse med en eventuell fremtidig børsnotering den dagen eier Herkules skal realiserer selskapet (Næss, 2009).

Beerenberg blir ikke børsnotert, men solgt videre til Segulah IV L.P, et svensk private-equity fond 2. februar 2013 (Segulah, 2013). I løpet av 2013 blir konsernet reorganisert i tre autonome forretningsdivisjoner samtidig som decommissioning-aktivitetene i Houston blir solgt.

3.2 Konsernstruktur

Beerenberg Holding AS er et norskregistrert aksjeselskap med forretningsadresse i Bergen. Konsernet består av morselskapet Beerenberg Holding AS med det heleide datterselskapet Beerenberg Corp AS som igjen er heleier i Beerenberg Inc. Det er kun i Beerenberg Corp det er aktivitet da aktivitetene i Beerenberg Inc. ble solgt i 2013.

Beerenberg Holding eies 100% av Beerenberg Holdco II, hvor Segulah er hovedaksjonær.



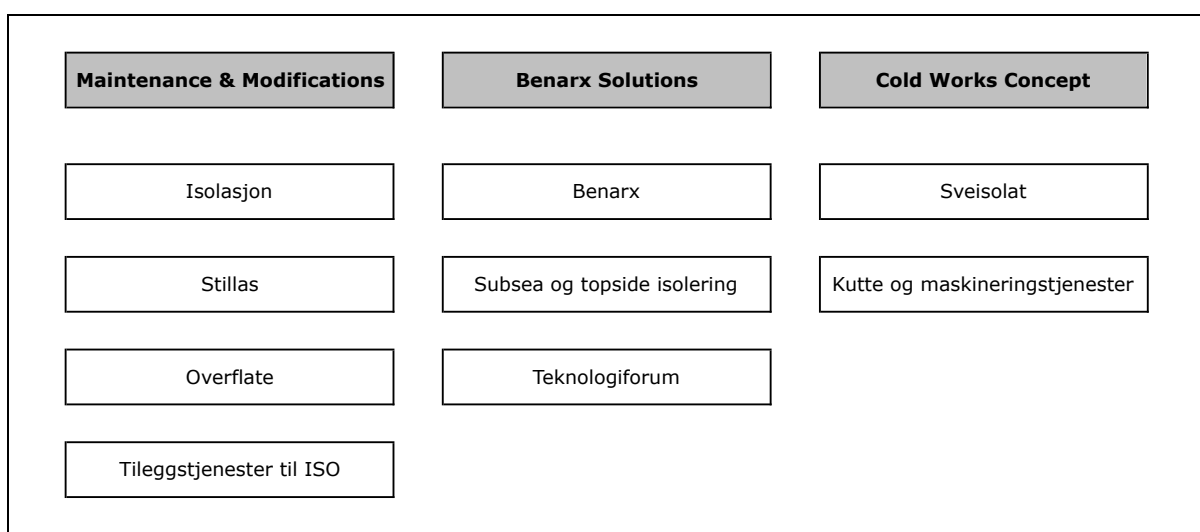
Figur 2.6: Konsernstruktur for Beerenberg, hvor det er konsernet med Beerenberg Holding AS som morselskap som vil bli verdsatt og analysert.

3.3 Forretningsområder og produkter

Beerenbergs produkter og tjenester ble i 2013 omorganisert i tre autonome forretningsenheter; Maintenance & Modifications, Benarx Solutions og Cold Work Concepts. Omorganiseringen ble gjennomført som et ledd i å styrke konkurranseevnen og selskapets kjerneområder.

Maintenance & Modifications, som leverer tjenester innenfor de tradisjonelle ISO-fagene, er den desidert største divisjonen og stod i 2012 for rundt 70% av selskapets totale omsetning. Innenfor isolasjon er hovedtjenestene industriisolerings av rør og ventiler for beskyttelse mot korrosjon, varme, kulde og støy. Stillas leverer komplette stillasløsninger for sikker tilkomst under vedlikehold og annet arbeid offshore. Overflatebehandlingstjenestene består i

hovedsak malings-, korrosjons- og passiv brannbeskyttelsestjenester. Tilleggstjenestene til ISO-fagene er blant annet tilkomstteknikk og leveranse av andre egenutviklede produkter og tjenester. Tilkomstteknikk er en metode hvor man har egne klatrere som ved hjelp av tau benyttes i forbindelse med arbeid i høyden, sikring av personell og redning. Klatrerne har kompetanse innenfor ISO-fagene og benyttes i stadig større grad som alternativ til tradisjonell tilkomst (stillas). Beerenberg har en av markedets beste treningsrigg og –anlegg hvor det drives kontinuerlig metodeutvikling samt kursing både internt og eksternt. Maintenance & Modifications utfører arbeidsintensive tjenester og de fleste av bedriftens ansatte arbeider innenfor dette forretningsområde.

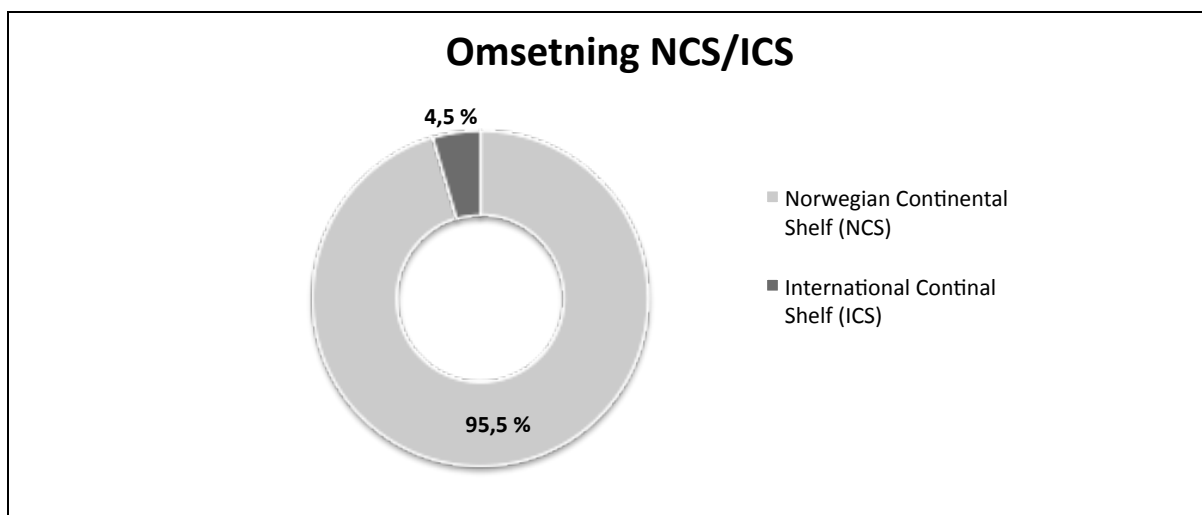


Figur 2.7: Forretningsområder i Beerenberg.

Avdelingen Benarx Solutions leverer avanserte isoleringstjenester og produkter. Benarx er en egenutviklet isolasjonsserie med ulike løsninger innenfor passiv brannbeskyttelse, termisk- og akustisk isolering. Løsningene er godt etablert i det norske markedet og bedriften arbeider med å tilknytte seg samarbeidspartnere internasjonalt. Subsea-isolering er et satsningsområde hvor det benyttes egenutviklede metoder for produksjon og montering av termisk isolasjon til bruk under vann (subsea). Oppdragene med subsea-isolering foregår over hele verden og langsiktige rammeavtale med oljeserviceselskapet FMC er etablert. Teknologiforum er selskapets avdeling for forskning og utvikling og koordinerer selskapets samlede FoU aktiviteter. Konsernet hadde ved utgangen av 2013 10 patenter, 5 patentsøknader og 10 varemerker og 1 design i relevante markeder nasjonalt og internasjonalt. Konsernets hovedfokus innenfor FoU er produkt- og metodeutvikling innenfor ISO-fagene.

Cold Work Concept leverer tjenester som muliggjør varmt arbeid, samt løsninger for kaldt arbeid offshore. Sveisolat er et egenutviklet system som muliggjør varmt arbeid (sveising etc.) på offshoreinstallasjoner og olje- og gassterminaler. Systemet består av et overtrykkshabitat, mobile gassdetektorer og en styringsenhet som kontrolleres av sertifiserte operatører. Siden introduksjonen av systemet i 2002 har Sveisolat de senere årene blitt en eksportartikkel for Beerenberg hvor det de siste årene er gjennomført prosjekter i blant annet Danmark og Malaysia.

Selv om selskapet i hovedsak opererer i Norge har Beerenberg store ambisjoner om internasjonal vekst i tiden fremover. Veksten skal komme gjennom økt eksport av de egenutviklede produktene og tjenestene innenfor Benarx Solutions og Cold Work Concept. Litt under 5% av Beerenbergs totale omsetning i 2012 kom fra leveranse av produkter og tjenester utenfor den norske olje- og gassindustrien.



Figur 2.8: Omsetning fordelt mellom norsk og internasjonal kontinentalsokkel for 2012 (Kilde: Årsrapport Beerenberg Holding 2012).

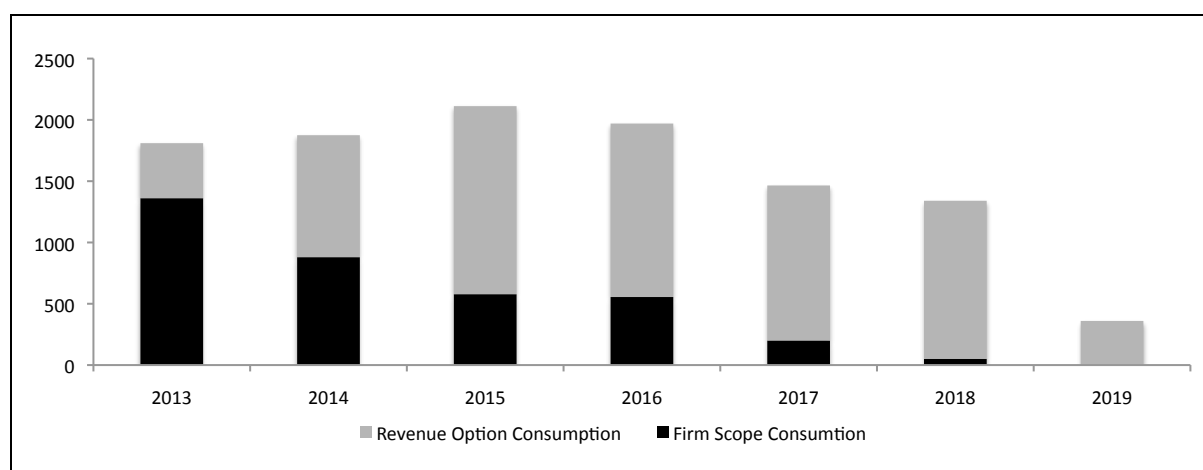
3.4 Kontrakter og backlog

Selskapet ble i løpet av 2013 tildelt en rekke nye kontrakter, samtidig som Statoil utøvet opsjoner og videreførte alle eksisterende offshore-avtaler. Beerenbergs langsiktige rammekontrakter på norsk sokkel kan oppsummeres i følgende tabell:

Statoil:	ConocoPhillips:	ExxonMobil:	Shell:
<ul style="list-style-type: none"> • Statfjord • Gullfaks • Kårstø • Visund • Kvitebjørn • Grane • Draupner 	<ul style="list-style-type: none"> • Ekofisk • Eldfisk 	<ul style="list-style-type: none"> • Ringhorne East • Jotun • Balder/Ringhorne 	<ul style="list-style-type: none"> • Ormen Lange

Figur 2.9: Beerenbergs langsiktige ISO-kontrakter pr. 31.12.2014.

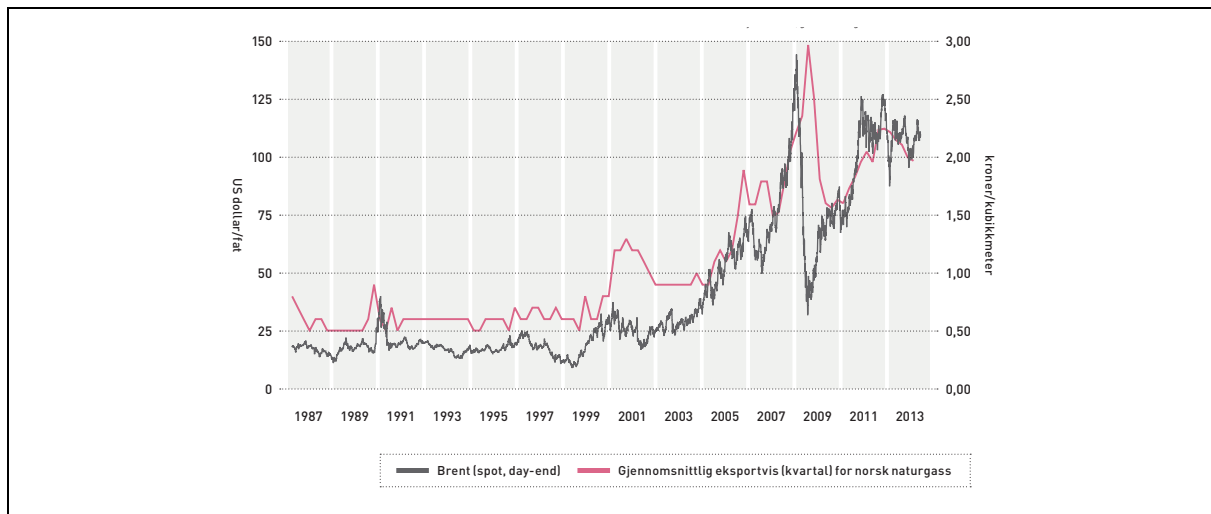
Selskapets kontrakter på feltene Ekofisk og Statfjord er størst både i omsetning og antall årsverk. Beerenbergs beregnede ordresreserve av rammekontrakter utgjorde ved utgangen av 2013 9,8 mrd NOK, mot 11,4 mrd NOK ved utgangen av 2012. Mesteparten av selskapets ordreserverer knytter seg til langsiktige ISO-kontrakter på norsk sokkel. Selskapets store og stabile ordreservere sikrer selskapet høy aktivitet i de nærmeste årene.



Figur 2.10: Beerenbergs ordreservere pr. 31.12.2012. (Kilde: Årsrapport Beerenberg Holding AS 2012).

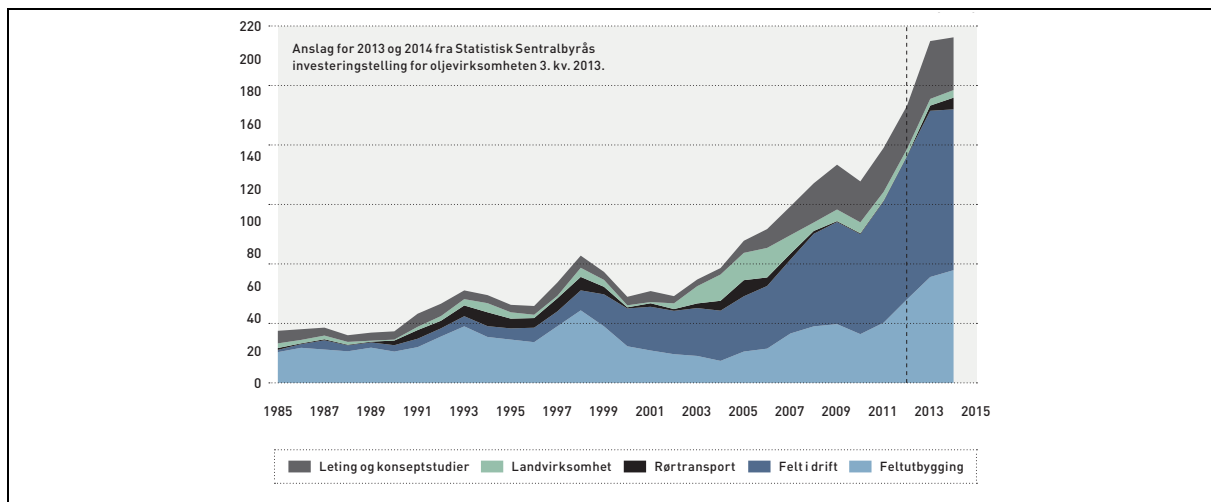
4. Marked og bransje

Som leverandør av tjenester på norsk sokkel til oljeselskapene er Beerenberg en del av den norske oljeservicenæringen. Næringen har opplevd sterk vekst de senere årene som følge av stort aktivitetsvolum innen oppgradering og vedlikehold av eksisterende installasjoner og nybygging. Den viktigste driveren for oljeservicenæringen er oljeselskaperenes investeringer. Investeringene tett knyttet opp til utviklingen i oljepris og tildeling av nye lisenser for leteboring og utbygging.



Figur 4.1: Historisk pris på olje og gass. (Kilde: Norsk olje og gass, 2013)

Det siste tiåret har vi opplevd at oljeprisen har steget kraftig og har de siste årene plassert seg på et nivå like over 100 dollar pr. fat. Det kraftige veksten i oljepris har resultert i at oljeinvesteringene har økt kraftig. Eldre felter har fått lengre levetid noe som har ført til økt vedlikehold og fornying, samtidig som interessen for nye utbygginger har økt. Av figuren under kan man se hvordan investeringene på norsk sokkel har økt kraftig de siste 10 årene.



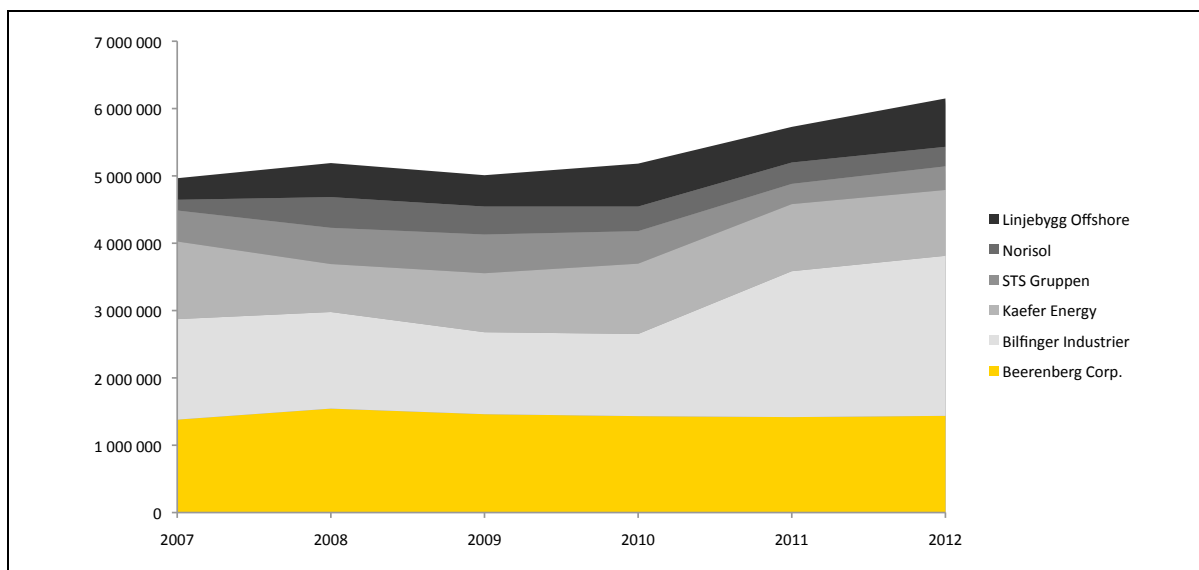
Figur 4.2: Oljeinvesteringer. (Kilde: Norsk olje og gass, 2013).

Økningen i oljeinvesteringer har ført til høyt aktivitetsnivå for oljeserviceselskapene, samtidig som det har vært en betydelig kostnadsvekst på norsk sokkel (Norsk olje og gass, 2013). Kostnadsutviklingen var spesielt sterk i årene før finanskrisen, men utviklingen har avtatt noe siden 2008 da oljeselskaperenes fokus på kostnadsbesparende tiltak har økt.

4.1 Bransjen

ISO-bransjen består av selskaper som leverer ISO-tjenester offshore under langsiktige rammekontrakter med oljeselskapene. Kontraktene har som regel en varighet på 5 år, med opsjon for ytterligere 3 år. Rammeavtalene fungerer slik at kontraktørfirmaet er eneleverandør av ISO-tjenester på feltet/plattformen i kontraktstiden.

Den norske ISO-bransjen er en bransje med relativt få aktører. De største aktørene er Beerenberg og Bilfinger Industrier, mens Kaefer Energy er en middels stor aktør. Linjebygg Offshore, Norisol og STS Gruppen er relativt små aktører med få langsiktige ISO-kontrakter. De nevnte aktørene vil inngå i begrepet bransjen videre i utredningen. Av aktørenes omsetningsutvikling vist i figuren under kan vi se at bransjen som helhet har opplevd moderat vekst fra 2007 til 2012. ISO-bransjen vil bli analysert nærmere i den strategiske analysen i del 2 av utredningen.



Figur 4.3: Omsetning for aktørene i bransjen i perioden 2007-2012.

4.2 Konkurrenter

Informasjonen om aktørene i bransjen som presenteres under er hentet fra selskapenes årsrapporter og hjemmesider om ikke annet er oppgitt.

Bilfinger Industrier

Bilfinger Industrier (Bilfinger) er sammen med Beerenberg den største ISO-aktøren på norsk sokkel. Selskapet er en del av et konglomerat av selskaper i Europa, Asia og USA under navnet Bilfinger SE. Konsernet har over 65.000 ansatte, mens den norske delen, Bilfinger Industrier, har rundt 2.000 ansatte. Selskapet er en totalleverandør innenfor ISO-fagene til olje- og gassindustrien og tilbyr i tillegg ingeniørtjenester knyttet til ISO og arkitekt/innredning. Bilfinger omsetter for rundt 2.250 MNOK årlig og har langsiktige ISO-kontrakter på 17 felter i Nordsjøen for Statoil, BP, Talisman og Wintershall.

Kaefer Energy

Kaefer Group er en gruppe av selskaper med 20.000 ansatte og virksomhet i over 55 land i store deler av verden. Datterselskapet Kaefer Energy omsetter for rundt 1.000 MNOK, har 1.000 ansatte og er gruppens selskap som tilbyr tjenester til olje- og gassindustrien på norsk sektor. Kaefer Energy tilbyr i likhet med Beerenberg og Bilfinger tjenester og produkter innen ISO og arkitekt/innredning, men tilbyr også tjenester innen HVAC. Selskapet har 7 langsiktige ISO-kontrakter på norsk sokkel for oljeselskapene Statoil, Marathon Oil og GDF Suez.

Linjebygg Offshore

Linjebygg Offshore (LBO) er et norsk selskap med hovedkontor i Molde. Selskapet leverer en rekke tjenester til olje- og gassindustrien i Norge og utlandet, særlig innen ISO, tilkomstteknikk, prosjekter innen modifikasjon og fjerning, samt inspeksjonstjenester. Linjebygg har rundt 470 ansatte og omsetter for rundt 787 MNOK. På norsk sokkel har Linjebygg 4 langsiktige ISO-kontrakter med Statoil og Shell, samt langsiktig kontrakt for tilkomstteknikk på Ekofisk og Eldfisk for ConocoPhillips.

STS Gruppen

STS Gruppen er et Bergensfirma som leverer tjenester innen ISO-fagene og engineering-løsninger innen ISO til olje- og gassindustrien og annen industri. Selskapet omsetter for rundt 381 MNOK og har 415 ansatte. STS har lenge vært en relativt stor aktør på det norske

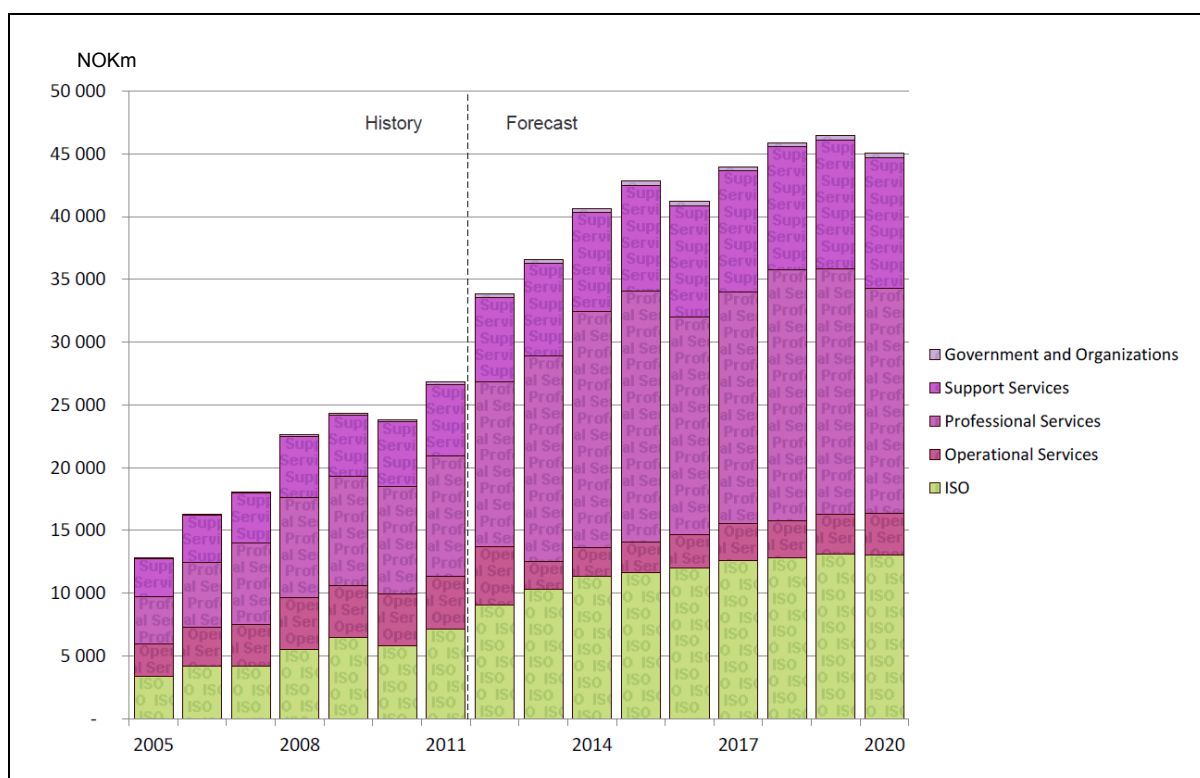
markedet, men har de siste årene mistet/ikke fått fornyet en rekke kontrakter og har i dag kun langsiktig ISO-kontrakt på Mongstad (onshore) for Statoil (Kvamme, 2014).

Norisol

Norisol Norge er en del av et dansk konsern med rundt 1.000 ansatte. I Norge er Norisol en relativt liten aktør med 389 ansatte og en omsetning på 290 MNOK. Selskapet tilbyr ISO-relaterte tjenester til olje- og gassindustrien, skipsverft, kraftverk og bygg- og anleggsindustrien. Norisol opererer en langsiktig ISO-kontrakt på norsk sokkel for ENI på Goliat-feltet.

4.3 Fremtidsutsikter for bransjen

Bransjens fremtidsutsikter må anses som gode, selv om veksten i oljeselskapenes investeringer er ventet å avta noe (Norsk olje og gass, 2013). Rystad Energys prognose for oljeservicenæringen fra 2012 viser at vekstraten de 2-3 siste årene er ventet å avta noe, men at aktivitetsnivået fortsatt kommer til å være høyt i årene fremover.

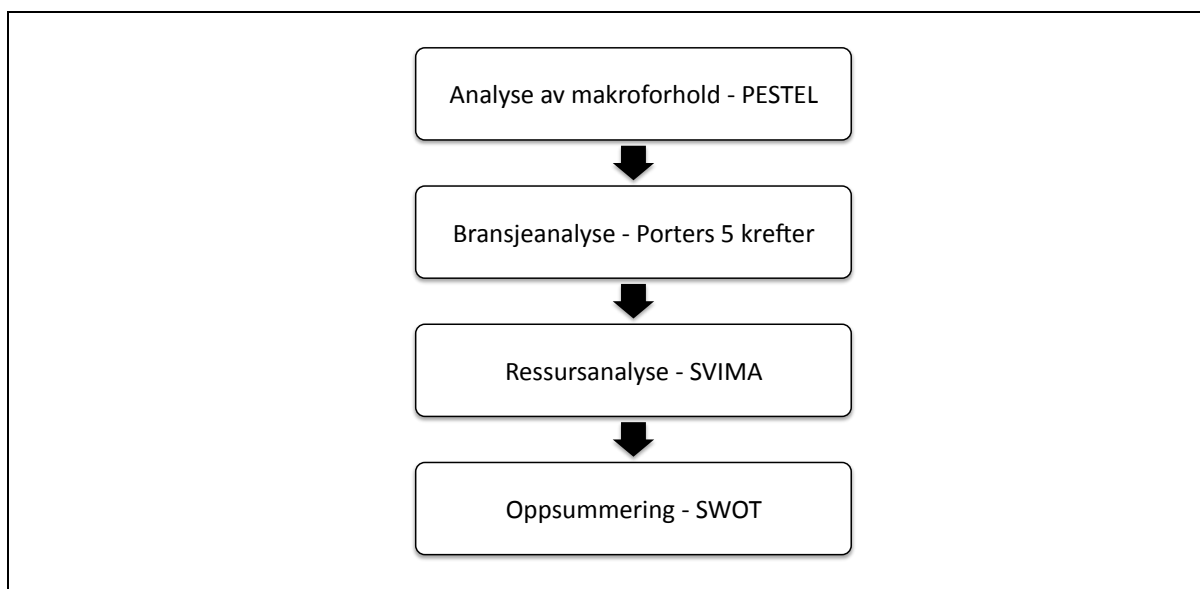


Figur 4.4: Prognose for norsk sokkel 2012-2020, utarbeidet av Rystad Energy (Kilde: Årsrapport Beerenberg Holding AS 2012).

I starten av 2014 meldte Statoil at de skulle redusere budsjettene for vedlikeholds og modifikasjonstjenester på norsk sokkel med 30% (Økland, 2014). Jarand Rystad i Rystad Energi mener dagens situasjon med kutt innenfor vedlikeholds og modifikasjonstjenester vil vare i et par år, men at man vil oppleve en vekstperiode igjen fra 2016 eller 2017 som følge av økt etterspørsel av fossil energi (NTB, 2014). Hvordan spareplanene til Statoil vil påvirke ISO-bransjen er uvisst, men daglig leder i Bilfinger Industrier Bjørn Harald Celius uttalte i forbindelse med offentliggjøringen av spareplanene at Statoils planer først og fremst rammer nybygg og modifikasjon og at ISO-bransjen trolig vil merke justeringene senere, men at bransjen nå går inn i flere perioder med høy aktivitet (Staveli, 2014).

Del 2: Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analysen er å avdekke og forklare Beerenbergs strategiske styrker og svakheter. I tillegg vil jeg forsøke å belyse hvilke fremtidige muligheter og trusler selskapet står ovenfor. Først vil jeg gjennomføre en PESTEL-analyse som skal belyse hvilke makroforhold Beerenergs bransje påvirkes av. Videre vil bransjen bli analysert ved hjelp av Porters konkurransearena-modell. I bransjeanalysen belyses konkurransekraftene i bransjen, og sammen med makroanalysen vil resultatene gi oss god innsikt i hvilke eksterne forhold som påvirker Beerenberg. En intern ressursanalyse vil bli gjennomført ved hjelp av SVIMA-rammeverket hvor selskapets ressurser og kapabiliteter blir analysert med mål om å finne selskapets strategiske fordeler. Beerenbergs strategiske fordeler vil senere bli kvantifisert under regnskapsanalysen. Den strategiske analysen vil avslutningsvis bli oppsummert ved hjelp av SWOT-rammeverket, hvor jeg på bakgrunn av resultatene fra makro-, bransje- og ressursanalysen vil oppsummeres selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.

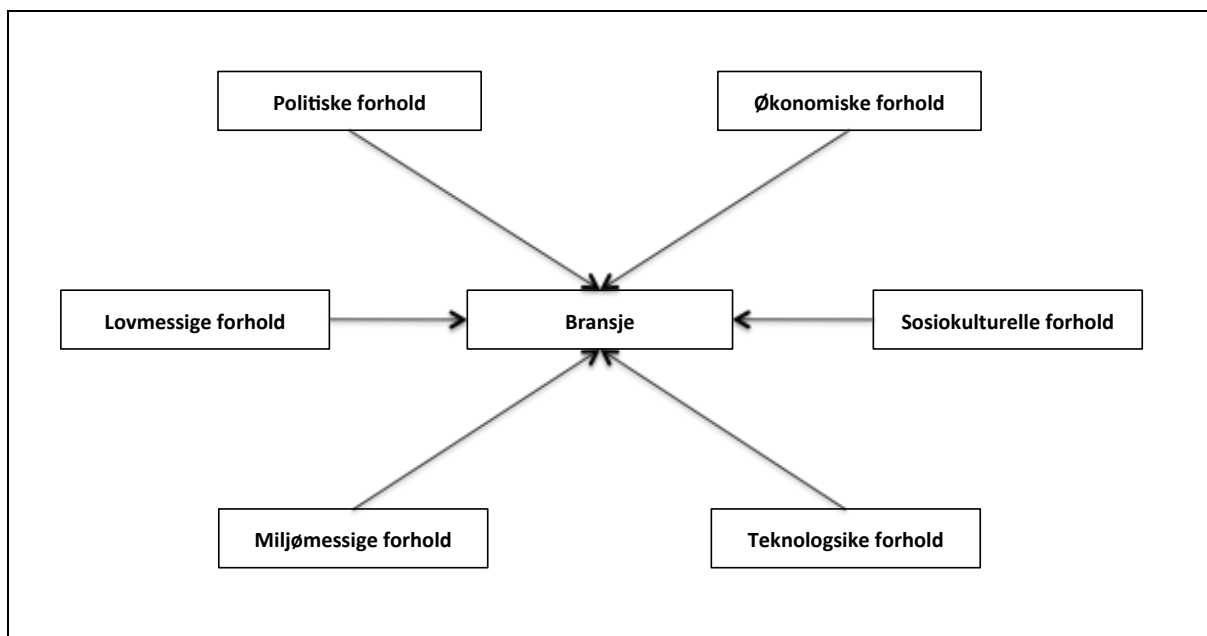


Figur 4.5: Struktur for den strategiske analysen.

Resultatene fra den strategiske analysen vil gi verdifull innsikt i forholdene rundt virksomheten som senere vil bli benyttet til å forklare funnene i regnskapsanalysen. Ved å koble den strategiske analysen sammen med regnskapsanalysen får man et godt bilde av hvilke forhold som påvirker selskapet i hvilken retning og vil dermed være i bedre stand til å prognostisere fremtidig utvikling under budsjetteringen av fremtidsregnskapet i verdsettelseskapitlet.

5. Makroanalyse – PESTEL

Utvikling og trender i samfunnet på makro-nivå vil potensielt kunne ha stor innvirkning på bedrifters rammevilkår og lønnsomhet. For å analysere Beerenbergs makro-omgivelser vil jeg benytte meg av PESTEL-rammeverket. Rammeverket deler påvirkningen fra de eksterne omgivelsene inn i seks kategorier som vist i figuren under (Johnson, Whittington & Scholes, 2011). Formålet med makroanalysen er å belyse hvilke fremtidige trusler og muligheter bedriften og bransjen står ovenfor som følge av utvikling og endring i ulike makro-forhold. Ettersom det ikke er noen kjente juridiske og miljømessige forhold som vil påvirke bransjen i nevneverdig grad i fremtiden nøyer jeg med å analysere de resterende fire forholdene.



Figur 5.1: PESTEL-analyse.

5.1 Politiske forhold

Den politiske stabiliteten i Norge gjør at den politiske risikoen er relativt lav da Norge både har demokratisk styresett, fungerende rettsvesen og utviklet infrastruktur. Selv om det ikke er noe betydningsfull politisk risiko i Norge er det allikevel noen politiske saker som vil kunne påvirke bransjen i fremtiden.

Oljeselskapenes utbygging av nye felter er noe som er viktig for at bransjen skal ha vekst på lengre sikt. Økt utbygging vil føre til økt etterspørsel etter vedlikeholdstjenester og dermed være positivt for ISO-bransjen. Regjeringens rekordstore tildeling av utvinningstillatelser i

januar 2014 og uttalelser fra olje- og energiminister Tord Lien om at de "...vil holde et forutsigbart og høyt tempo når det gjelder å tildele nye områder for petroleumsvirksomhet." (Andersen, 2014) er viktig for at det skal være høy aktivitet på norsk sokkel også i fremtiden. I diskusjonen om utbygging av nye felter er den politisk betente saken om åpning av områdene utenfor Lofoten, Vesterålen og Senja for olje- og gassvirksomhet viktig for oljeindustrien og ISO-bransjen. Nye områder og store funn vil være viktig for å opprettholde oljeproduksjonen etter 2025 ifølge Ørjan Herandstveit, kommunikasjonsansvarlig for norsk sokkel i Statoil (Bakken, 2013). Selv om områdene ble fredet i den nåværende regjeringserklæringen er det naturlig å anta at saken vil komme opp også ved neste regjeringsvalg. Det er umulig å spå hvordan denne saken vil ende, og den vil derfor være et usikkerhetsmoment for næringen også i fremtiden.

Stoltenberg II-regjeringen oppnevnte våren 2013 et offentlig utvalg ledet av Hans Henrik Scheel i SSB som skal vurdere den norske selskapsbeskatningen. Scheel-utvalget skal levere sine funn og anbefalinger høsten 2014 (Finansdepartementet, 2013). Da man ikke vet hvilke anbefalinger utvalget vil komme med og om eventuelle anbefaling vil gjennomføres er det vanskelig å si hvordan av dette vil påvirke Beerenberg og bransjen forøvrig. Alle aktørene i bransjen vil påvirkes relativt likt av eventuelle endringer og det vil således ikke endre de konkurransemessige forholdene mellom aktørene. Det er derfor lite trolig at eventuelle endringer vil føre til fundamentale endringer i Beerenbergs virksomhet og drift i fremtiden.

Det siste året har det vært en del politisk snakk om endringer av den såkalte oljeskatten. Endringer i denne vil kunne påvirke oljeselskapenes investering i utbygging av nye felt, modifikasjon og vedlikehold. Redusert investering påvirker bransjens lønnsomhet direkte gjennom lavere etterspørsel etter tjenestene som leveres. Selv om oljeselskapene argumenterer mot høy oljeskatt, vil det kunne tenkes at oljeselskapenes incentiv for kostnadskutt reduseres ved skjerpet skatt da netto kostnadsbesparelse reduseres som følge av økte fradrag. Statssekretær i Finansdepartementet Jon Gunnar Pedersen uttalte i Dagens Næringsliv 6. mars 2014 at regjeringen ikke har noen planer om å endre oljeskatten på det nåværende tidspunkt (Fedje, 2014). Det kan derfor virke som planene om å reversere skjerpelsene som Stoltenberg II-regjeringen innførte er lagt vekk.

Pr. dags dato er det ingen kjente politiske forhold som med sikkerhet vil påvirke bransjen i fremtiden. Det er derimot flere uavklarte politiske saker som potensielt vil kunne endre etterspørselen og lønnsomheten til bedriftene i bransjen.

5.2 Økonomiske forhold

Den viktigste makro-faktoren som påvirker aktivitetsnivået i ISO-bransjen er oljeprisen og forventningene på fremtidig pris. En høy oljepris gir økte investeringer på norsk sokkel fra oljeselskapene med utbygging av nye felt og plattformer, samt at eldre felt får forlenget levetid. Dette fører til økt etterspørsel etter vedlikeholdstjenester og er veldig positivt for Beerenberg og resten av bransjen. Tilsvarende vil en lav oljepris være negativt for bransjen på lang sikt. DNB Markets spår i sin prognose, som ble lagt fram i januar 2014, at oljeprisen vil falle rundt 20 prosent ned til 80 dollar fatet frem mot 2020 og at oljeinvesteringene vil ha lavere vekst i år enn i fjor for så å falle 2-3 prosent årlig frem til 2017 (Bjørnestad, 2014). En bør imidlertid merke seg at spådommer om fremtidig oljepris varierer veldig, og en bør derfor ikke legge for mye vekt på enkeltuttalelser. Lavere vekstrate i oljeinvesteringene og dermed lavere vekstrate for ISO-bransjen underbygges også av Norsk olje og gass (2013) konjunkturbarometer for 2013 som spår fremtidig vekst, men fallende vekstrate for oljeinvesteringer og oljeservicenæringen.

5.3 Sosiokulturelle forhold

Den negative trenden ved at færre og færre tar yrkesfaglig utdanning vil kunne gi bransjen større problemer i fremtiden med å få tak i kompetent arbeidskraft. Kunnskapsdepartementet meldte (2012) at bare rundt 30% av dem som begynner på yrkesfaglig utdanning fullfører fagbrev, i tillegg har søkertallene til yrkesutdanning falt med henholdsvis 9- og 14 prosent for gutter og jenter fra 2005 til 2011. Det er i dag mangel på arbeidere med fagbrev i bransjen, og dersom den negative trenden fortsetter vil det kunne føre til lønnspress. I landbasert industri er problemet løst med økt omfang av utenlandsk arbeidskraft, men det er ikke like lett i ISO-bransjen da det i de fleste tilfeller stilles krav om nordisk språk.

5.4 Teknologiske forhold

Teknologisk utvikling vil kunne føre til bedre og mer effektiv oljeproduksjon som vil føre til lengre levetid for eksisterende oljefelt og plattformer. Dette vil som tidligere nevnt være positivt for bransjen da etterspørselen etter ISO-tjenester vil øke. Det er vanskelig å vite omfanget og i hvor stor grad dette påvirker bransjen. Utover bedre produksjonsteknologi for oljeselskapene er det er ikke noen betydelige teknologiske trender eller utviklinger, som er

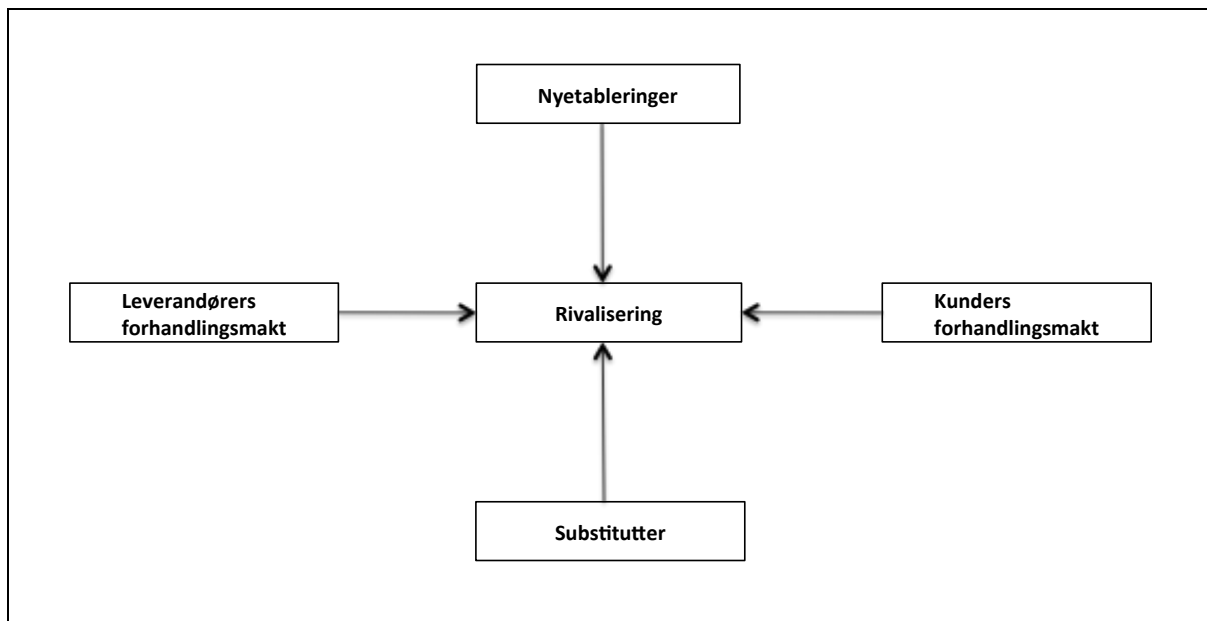
kjent i dag, som vil påvirke bransjen fundamentalt. Utvikling av alternative energikilder som skal ta over for fossil energi ligger sannsynligvis langt frem i tid slik at det blir lite hensiktsmessig å ta hensyn til dette forholdet.

5.5 Oppsummering makroanalyse

De politiske forholdene som øker eller senker oljeselskapenes investeringer vil på lang sikt også indirekte endre etterspørselen etter bransjens tjenester. Åpning for oljeutvinning i de norske nordområdene er en politisk sak som sannsynligvis vil komme opp igjen i fremtiden og som vil påvirke bransjens omsetning i positiv grad dersom det tillates. Oljeprisen er muligens det makroforholdet som påvirker bransjen i størst grad da oljeselskapenes fremtidige investeringer i stor grad er knyttet til oljeprisen. Høy oljepris vil på lang sikt føre til at etterspørselen etter bransjens tjenester øker, mens lav pris vil redusere etterspørselen. Videre påvirkes bransjen av sosiokulturelle forhold som tilgang på kvalifisert arbeidskraft. Fokus på fagutdanning hos ungdom, samt videreutdanning av eksisterende ufaglært arbeidskraft er et fokusområde bransjen har og som de også må opprettholde i fremtiden.

6. Bransjeanalyse – Porters 5 krefter

Konkurranseskraftene i bransjen vil bli analysert ved hjelp av rammeverket Porters 5 krefter (Johnson et al., 2011). Rammeverket består av å analysere 5 faktorer som påvirker konkurransen innad i bransjen, og som igjen er avgjørende for om det eksisterer en bransjefordel. Med bransjefordel menes bransjens samlede evne til å generere profitt utover avkastningskravet.



Figur 6.1: Porters 5 krefter.

Porters 5 krefter er en statisk modell som brukes til å analysere konkurranseskraftene i bransjen slik de er i dag. Hver og en av kreftene i modellen påvirker konkurransen i bransjen og dersom det er stor konkurranse mellom aktørene vil prisene trolig være presset og muligheten for profitt utover avkastningskrav være liten.

6.1 Nyetableringer

Med nyetableringer menes trusselen for at nye aktører som ikke er en del av bransjen i dag trer inn i markedet. Etableringer av nye aktører i en bransje vil være negativt for lønnsomheten til de etablerte selskapene da det vil kunne føre til pressede priser og økte kostnader. Dersom en bransje har høy lønnsomhet vil den være attraktiv ovenfor nye aktører. Nye aktører vil ønske å etablere seg i bransjen så lenge inngangsbarrierene ikke truer den potensielle profitten. Inngangsbarrierer er forhold ved bransjens struktur som nye aktører må overkomme for å komme inn på markedet. Høye inngangsbarrierer vil øke kostnadene for

nye aktører for å etablere seg og således senke trusselen for nyetableringer (Daft, Murphy & Willmott, 2007).

Kundelojalitet

Helse, miljø, sikkerhet og kvalitet (HMS-K) er noe som tillegges stor vekt fra operatørselskapenes side ved kontraktsinngåelser. Har man et dårlig rykte når det kommer til HMS-K er sjansen liten for at man får kontrakter på norsk sokkel. For operatørselskapene vil det være større risiko ved å velge en ny aktør da de ikke har noen historie og resultater å vise til på HMS-K-området. Dette svekker muligheten for nyetableringer i bransjen da det vil være vanskelig å komme seg inn i markedet som ny aktør. Aktører som leverer ISO-tjenester i andre bransjer vil til en viss grad unngå dette problemet da de har en sikkerhetskultur og resultater og vise til. Det er imidlertid viktig å påpeke at det er store forskjeller mellom onshore- og offshorevirksomhet både i arbeidet som utføres og sikkerhetskultur- og krav.

Skalafordeler

Da man i ISO-bransjen i stor grad leverer tjenester som benytter fysisk arbeid er det ikke noen særlige skalafordeler i forbindelse med produksjonen av tjenestene. Det vil allikevel være noen stordriftsfordeler i forbindelse med støtte- og administrasjonstjenester som personellkoordinasjon og prosjektstøtte, men det er viktig å påpeke at fordelene vil være ubetydelige over en viss størrelse.

Byttekostnader

Det vil trolig ikke være større byttekostnader for operatørselskapene ved å velge en ny aktør i forhold til en etablert. Generelle byttekostnader blir diskutert mer under analyse av kundenes forhandlingsmakt.

Krav og reguleringer fra myndigheter og operatører

Etter krav fra Norsk olje og gass (2013) skal alle som arbeider på norsk sokkel ha godkjent Grunnleggende sikkerhets- og beredskapskurs. Kravet til kursing av personell øker inngangsbarrierene til nye aktører da alt personell må gjennomføre lovpålagte og andre operatørspesifikke kurs.

Det store fokuset på sikkerhet og kvalitet på norsk sokkel gjør at operatørene også stiller krav til fagbrevdekning for ISO-kontraktørene. Det er i stor grad kun norske fagbrev som godkjennes og det er vanlig at arbeidere med fagbrev fra de andre skandinaviske landene tar

den norske fagprøven. Selv om de ikke er krav om skandinavisk språk for arbeiderne er det vanlig praksis at selskapene i ISO-bransjen har arbeidere som behersker et av de skandinaviske språkene. Det ble for første gang brukt utenlandsk arbeidskraft som ikke behersker et av de skandinaviske språkene i forbindelse med ferdigstillingen av Gjøa-plattformen. Bruken av utenlandsk arbeidskraft er ble klaget inn til operatøren Statoil av fagforeningene (Ree, 2012). Krav om fagbrev og skandinavisk språk gjør det vanskelig for etablerte utenlandske aktører å entre den norske ISO-bransjen direkte uten oppkjøp av en eksisterende aktør.

Kapitalbehov

Da ISO-bransjen er en svært arbeidsintensiv bransje er det relativt lave kapitalbehov for nye aktører. Innkjøp av stillasmateriell, overflateutstyr (sandblåsningsutstyr osv.), kursing av ansatte, samt opprettelse av en rekke støttefunksjoner offshore er trolig de mest relevante kapitalbehovene for nye aktører og det er derfor lite trolig at kapitalbehov vil være en hindring for nyetableringer i bransjen.

Differensiering

Det er vanskelig å oppnå differensiering innen de tradisjonelle ISO-fagene. Muligheten for differensiering ligger først og fremst innenfor egenutvikling av produkter og tjenester. Selskaper som ikke tilbyr spesielle tjenester eller produkter til kundene vil i de fleste tilfelle leie dette inn eksternt eller kjøpe lisenser på produkter fra andre aktører, både nasjonalt og internasjonalt. Mulighet for differensiering vil derfor ikke kunne motvirke de negative konsekvensene av eventuelle nyetableringer.

Trusler for nyetablering

Samlet sett tror jeg ikke bransjen står ovenfor store trusler fra nyetableringer. Det høye fokuset på HMS-K og krav fra myndigheter og operatører til utdanning/kurs og språk mener jeg senker sannsynligheten for nyetableringer til tross for lavt kapitalbehov, relevante byttekostnader og skalafordeler.

6.2 Substitutter

Substitutter er produkter og tjenester fra andre bedrifter eller bransjer som tilfredsstiller det samme behovet for kundene. Tilgang på substitutter og den relative prisen dem imellom er påvirker kundenes betalingsvillighet. Dersom det er stor tilgang på nære substitutter vil

prisendringer påvirke etterspørselen i stor grad. Bransjens lønnsomhet vil typisk falle dersom det blir økt tilgang på substitutter (Daft et al., 2007).

Substitutter

Det finnes ingen direkte substitutter til ISO-fagene da det meste av tjenestene som tilbys inneholder en stor del fysisk arbeid. Det finnes noen substitutter til de egenutviklede produktene som selskapene i bransjen tilbyr, men det vil ikke være en trussel mot lønnsomheten i bransjen da disse produktene og tjenestene leveres i sammen med ISO-tjenestene og er inkludert i vedlikeholdsavtalene med operatørselskapet på de ulike feltene i Nordsjøen.

6.3 Leverandørers forhandlingsmakt

Lønnsomheten i bransjen påvirkes av leverandørenes forhandlingsmakt. Høyere forhandlingsmakt til leverandører gjør at de kan presse priser eller redusere kvaliteten på produktene og dermed svekke lønnsomheten i bransjen. Styrkeforholdet mellom leverandørene og bedriften styres blant annet av konsentrasjonen av leverandører, innsatsfaktorens viktighet og mulighet for vertikal integrasjon. Dersom det er få leverandører som produserer en viktig innsatsfaktor vil leverandørene typisk ha høy forhandlingsmakt og mulighet til å ta høye priser (Daft et al., 2007).

Leverandørene til Beerenberg og bransje er hovedsakelig leverandører innen utleie av personell, maling og isolasjonsmaterialer. Det vil her være naturlig å skille mellom leverandører av personelltjenester og materialer/varer.

Konsentrasjon av leverandører

For leverandører av personelltjenester anser jeg konsentrasjonen for å være høy. Det er relativt få firmaer som tilbyr utleie av personell, og kompetent offshorepersonell til ISO-bransjen må sies å være en knapp resurs. Det finnes kun et fåtalls store tilbydere som NSE og danske Q-star, mens det finnes litt flere mindre selskaper som for eksempel Alfa Nordic Service og Midt-Norsk Stillas. Beerenberg og andre selskaper i ISO-bransjen benytter seg av innleid personell på konstant basis for å takle sesongvariasjoner og ujevn etterspørsel.

Når det gjelder leverandører av fysiske innsatsfaktorer er det naturlig å anta at konsentrasjonen er lav. Dette er relativt standardiserte materialer og produkter som brukes i

flere industrier over hele verden og det finnes en lang rekke produsenter av for eksempel industrimaling på verdensbasis.

Mulighet for vertikal integrasjon

Vertikal integrasjon er en mulighet for Beerenberg på området for inneleie av personell. Selskapet kunne ansatt flere arbeidere slik at behovet for innleie av personell falt bort. Beerenberg arbeider konstant med å tiltrekke seg flere ISO-arbeidere, men tilgangen på kompetent arbeidskraft er lav og man må sannsynligvis øke arbeidernes lønninger for å tiltrekke seg nok arbeidere. Kostnadene ved økte lønninger gjør det lite aktuelt med full integrasjon, samtidig som man ville mistet den viktige fleksibiliteten for å takle den ujevne etterspørselen.

På enkelte områder som produksjon av passiv brannbeskyttelse (Benarx) er Beerenberg allerede integrert. Integrering av andre mer standardiserte innsatsfaktorer vil sannsynligvis ikke være aktuelt da kostnadene trolig vil være for høye.

Leverandørers forhandlingsmakt

Samlet sett har ikke Beerenbergs leverandører høy forhandlingsmakt og forholdet er balansert. Av leverandørene er det leverandører av personelltjenester som har høyest makt og de vil på kort sikt kunne presse prisene, men dersom de utøver markedsmakt vil Beerenberg på lang sikt kunne integrere og ansatte flere arbeidere og dermed gjøre seg mindre avhengig av leverandørene. Forholdet i dag må derfor kunne anses som balansert. Størrelsen på leverandørene av de andre innsatsfaktoren gjør at de isolert sett har betydelig forhandlingsmakt ovenfor Beerenberg, men muligheten for å bytte til en rekke andre tilbydere av tilnærmet like produkter gjør dette forholdet balansert.

Innkjøp av materialer, varer og tjenester utgjør rundt 6%, mens innleie av personell er rundt 14% av totale driftskostnader for 2012. Dette gjør at leverandørenes forhandlingsmakt trolig har relativt liten innvirkning på selskapets totale lønnsomhet.

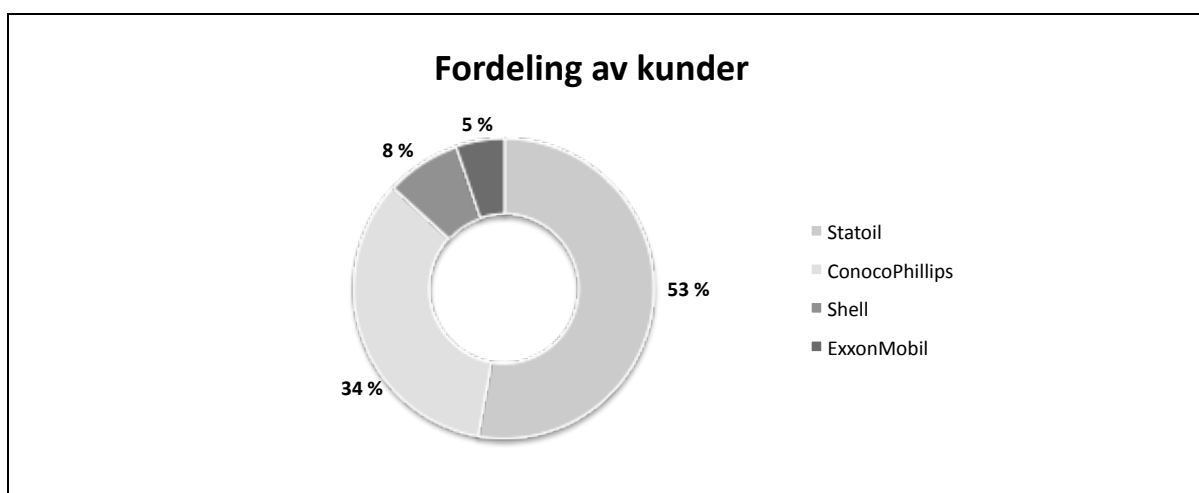
6.4 Kunders forhandlingsmakt

Prisen et selskap kan oppnå for sine produkter og tjenester påvirker selskapets lønnsomhet i stor grad. Hvor høy pris man kan ta påvirkes av antall kunder, antall leverandører av produktet, tilgang på substitutter og byttekostnader (Daft et al., 2007). Dersom det er få og

store kunder, lave byttekostnader og flere tilbydere av produktet vil kundene ha stor forhandlingsmakt og mulighet til å presse prisene ned. Høy forhandlingsmakt hos kundene resulterer trolig i lav lønnsomhet i bransjen.

Konsentrasjon av kunder

Konsentrasjonen av kunder til ISO-bransjen er høy. Det er et begrenset antall kunder hvor Statoil er den desidert største kunden både til bransjen og Beerenberg. For bransjen kan vi si at det totalt er to store kunder, tre mellomstore kunder og fem små kunder.



Figur 6.2: Beerenbergs kunder til langsiktige rammekontrakter på norsk sokkel ved slutten av 2013 ordnet etter kontraktsverdi.

Beerenberg har primært fire kunder for langsiktige ISO-kontrakter hvor alle er store internasjonale olje- og gass-selskaper. Statoil og ConocoPhillips alene står for rundt 87% av selskapets omsetning fra langsiktige ISO-kontrakter på norsk sokkel.

Det er nærliggende å anta at olje- og gass-selskapene har stor forhandlingsmakt ovenfor Beerenberg og de andre selskapene i bransjen. Kundene og kontraktene størrelse gjør at de trolig kan presse prisene ned ved tildeling av rammekontrakter.

Byttekostnader

For operatørselskapene vil det være byttekostnader i forbindelse med skifte av kontraktør for ISO-tjenestene. Når en ny kontraktør tar over vil kontraktøren måtte bygge opp en helt ny organisasjon på offshoreinstallasjonen, ansatte og ledere må bli kjent med nye regler og rutiner som er spesifikke for hver enkelt installasjon, i tillegg må utstyr fra den gamle kontraktøren byttes ut med den nye aktørens utstyr. Denne prosessen tar tid og før organisasjonen er oppe å går og ”innkjørt” vil effektiviteten sannsynligvis være lavere. Man vil altså bruke flere arbeidstimer enn normalt for å utføre ett stykke arbeid. De direkte

kostnadene i forbindelse med den midlertidig reduserte effekten vil trolig deles mellom operatør og kontraktør, men det er også en indirekte kostnad involvert ved at vedlikeholdsarbeid blir skjøvet frem i tid. I det totale kostnadsbilde til oljeselskapene må byttekostnader anses som relativt ubetydelige og vil trolig i liten grad påvirke valg av kontraktør.

Mulighet for vertikal integrasjon

Vertikal integrasjon vil ikke være aktuelt for Beerenberg da produksjon av olje- og gass ligger langt utenfor bedriftens virksomhet. Det finnes derimot en mulighet for kunden til å integrere vedlikeholdstjenester innenfor ISO, men er trolig lite aktuelt at dette skjer da ISO ligger utenfor deres kjernevirksomhet. Det ville i så fall bryte med hvordan hele oljeservicesektoren er bygget opp av mange separate kontraktører.

Kunders forhandlingsmakt

Samlet kan man si at kundene har stor forhandlingsmakt og mulighet til å presse priser. Under finanskrisen hadde oljeselskapene et stort fokus på kostnads kutting og klarte effektivt å presse prisene ned på kontrakter inngått under og like etter finanskrisen (Stangeland, 2013). Dette eksempelet tyder på at kundenes forhandlingsmakt er betydelig og reell.

6.5 Intern rivalisering

Intern rivalisering innad i en bransje er den viktigste faktoren som påvirker bransjens lønnsomhet. Graden av rivaliseringen påvirkes av konsentrasjonen i bransjen, kapasitet og kostnadsstruktur. Dersom det er lav konsentrasjon i en bransje med lavt kostnadsnivå og ledig kapasitet vil man oppleve høy rivalisering og økt konkurranse. Økt konkurranse fører til reduksjon av priser og overføring av forhandlingsmakt til kunder (Daft et al., 2007).

Konsentrasjon i bransjen

Med bransjens konsentrasjon menes hvor mange aktører, og størrelsen på disse, som opererer innenfor samme bransje. I en bransje med mange små aktører vil konsentrasjonen være lav og bransjen oppleve høy konkurranse og liten mulighet for superprofitt. I motsatt fall ved få og store aktører vil man ha høy konsentrasjon hvor konkurransen er begrenset og mulighet for å oppnå superprofitt er stor.

ISO-bransjen må sies å være en bransje med relativt høy konsentrasjon da det er få aktører som konkurrerer om de langsiktige rammekontraktene på norsk sokkel. Det er i tillegg stor forskjell i aktørenes størrelse noe som også bidrar til lavere rivalisering.

Kapasitet

Med kapasitet menes hvordan bransjens kapasitet er sett opp mot kundens etterspørsel. Overkapasitet fører til høyere grad av rivalisering, mens underkapasitet svekker rivaliseringen innad i bransjen og muliggjør økt lønnsomhet som følge av høy etterspørsel og pris.

Tidligere har jeg omtalt at selskapene i ISO-bransjen benytter innleie av personell som en måte å regulere kapasiteten i forhold til etterspørselen på. Ettersom bransjen er intensiv i bruk av arbeidskraft vil selskapene på denne måten sørge for at kapasiteten ikke er større enn etterspørselen. Etterspørselen i bransjen er sesongvariert som følge av at en større andel av vedlikeholdet offshore gjennomføres i sommerhalvåret. Ettersom mye av personellet som blir innleid kommer fra de andre nordiske landene vil bransjens totale kapasitet øke ved innleie av personell. Vi kan dermed slå fast at bransjens kapasitet er godt tilpasset kundenes etterspørsel.

Diversifisering

Diversifisering reduserer rivaliseringen i en bransje da produktene som tilbys kundene blir mindre homogene og aktørene tilbyr produkter med ulike egenskaper. Diversifisering fører til at aktørene kan ta høyere priser for sine produkter, og øker dermed muligheten for å oppnå superprofitt.

Tradisjonelle isolasjons-, stillas- og overflatebehandlingstjenester er som tidligere nevnt hovedvirket til selskaper i ISO-bransjen. Dette er tjenester som i stor grad er standardiserte og lite egnet for diversifisering. I presentasjonen av Beerenberg tidligere i utredningen så man at selskapet har stort fokus på utvikling av tilleggsprodukter og tjenester til de tradisjonelle ISO-tjenestene. Salg av egenutviklede produkter øker lønnsomheten i selskapet da disse har betydelig høyere margin enn de tradisjonelle ISO-tjenestene, samtidig som de fører til økt vekst. Imidlertid er det slik at selskaper i bransjen som ikke utviklet tilsvarende tjenester ofte leier disse inn fra andre slik at dette ikke er utslagsgivende ved tildeling av rammekontrakter fra oljeselskapenes side. Utvikling av nye tjenester og produkter kan dermed ses mer på som et tiltak for skape bedre lønnsomhet og vekst enn som et

differensieringstiltak. Man kan dermed slå fast at bransjen er lite differensiert og at muligheten for fremtidig differensiering er begrenset.

Utgangsbarrierer

Med utgangsbarriere menes kostnadene et selskap står ovenfor i forbindelse avvikling av hele eller deler av driften. Ettersom selskapene i bransjen i liten grad har store og dyre anleggsmidler vil utgangsbarrierene være lave. Det er rimelig å anta at utgangskostnadene ikke er av betydning dersom et selskap vil trekke seg fra en langsiktig rammeavtale med et oljeselskap. Senest i 2012 kunne vi se at Beerenberg overtok kontrakten for Statfjord-feltet etter at Kaefer og Statoil ble enige om å avslutte kontrakten før avtalen løp ut (Stangeland, 2012).

Kostnadsstruktur

Kostnadsstrukturen i bransjen påvirker rivaliseringen mellom aktørene da høy andel variable kostnader relativt til faste kostnader øker aktørenes handlingsrom. Økt handlingsrom vil muliggjøre kortsiktig prispress som redusere bransjens lønnsomhet.

Kostnadsstrukturen i ISO-bransjen kan sies å være preget av faste kostnader dersom vi definerer lønnskostnader som en fast kostnad. Konkurransen mellom aktørene skjer først og fremst i anbudsrundene hvor selskapene kjemper om de samme langsiktige vedlikeholdsavtalene. Priskonkurranse i forbindelse med anbud er derfor naturlig, men det vil ikke forekomme priskrig i andre situasjoner.

Intern rivalisering

Få muligheter for diversifisering, ubetydelige utgangsbarrierer, høy konsentrasjon og tilpasset kapasitet trekker i retning av liten grad av rivalisering. Det faktum at store deler av aktørenes omsetning kommer fra langsiktig kontrakter øker graden av rivalisering. Samlet sett konkluderer jeg med at den interne rivaliseringen i ISO-bransjen er begrenset.

6.6 Oppsummering bransjeanalyse

Trusselen for nyetableringer i bransjen er lav da langsiktige rammekontrakter gjør det vanskelig for nykommere å få innpass på markedet, samtidig som kundenes fokus på sikkerhet og samarbeidsforhold sørger for at inngangsbarrierene økes.

Det er ingen direkte trusler fra substitutter til ISO-tjenestene som tilbys på norsk sokkel. Tjenestene som leveres er arbeidsintensive og vedlikeholdstjenestene kan sannsynligvis ikke erstattes av andre produkter eller tjenester. Kunders forhandlingsmakt er betydelig da det er få og store kunder som tilbyr store langsiktige kontrakter til aktørene i bransjen. Kundene har derfor betydelig makt til å presse priser.

Leverandørenes forhandlingsmakt må sies å være balansert da selskapene i bransjen er lite avhengig av enkeltleverandører. Leverandører av personell har høyest forhandlingsmakt i et kortsiktig perspektiv, men mulighet for vertikal integrasjon gjør forholdet balansert på lang sikt. Rivaliseringen internt i bransjen er moderat som følge av konkurransen om de langsiktige rammekontraktene. Høy konsentrasjon av aktører og liten mulighet for differensiering bidrar til å dempe rivaliseringen.

7. Ressursanalyse – SVIMA

Ved hjelp av SVIMA-rammeverket skal jeg analysere Beerenbergs interne ressurser og kapabiliteter. I et ressursbasert syn kan en bedrift ses på som en samling av ulike ressurser (Barney, 2011). En bedrifts mulighet for å oppnå et varig konkurransefortrinn og superprofitt er avhengig av ressursene bedriften besitter og hvordan de brukes (Jakobsen & Lien, 2001). Dersom en ressurs skal danne grunnlag for et varig konkurranse fortrinn er det ifølge SVIMA-rammeverket fem betingelser som må være oppfylt; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og approprierbar. Den første betingelsen er at en ressurs må være sjelden. Dersom konkurrentene også besitter den aktuelle ressursen i samme mengde og kvalitet vil den ikke kunne danne grunnlag for et konkurransefortrinn. Det er også en nødvendighet at ressursen er viktig. Med viktig menes at ressursen har stor effekt på kundenes betalingsvillighet og/eller bedriftens kostnader. For at en ressurs skal danne grunnlag for et varig fortrinn er det viktig at den ikke er imiterbar. Dersom konkurrenter kan kopiere eller erstatte den aktuelle ressursen vil den ikke være verdifull over tid. Selv om en ressurs både er sjelden, viktig og ikke-imiterbar er det ikke sikkert den tilfører bedriften økonomisk verdi. Jakobsen (2001) skriver at en ressurs ikke er mobilisert dersom bedriften ikke har strategier for å utnytte ressursen intensivt eller at de mangler komplementære ressurser slik at ressursen ikke blir utnyttet på en optimal måte. Det er kun dersom en ressurs er mobilisert at man kan klare å konvertere ressursen til økonomiske verdier. Den siste betingelsen som må være oppfylt for å skape et varig konkurransefortrinn er at ressursen er approprierbar. Med approprierbar menes det at bedriften sitter igjen med den økonomiske verdien som skapes som følge av ressursen.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Nei	-	-	-	-	Paritet
Ja	Nei	-	-	-	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	-	-	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	-	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-behold fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Figur 7.1: SVIMA-matrise. Betingelser og utfall ved vurdering opp mot SVIMA-rammeverket.

Ved å introdusere flere skaleringer enn ja og nei vil testen bli mer nyansert (Jakobsen, 2001). I mange tilfeller vil det være for bastant å kategorisere en betingelse for enten oppfylt eller ikke oppfylt. Jeg har derfor valgt å bruke skaleringene nei, delvis og ja. Dersom en ressurs er delvis sjelden vil det bety at ressursen også besittes av en eller få av konkurrentene. Et

eventuelt fortrinn er da et fortrinn som man sammen med konkurrenten har ovenfor de resterende konkurrentene, og fordelene vil følgelig ikke være like sterkt som et fortrinn man besitter alene.

Ved hjelp av rammeverket presentert ovenfor vil selskapets interne ressurser bli analysert med mål om å avdekke om noen av ressursene kan være kilde til varige konkurransefortrinn. Beerenberg besitter naturligvis svært mange ressurser og det ville være tungvint og lite hensiktsmessig å analysere alle. På bakgrunn av kunnskapen opparbeidet under gjennomgang av selskapet og bransjen tidligere i utredningen har jeg plukket ut tre ressurser som skal analyseres med SVIMA-rammeverket. Jeg skal teste om HMS-kultur og -resultater, produktutvikling og kostnadseffektivitet kan være kilder til eventuelle konkurransefortrinn.

7.1 HMS-kultur og -resultater

Beerenberg har de siste årene vært blant de beste i klassen på HMS. Både HMS-kultur og ikke minst HMS-resultater er viktig for vinne fremtidige kontrakter. Gjennom målrettet arbeid har Beerenberg opparbeidet seg en god kultur på dette området som har resultert i gode resultater hvor man har få arbeidsrelaterte skader og uønskede hendelser, samt høy grad rapportering av gjennomførte sikkerhetstiltak.

HMS er et viktig kriterium når kontrakter skal tildeles eller videreføres innenfor oljerelatert virksomhet. Viktigheten av dette kan illustreres med selskapet STS Gruppen som i mange år var en av de store aktørene i bransjen. Selskapet var i 2009 involvert i en dødsulykke på Oseberg-feltet hvor en av deres stillasarbeidere omkom i en fallulykke. STS ble ikke tildelt en eneste kontrakt da Statoil fordelte ISO-kontrakter året etter ulykken og leder for HMS-K i STS Gruppen uttalte at "ulykken fikk stor betydning for oss" (Myrset, Kongsnes, Skarsaune & Aass, 2012).

Kravet om sjeldenhet må sies å være oppfylt for HMS-kultur og -historie da en bedriftskultur og resultater på et område er noe som opparbeides over tid og som dermed er unik for hver enkelt selskap. Selv om en kultur i seg selv ikke kan imiteres av en konkurrent vil det være mulig for konkurrentene å oppnå samme resultater som Beerenberg på HMS-området i fremtiden. Samlet sett har jeg derfor klassifisert betingelsen som delvis oppfylt.

Ressursen er mobilisert gjennom et høyt fokus på HMS i alle ledd av virksomheten og i selskapets strategi. Kravet om at ressursen er approprierbar er også oppfylt da det er liten tvil om at den økonomiske gevinsten av god HMS-kultur og –resultater tilfaller selskapet.

Vurdert opp mot betingelsene i SVIMA-rammeverket ser vi at HMS-kultur og –historie er både viktig, sjelden, mobiliserbar og approprierbar. Da ressursen kan delvis imiteres av konkurrenter i fremtiden har jeg klassifiseres den som et delvis varig fortrinn.

7.2 Produktutvikling

Utvikling av egne produkter og tjenester er et viktig strategisk område for selskapet. Produktene som utvikles leveres både som tilleggstjenester innenfor eksisterende rammekontrakter på norsk sokkel og gjennom egne kontrakter internasjonalt. Leveranse av produktene og tjenestene representerer et vekstområde for Beerenberg, spesielt internasjonalt. Egenutviklede produkter og tjenester har høyere marginer enn de tradisjonelle ISO-tjestene og vil dermed være et viktig satsningsområde for økt lønnsomhet i fremtiden.

I ISO-bransjen er det i stor grad de største selskapene som har utstrakt fokus på produktutvikling. Selskapene i bransjens produktutvikling er i stor grad fokusert rund ISO-fagene, mens Beerenberg driver utvikling på noen flere områder. Vi må derfor kunne betegne ressursen som sjelden. Produktutvikling er uten tvil viktig for Beerenberg da produktutviklingen er et av selskapets virkemidler for å nå mål om fremtidig vekst, samt en viktig del av selskapets overordnede strategi om å levere produkter og tjenester som overgår kundens forventninger.

De egenutviklede produktene og tjenestene er beskyttet mot direkte imitasjon av patenter. Selv om andre selskaper i bransjen også driver med produktutvikling vil det være slik at ingen andre vil kunne utvikle eksakt samme produkter som Beerenberg. Vi må derfor kunne regne betingelsen om ikke-imiterbar som oppfylt. Videre kan vi også regne de to siste betingelsene for oppfylt da produktutviklingen er en viktig del av selskapets strategi og at gevinstene fra ressursen tilfaller selskapet gjennom økt omsetning. Produktutvikling tilfredsstillers dermed alle betingelsene i SVIMA-rammeverket og blir derfor klassifisert som et varig konkurransefortrinn.

7.3 Kostnadseffektivitet

I en bransje hvor alle konkurrentene sliter med svekket lønnsomhet har Beerenberg de siste årene opplevd en voldsom vekst i lønnsomheten. Prispress fra oljeselskapenes side har ført til et sterkt fokus på kostnadseffektivitet (Stangeland, 2013). Det er vanskelig å peke på et punkt som kan forklare Beerenbergs forbedring i kostnadseffektivitet og lønnsomhet, men trolig skyldes det en kombinasjon av dyktig planlegging, organisering og standardisering i alle ledd av prosjektene. I følge konsernsjef Morten Walde (2012) er det stadige fokuset på kostnadseffektivitet gjennom videreutvikling av organiseringen og standardisering et av selskapets viktigste konkurransefortrinn.

Selskapets kostnadseffektivitet i forhold til konkurrentene er utvilsomt en viktig og sjelden ressurs som er mobilisert og appropriert. Da kostnadseffektiviteten skyldes intern organisering og standardisering vil den ikke være beskyttet for imitasjon av konkurrentene. På sikt vil de andre selskapene lære hvilke tiltak og endringer Beerenberg har gjennomført og selv implementere disse i egen virksomhet slik at fordelene utlignes. For å opprettholde denne fordelene i fremtiden må Beerenberg fortsette med det kontinuerlige fokuset på å bli bedre, slik at de hele tiden vil ligge et hakk foran konkurrentene på dette området. Ressursen blir klassifisert som en midlertidig fordel da det er ventet at de andre aktørene i bransjen vil kunne imitere Beerenbergs kostnadseffektiviserende tiltak på sikt.

7.4 Oppsummering ressursanalyse

Selskapets HMS-kultur og resultater er en viktig ressurs for selskapet i arbeidet med å tiltrekke seg langsiktige rammekontrakter på norsk sokkel. Ressursen er et delvis varig fortrinn da kulturen er varig, men de gode resultatene kan svekkes over tid. Produktutvikling er Beerenbergs sterkeste fortrinn og ble klassifisert som et varig fortrinn. Ved hjelp av produktutvikling kan selskapet øke lønnsomheten og sikre videre vekst både i Norge og internasjonalt. Selskapets gode kostnadseffektivitet er noe som har bidratt sterkt til de gode resultatene de siste årene, men er et fortrinn som over tid kan imiteres av selskapets konkurrenter. Ressursen ble derfor klassifisert som et midlertidig fortrinn.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
HMS-kultur og -resultater	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	Delvis varig fortrinn
Produktutvikling	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Kostnadseffektivitet	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Figur 7.2: Resultater SVIMA-analyse.

8. Oppsummering av strategisk analyse - SWOT

Den strategiske analysen kan oppsummeres ved hjelp av SWOT-rammeverket. Rammeverket går ut på å synliggjøre et selskaps interne styrker og svakheter, samt muligheter og trusler som kan påvirke selskapet fra de eksterne omgivelsene (Daft et al., 2007). Ved å trekke ut de viktigste funnene fra den både makro-, bransje-, og ressursanalysen kan den strategiske analysen oppsummeres som vist i tabellen under.

<p>Styrker:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kostnadseffektiv • Produktutvikling • HMS-kultur og -resultater 	<p>Muligheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Internasjonalisering av egne produkter og løsninger
<p>Svakheter:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Store langsiktige rammekontrakter gjør en sårbar for frafall av store kontrakter og kunder 	<p>Trusler:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kunders forhandlingsmakt • Avhengig av oljeselskapenes langsiktige investeringsnivå • Fremtidig kvalifisert arbeidskraft

Figur 8.1: Oppsummering av Beerenbergs styrker, svakheter, muligheter og trusler.

Selskapets største styrker er kostnadseffektiviteten som sikrer god lønnsomhet, produktutvikling som er viktig for fremtidig vekst, samt de gode resultatene innen HMS som sikrer at selskapet er ledende på et punkt som er viktig for oljeselskapene ved inngåelse av langsiktige rammekontrakter. Beerenbergs største svakhet er at store deler av omsetningen kommer fra nevnte rammekontrakter med få kunder. Bortfall av store kontrakter vil potensielt kunne ha stor innvirkning på selskapets omsetning.

Det ble videre funnet i den strategiske analysen at selskapets største muligheter for fremtidig vekst ligger i økt fokus på produktutvikling og internasjonalisering av egenutviklede produkter og tjenester. Få og store kunder gjør selskapet og bransjen utsatt for kunders forhandlingsmakt. Videre er det en trussel at selskapet er veldig avhengig av oljeselskapenes investeringsnivå. Selv om dette ikke direkte er en trussel vil store negative endringer fra oljeselskapenes side kunne virke negativt inn på selskapet. Tilgang til arbeidskraft i fremtiden må ses på som en svak trussel, men dette er en trussel som ikke bare gjelder Beerenberg alene. Selskapets store fokus på videreutdanning av ufaglært arbeidskraft blir viktig i fremtiden for å dekke behovet for kompetent arbeidskraft.

Del 3: Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å belyse Beerenbergs regnskapsmessige forhold, lønnsomhet og vekst. Sammenligning av selskapets historiske prestasjoner mot bransjen og investorenes avkastningskrav vil gi verdifull innsikt i selskapets underliggende økonomiske fordeler og trender. Denne innsikten vil sammen med funnene i den strategiske analysen danne grunnlaget for verdsettelsen med prognostisering av fremtidige regnskap. Regnskapsanalysen baserer seg hovedsakelig på informasjon hentet fra selskapets og bransjens rapporterte årsrapporter.

I første del av regnskapsanalysen vil selskapets regnskaper bli omgruppert og normalisert for bedre å tilfredsstillere kravene til investororientert analyse. Videre vil det gjennomføres en risikoanalyse med tilhørende kredittvurdering av Beerenberg. Risikoanalysen har som mål å belyse hvilken risiko selskapets finansielle långivere står ovenfor, samt bestemme Beerenbergs kredittrisikopremie og konkurssannsynlighet. Videre vil det bli beregnet betaverdier og avkastningskrav til bruk i lønnsomhetsanalysen. Selve regnskapsanalysen foregår ved en lønnsomhetsanalyse med dekomponering av strategisk fordel. Her vil lønnsomheten til selskapet bli vurdert i forhold til bransjen og avkastningskravene. På den måten kan man si noe om selskapets relative presentasjon.

Analysenivå

Med valg av analysenivå menes om selskapet skal vurderes som en eller flere enheter. For et selskap med flere ulike virksomhetsområder bør hvert område vurderes hver for seg da de ulike delene kan operere i forskjellige bransjer/markeder og ha ulik lønnsomhet, vekst og fremtidsutsikter. Som nevnt tidligere kan vi dele Beerenbergs virksomhet i to områder hvor ISO-tjenester på norsk sokkel er hovedvirksomheten, mens leveranse av egenutviklede produkter og tjenester er et satsnings- og vekstområde. Optimalt sett burde vi derfor dele opp Beerenberg og vurdere virksomheten som to separate deler. Regnskapstallene til selskapet inneholder imidlertid ikke spesifiserte data for de to områdene og som følge av manglende opplysninger har jeg derfor valgt å vurdere hele selskapet samlet. Det ville i tillegg vært vanskelig å skille delene fra hverandre da leveranse av ISO-tjenester på norsk sokkel også innebærer leveranse av de egenutviklede produktene og tjenestene. De to virksomhetsområdene tilhører begge oljeservicenæringen og er så nært beslektet at jeg ikke tror det vil føre til nevneverdige unøyaktigheter at selskapet vurderes som en samlet enhet.

Som det ble nevnt innledningsvis er det konsernet med Beerenberg Holding som morselskap som vurderes. Den praktiske forskjellen mellom regnskapene til Beerenberg Holding og driftsselskapet Beerenberg Corp. er at morselskapet har økt finansiell gjeld og goodwill, samt høyere finanskostnader.

Analyseperiode

Valg av lengde på analyseperiode avhenger av om selskapet har vært stabilt med hensyn til drift og virke eller om det har gjennomgått store endringer som følge av nye forretningsområder og oppkjøp. Dersom selskapet har vært stabilt taler det for en lang tidsperiode da dette gir en lang periode med relevante forholdstall. For selskap som har vært igjennom store endringer bør vi bruke en kortere analyseperiode da eldre forholdstall ikke vil være relevante for dagens virksomhet (Knivsflå, 2014).

Jeg har valgt en analyseperiode som strekker seg fra 2008 til 2013. Selskapet gjennomførte i 2007 et større oppkjøp og regnskapstall fra før oppkjøpet er dermed lite relevante for dagens virksomhet. Regnskapstall fra 2007 vil også bli benyttet i første del av regnskapsanalysen da de i flere tilfeller behøves for beregning av ulike forholdstall.

Komparativ bransje

Gjennom regnskapsanalysen vil Beerenbergs risiko og lønnsomhet bli sammenlignet med en komparativ bransje, hvor bransjen og avkastningskrav sammen fungerer som en målestokk på Beerenbergs relative prestasjon. Den komparative bransjen består av bransjeaktørene som ble presentert innledningsvis i utredningen; Bilfinger Industrier, Kaefer Energy, STS Gruppen, Norisol og Linjebygg. Ettersom vi skal bruke bransjesnittet som benchmark må også Beerenberg inngå i den komparative bransjen. Jeg har valgt å vekte bransjetallene etter selskapenes størrelse ettersom det er veldig stor forskjell i selskapenes omsetning og størrelse.

Som følge av mangel på regnskapsdata for året 2013 vil analysen av bransjen kun strekke seg til 2012. Bransjeselskapene har heller ikke offentliggjort noen kvartalsrapporter gjennom 2013 slik at ”trailing” av regnskapene ikke er aktuelt. Mangelen på sammenligningsgrunnlag for 2013 vil være en svakhet når jeg senere analyserer og dekomponere Beerenbergs strategiske fordel, men man vil allikevel kunne se klare trender for årene frem til 2013. Det er i tillegg verdt å merke seg at flere av aktørene i bransjen er del av store internasjonale konserner og at regnskapstallene som blir brukt dermed kan være noe misvisende.

Selskapene kan for eksempel ha gjort skattemessige tilpassinger av selskapenes gjeld og finanskostnader. Et alternativ for å unngå eventuelle misvisende regnskapstall ville vært å benytte seg av selskapenes konsernregnskap. Jeg har valgt å ikke gjøre det som følge av at ISO-virkomheten er en liten del av de store konsernenes forretningsområder. Ved bruk av konsernregnskapene ville forholdstallene bli dominert av de resterende forretningsområdene og dermed vært lite egnet til bruk som sammenligningsgrunnlag for Beerenberg.

9. Omgruppering og normalisering

9.1 Rapporterte regnskapstall

De rapporterte regnskapstallene som presenteres under vil ligge til grunn for den videre analysen og verdsettelsen av selskapet. I 2010 skiftet Beerenberg regnskapsprinsipper fra NGAAP til IFRS. De presenterte tallene for 2009 er også ført etter IFRS da det i årsrapporten for 2010 er utarbeidet nye regnskapstall for 2009 ført etter IFRS. Jeg har valgt IFRS-tallene for 2009, i stedet for NGAAP-tallene, da dette vil forlenge perioden ført etter IFRS, og således gi et mer konsistent bilde av utviklingen de senere årene.

Konsernregnskap	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	1 380 361	1 543 909	1 460 864	1 432 075	1 417 601	1 436 294	1 926 939
ISO			1 192 802	1 090 798	1 068 215	1 009 058	
BC			268 062	341 277	349 386	427 236	
Annen driftsinntekt	6 608	556	0	0	0	0	0
Materialer, varer og tjenester	133 342	75 217	104 348	93 804	76 098	81 321	98 279
Lønn og andre sosiale tjenester	898 863	1 062 134	935 024	962 719	969 912	968 748	1 330 119
Lønn inkl. feriepenger	572 214	700 558	652 946	630 573	598 912	658 202	850 587
Arbeidsgiver avgift	84 864	104 754	98 260	94 557	88 737	98 513	123 077
Pensjoner	17 050	15 410	26 392	20 662	16 436	20 290	26 470
Innleie av personell	196 759	216 073	137 849	190 625	246 023	177 354	314 960
Andre ytelser til ansatte	27 977	25 339	19 577	26 301	19 804	14 388	15 025
Annen driftskostnad	244 104	327 520	317 468	271 929	244 284	214 221	276 190
EBITDA	110 660	79 595	104 023	103 623	127 307	172 005	222 351
Avskrivninger og amortisering	70 035	83 038	126 192	41 797	45 457	52 812	89 739
Avskrivning eiendom, anlegg og utstyr	19 343	29 138	27 882	23 041	26 507	31 338	29 424
Nedskrivning eiendom, anlegg og utstyr	0	0	0	0	0	0	18 981
Amortisering immatrielle eiendeler	50 692	53 900	32 024	18 756	18 950	21 474	22 977
Nedskrivning immatrielle eiendeler	0	0	66 286	0	0	0	18 357
EBIT	40 625	-3 443	-22 169	61 826	81 850	119 193	132 612
Finansinntekter	2 709	9 747	3 936	1 040	742	2 605	2 798
Renteinntekter	2 145	3 996					
Annen finansinntekt	564	5 751					
Renteinntekt på morselskap							149
Renteinntekt på annet			3 198	249	325	1 018	841
Valutagevinst, realisert			738	724	336	1 725	1 552
Valutagevinst, urealisert				67	81	-138	256
Finanskostnader	40 870	50 847	46 781	40 145	40 086	54 172	51 827
Rentekostnader	35 972	44 512					
Annen finanskostnad	4 898	6 335					
Rentekostnad bank			29 100	21 988	21 705	41 019	40 640
Rentekostnad leasing			2 616	990	1 417	1 080	896
Rentekostnad annet			4 529	3 129	5 761	3 491	3 161
Valutatap, realisert			1 200	2 720	2 775	2 439	1 240
Valutatap, urealisert			3 472	1 078	-2 477	1 338	-1 373
Rentekostnad aksjonærlån			5 864	10 239	10 905	4 805	
Rentekostnad annet fra morselskap							7 263
Resultat før skatt	2 464	-44 543	-65 014	22 722	42 506	67 626	83 583
Skattekostnad	6 275	-5 147	-16 473	13 151	11 812	20 460	12 141
Årsresultat	-3 811	-39 396	-48 541	9 571	30 694	47 166	71 442
Andre inntekter og kostnader			1 193	-102	-531	888	-2 361
Totalresultat	-3 811	-39 396	-47 348	9 469	30 163	48 054	69 081

Figur 9.1: Rapportert resultatregnskap for Beerenberg Holding 2007-2013.

Konsernbalanse	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Immatrielle eiendeler	214 706	183 504	115 281	124 735	114 654	104 986	64 343
Goodwill	423 951	401 253	453 956	453 956	453 956	453 956	453 956
Utsatt skattefordel	2 795	0	0	0	0	0	0
Eiendom, anlegg og utstyr	117 510	146 931	144 997	168 542	185 918	187 229	170 320
Invetering i datterselskap	206	206	0	0	0	0	0
Lån til foretak i samme konsern	0	0	0	0	0	0	8 594
Langsiktige fordringer	2 385	3 725	7 190	9 378	9 035	5 013	0
Sum anleggsmidler	761 553	735 619	721 424	756 611	763 563	751 184	697 213
Varer	16 366	19 881	32 209	27 809	27 046	34 671	54 286
Kundefordringer	238 903	165 219	105 031	135 411	234 031	148 048	175 808
Andre fordringer	27 925	74 325	39 623	15 067	24 819	27 663	27 804
Opptjent, ikke fakturerte inntekter	60 070	115 948	121 049	108 269	104 085	127 269	165 017
Bankinnskudd, kontanter og lignende	30 417	4 655	2 036	10 758	1 676	25 791	71 729
Sum omløpsmidler	373 681	380 028	299 948	297 314	391 657	363 442	494 644
Sum eiendeler	1 135 234	1 115 647	1 021 372	1 053 925	1 155 220	1 114 626	1 191 857
Aksjekapital	19 423	19 423	58 268	58 268	58 268	58 268	58 268
Egne aksjer	0	-130	-130	-27	-27	-27	-27
Innskutt annen egenkapital	180 839	180 839	141 994	141 994	141 994	0	0
Annen egenkapital	2 519	-40 922	-42 516	-33 224	-3 062	70 499	139 578
Sum egenkapital	202 781	159 210	157 616	167 011	197 173	128 740	197 819
Pensjonsforpliktelser	0	0	22 877	16 877	15 294	7 370	7 968
Forpliktelser ved utsatt skatt	61 196	52 086	21 773	25 008	25 098	24 529	14 120
Andre langsiktige forpliktelser	10 958	12 589	12 589	3 559	3 500	3 500	3 500
Rentebærende langsiktig gjeld	411 471	400 178	309 186	287 843	262 028	583 387	547 546
Øvrig langsiktig gjeld	139 657	147 913	157 528	167 767	178 672	0	769
Sum langsiktig gjeld	623 282	612 766	523 953	501 054	484 592	618 786	573 903
Gjeld til kredittinstitusjoner	29 143	7 376	73 454	50 562	123 115	73 336	43 760
Leverandørgjeld	84 528	117 886	87 029	159 110	143 666	104 457	71 326
Betalbar skatt	12 152	648	4 669	9 467	12 001	21 918	28 503
Skyldige offentlige avgifter	47 143	72 023	51 841	43 962	39 816	48 476	72 084
Annen kortsiktig gjeld	136 205	145 737	122 808	122 760	154 859	118 914	204 463
Sum kortsiktig gjeld	309 171	343 670	339 801	385 861	473 457	367 101	420 136
Sum gjeld	932 453	956 436	863 755	886 915	958 049	985 887	994 039
Sum egenkapital og gjeld	1 135 234	1 115 646	1 021 371	1 053 926	1 155 222	1 114 627	1 191 858

Figur 9.2: Rapportert balanse for Beerenberg Holding 2007-2013.

9.2 Omgruppering og normalisering av resultatregnskap

Regnskap rapportert etter både NGAAP og IFRS er i stor grad kreditororienterte med hovedfokus på kortsiktig likviditetsrisiko, langsiktig soliditetsrisiko og rentedekning (Knivsflå, 2014). Resultatregnskapet fokuseres rundt hvorvidt årsresultatet er positivt eller negativt. Investorers hovedformål er å avgjøre i hvilken grad en investering er lønnsom eller ikke og fokuset til investorene vil derfor være på inntjeningen til egenkapitalen og ulike rentabiliteter. For å gjøre oppstillingene mer investororientert og bedre egnet for investeringsanalyser må man omgruppere regnskapene.

Omgrupperingen tar sikte på å gjøre regnskapene bedre egnet for investororientert regnskapsanalyse samtidig som kreditors- og investors risikofokus også er ivaretatt. De omgrupperte regnskapene vil ha større fokus på normalisert verdiskapning og kildene til verdiskapningen, samt fordelingen av denne mellom investor og kreditor. Omgrupperingen av resultatregnskapet skjer gjennom fire steg; identifisering av dirty surplus og utregning av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, skille mellom normale og unormale regnskapsposter, skille de ulike regnskapspostene mellom drift og finans og fordele skattekostnaden mellom de ulike delene.

Steg 1: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

For å kunne finne det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen må vi identifisere om det finnes dirty surplus. Dirty surplus er føring direkte mot egenkapitalen og skal etter IFRS-reglene ikke forekomme da slike føringer skal rapporteres mot egenkapitalposten andre inntekter og kostnader (other comprehensive income). I følge Knivsflå (2014) kan slike føringer allikevel forekomme som følge av emisjonskostnader, justeringer eller prinsippendringer. Etter NGAAP er dirty surplus brudd på regnskapslovens kongruensprinsipp om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Det finnes imidlertid unntak fra disse reglene slik at dirty surplus ikke er uvanlig for bedrifter som fører regnskapene etter NGAAP.

Endringen mellom inngående og utgående egenkapital for et år skal være lik totalresultatet minus eventuelt betalt utbytte, pluss eventuelle kapitalinnskudd til egenkapitalen. Ved hjelp av denne sammenhengen kan dirty surplus regnes ut residualt.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EK 01.01	107 075	202 781	159 210	157 616	167 011	197 173	128 740
+ Totalresultat	-3 811	-39 396	-47 348	9 469	30 163	48 054	69 081
- Betalt utbytte	0	0	0	0	0	0	0
+ Netto kapitalinnskudd	99 517	-4 043	45 754	0	0	-116 489	0
+ Dirty surplus	0	-132	0	-74	-1	2	-2
= EK 31.12	202 781	159 210	157 616	167 011	197 173	128 740	197 819

Figur 9.3: Utrekning av dirty surplus.

Ved bruk av sammenhengen identifiseres det dirty surplus i flere av årene. Dirty surplus i 2008 skyldes høyst sannsynlig justeringer i forbindelse med innfusjoneringen av Bjørge Norcoat, mens det i 2010 sannsynligvis skyldes skifte av regnskapsprinsipper fra NGAAP til IFRS. Det lille avviket som er identifisert i årene 2011-2013 skyldes trolig "avrundingsfeil" da regnskapstallene i årsrapportene til Beerenberg Holding er oppgitt i hele tusen. Man vil derfor kunne oppleve små avvik når man summerer sammen de ulike størrelsene.

Når man nå har identifisert dirty surplus for de ulike årene har man alt man trenger for å regne ut det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rapportert årsresultat	-3 811	-39 396	-48 541	9 571	30 694	47 166	71 442
+ Annet fullstendig resultat	0	0	1 193	-102	-531	888	-2 361
+ Dirty surplus	0	-132	0	-74	-1	2	-2
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-3 811	-39 528	-47 348	9 395	30 162	48 056	69 079

Figur 9.4: Utrekning av fullstendig nettoresultat til egenkapital, FNR.

Steg 2: Skille ut unormale regnskapsposter

Unormale poster som er lite relevante for fremtiden og fremtidsbudsjetteringen må skilles ut. En unormal post er poster som dukker opp en eller få ganger over analyseperioden som for eksempel gevinst knyttet til salg av maskiner eller store nedskrivninger. Det kan også være poster som er ustabile uten trend som man forventer vil være null, som for eksempel gevinst eller tap på valuta. Dette er alle poster som må skilles ut for at vi skal få et så riktig bilde av den underliggende driften som mulig (Knivsflå, 2014).

Unormale regnskapsposter	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gevinst / tap ved salg av anleggsmidler	-43	0	0	-166	-1 856	17	236
+ Engangssummer pensjonsordning	0	0	0	8 418	-1 580	-1 620	-1 481
- Nedskrivning eiendom, anlegg og utstyr	0	0	0	0	0	0	18 981
- Nedskrivning immaterielle eiendeler	0	0	66 286	0	0	0	18 357
+ Valutagevinst (realisert og urealisert)	0	0	738	792	417	1 580	1 805
- Valutatap (realisert og urealisert)	0	0	4 672	3 797	298	3 777	-219
+ Andre inntekter og kostnader	0	0	1 211	-102	-531	888	-1 592
+ Korreksjon av tidligere års skattekostnad	122	-67	378	0	6 087	0	-5 952
= Resultat unormale regnskapsposter	79	-67	-68 631	5 145	2 239	-2 912	-44 103

Figur 9.5: Unormale regnskapsposter.

Gevinst og tap ved salg av anleggsmidler er ikke en del av den normale driften som er relevant for fremtidsanalysen og skilles dermed ut som en unormal regnskapspost. Engangssummer pensjonsordning er kostnader (og en innbetaling) knyttet til avregning i forbindelse med underdekning av AFP ved skifte av pensjonsordning. Av notene til selskapets åreregnskaper kan man lese at underdekningen skal dekkes inn innen 2015 og den klassifiseres derfor som en unormal kostnad da den ikke vil være relevant for fremtidsanalysen. Nedskrivning av både materielle og immaterielle eiendeler må skilles ut da disse postene påvirker det normale driftsresultatet i stor grad i nevnte år. Andre inntekter og kostnader, som består av omregningsdifferanser, samt valutagevinst og –tap skilles også ut som unormale kostnader. Korreksjon av tidligere års skattekostnad er korreksjoner som må betraktes som unormale.

Steg 3: Fordeling mellom drifts- og finansposter

Et av hovedmålene med omgrupperingen er å synliggjøre verdiskapningen og kildene til denne. Ved å skille mellom drifts- og finansposter vil man kunne se hvordan driften og finansieringen påvirker verdiskapningen i selskapet.

Å skille mellom drifts- og finansposter i resultatregnskapet byr på få problemer da alle postene gir seg selv. Alle poster, med unntak av finansinntekt og –kostnad klassifiseres som driftsposter. Mens finansinntekt og kostnad, som består av ulike renteinntekter og -kostnader, betraktes som finansposter. Når det gjelder de unormale postene er valutagevinst

og –tap, samt andre inntekter og kostnader (omregningsdifferanser) alle poster som skyldes handel og omregning av valuta og er derfor klassifisert som finansposter. Korreksjon av tidligere års skattekostnad betegnes som en unormal skattekostnad og inngår dermed i unormalt netto finansresultat. De resterende unormale postene er alle relatert til driften og klassifiseres naturligvis som unormale driftsposter.

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Den rapporterte skattekostnaden må fordels mellom drift og finans, samt normale og unormale poster. Driftskattesatsen er skattesatsen til det normale driftsresultatet og beregnes etter følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - (f_{SS_{FI}} * FI) + (f_{SS_{FK}} * FK) - (f_{SS_{UFR}} * UFR)}{DR + UDR}$$

Figur 9.6: Formel for beregning av driftskattesatsen *dss*, hvor *NSK* er rapportert skattekostnad, *FI* og *FK* er normale finansinntekter og -kostnader, *UFR* er unormalt finansresultat, *DR* og *UDR* er driftsresultat og unormalt driftsresultat, og *fss* er finansskattesatsen til hhv. *FI*, *FK* og *UFR*.

For alle år utenom 2007 og 2008 er det spesifisert i årsrapportene hvilke deler av finansresultatet som er realisert og ikke realisert. Realisasjonsprinsippet går ut på at det bare er den realiserte delene av finansresultatet som skal skatlegges med den norske selskapskattesatsen på 28% (Knivsfå, 2014). På bakgrunn av dette har jeg antatt at 50% av finansresultatet er realisert for de nevnte årene slik at gjennomsnittskattesats for finansinntekt er 14% i 2007 og 2008. Samlet gir utregningen av driftskattesatsen for de ulike årene en median driftskattesats på 26,28%. Resultatet ligger tett under den generelle skattesatsen på 28% og synes rimelig. Jeg har valgt å benytte medianen som normalisert driftskattesats (*ndss*) da medianen ser bort fra ekstreme skattesatser for enkelte år. Den normaliserte driftskattesatsen representerer skattesatsen som benyttes på det normale driftsresultatet over analyseperioden. Avvik mellom *ndss* og *dss* for enkelte år blir betraktet som unormal skatt på normalt driftsresultat.

Fordeling av skattekostnad	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
+ Normal driftsskattekostnad	10 689	-905	11 595	14 081	22 416	31 749	44 995
+ Skatt på finansinntekt	190	682	895	70	91	285	277
+ Skatt på finanskostnad	11 444	14 237	11 791	10 177	11 141	14 111	14 549
+ Skatt på unormalt driftsresultat	-18	0	-17 422	3 179	-733	-464	-9 391
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	6 547	8 698	0	6 557	-4 225	3 201	-3 327
+ Unormal skattekostnad	122	-67	378	0	6 087	0	-5 952
+ Skatt på unormalt finansresultat	190	682	-129	-559	-683	-200	87
= Fordelt skattekostnad	6 275	-5 147	-16 473	13 151	11 812	20 460	12 141
- Rapportert skattekostnad	6 275	-5 147	-16 473	13 151	11 812	20 460	12 141
= Differanse	0	0	0	0	0	0	0

Figur 9.7: Fordeling av skattekostnad.

Omgruppert resultatregnskap

Etter å ha identifisert dirty surplus, beregnet fullstendig netto resultat til egenkapitalen, skilt ut unormale poster, fordelt postene mellom drift og finans og fordelt den rapporterte skattekostnaden kan det omgrupperte resultatregnskapet utarbeides.

	Symbol	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter		1 380 361	1 543 909	1 460 864	1 432 075	1 417 601	1 436 294	1 926 939
+ Annen driftsinntekt		6 608	556	0	0	0	0	0
- Materialer, varer og tjenester		133 342	75 217	104 348	93 804	76 098	81 321	98 279
- Lønn og andre sosiale tjenester		898 863	1 062 134	935 024	962 719	969 912	968 748	1 330 119
- Annen driftskostnad		244 061	327 520	317 468	280 181	240 848	212 618	274 945
- Avskrivning og amortisering		70 035	83 038	59 906	41 797	45 457	52 812	52 401
= Driftsresultat		40 668	-3 443	44 117	53 574	85 286	120 796	171 195
- Driftsrelatert skattekostnad - normalisert		10 689	-905	11 595	14 081	22 416	31 749	44 995
= Netto driftsresultat	NDR	29 979	-2 538	32 522	39 493	62 870	89 047	126 200
+ Netto finansinntekter	NFI	2 330	8 382	2 303	179	234	733	713
= Netto resultat til sysselsatt kapital	NRS	32 309	5 844	34 825	39 672	63 104	89 780	126 913
- Netto finanskostnad	NFK	29 426	36 610	30 318	26 169	28 648	36 284	37 411
= Netto resultat til egenkapital	NRE	2 882	-30 766	4 506	13 503	34 457	53 496	89 502
+ Unormalt netto driftsresultat	UDR	-6 693	-8 762	-49 242	-1 558	-4 566	-4 338	-19 915
+ Unormalt netto finansresultat	UFR	0	0	-2 612	-2 550	271	-1 102	-507
= Fullstendig netto resultat til egenkapital	FNR	-3 811	-39 528	-47 348	9 395	30 162	48 056	69 079
- Netto betalt utbytte	NBU	99 517	-4 043	45 754	0	0	-116 489	0
= Endring i egenkapital		95 706	-43 571	-1 594	9 395	30 162	-68 433	69 079

Figur 9.8: Omgruppert resultatregnskap for Beerenberg i perioden 2007-2013.

9.3 Omgruppering av balanse

På samme måte som resultatet er omgruppert for å tilfredsstille krav til investororientert analyse må også balansen omgrupperes. Den rapporterte balansen er gruppert etter eiendelenes likviditet og forfallstidspunktet til gjelden og forpliktelsene. Ved å omgruppere balansen til å skille mellom drift og finans for eiendeler og gjeld vil man hver balansestørrelse få sitt eget resultat fra det omgrupperte resultatregnskapet.

Omgrupperingen av balansen skjer gjennom fire steg; utbytte inkluderes i egenkapitalen, skille mellom drift- og finansposter, finne sysselsatt kapital og netto driftskapital.

Steg 1: Utbytte inkluderes i egenkapital

Etter NGAAP føres avsetning til utbytte som en kortsiktig gjeldspost. For en investor vil ikke utbytte være gjeld, da utbytte i praksis er utbetaling av egenkapital. Det er derfor nødvendig å omgruppere utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. For regnskap ført etter IFRS er avsetninger til utbytte inkludert i egenkapitalen slik at slik at det ikke er behov for endringer (Knivsflå, 2014).

Da Beerenberg ikke har hatt avsetninger til utbytte i årene hvor regnskapene ble ført etter NGAAP slipper man å gjøre noen omgrupperinger av utbytte til egenkapital.

Steg 2: Skille mellom drift og finans

På samme måte som det i resultatregnskapet ble skilt mellom drifts- og finansposter må balansen omgrupperes etter samme prinsipper for å bli mer investororientert. For at informasjonen til regnskapsanalysen skal bli korrekt er det viktig at det er konsistens mellom regnskap og balanse, slik at inntektene fra en driftseiendel er klassifisert som drift i resultatregnskapet og inntekter/kostnader fra finansielle elementer i balansen er klassifisert som finans i regnskapet (Knivsflå, 2014). Hvordan det skilles mellom drift og finans kan ses i figuren under.

Opprinnelig balanse		Omgruppert balanse	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Anleggsmidler	Egenkapital	Driftsrelaterte anleggsmidler	Egenkapital
	Kortsiktig gjeld	Driftsrelaterte omløpsmidler	Langsiktig driftsrelatert gjeld
Kortsiktig driftsrelatert gjeld			
Omløpsmidler	Langsiktig gjeld	Finansielle anleggsmidler	Langsiktig finansiell gjeld
		Finansielle omløpsmidler	Kortsiktig finansiell gjeld

Figur 9.9: Omgruppering av balansen fra kreditorientert til investororientert analyse.

Eiendeler som inngår i selskapets drift er å regne som driftsrelaterte eiendeler, mens de resterende eiendelene klassifiseres som finansielle eiendeler. Driftsrelaterte anleggsmidler består av immaterielle eiendeler, goodwill, utsatt skattefordel, eiendom, anlegg og utstyr samt investering i datterselskap. Investering i datterselskap klassifiseres som en driftsrelatert eiendel da det er en strategisk langsiktig investering hvor inntektene inngår i selskapets driftsresultat. Varer, kundefordringer og opptjent ikke fakturerte inntekter er omløpsmidler som inngår i selskapets drift og er derfor å regne som driftsrelaterte omløpsmidler. Lån til foretak i samme konsern og langsiktige fordringer, som består av lån til aksjonærer og

ansatte, regnes begge som finansielle anleggsmidler da inntektene regnes som finansinntekt og fordringene er av en ren finansiell karakter. Finansielle omløpsmidler består av andre fordringer og bankinnskudd, kontanter og lignende. Andre fordringer regnes som finansielle omløpsmidler av samme begrunnelse som de langsiktige fordringene da disse for det meste består av fordringer til aksjonærer, ansatte og andre finansielle fordringer. Når det gjelder bankinnskudd, kontanter og lignende er det slik at en virksomhet må ha likvide midler for å gjennomføre driften. Derfor er bankinnskudd i prinsippet å regne som en driftsrelatert eiendel hvor det kun er eventuell overskuddslikviditet som skal klassifiseres som en finansiell eiendel. En vil her ha problemer med hvordan en skal fordele bankinnskuddet mellom drift og finans, samt hvordan renteinntektene skal fordeles mellom drifts- og finansinntekt. Ifølge Knivsflå (2014) er den praktiske løsningen på problemet å regne alle de likvide midlene som finansielle eiendeler slik at man slipper fordelingsproblematikken. På bakgrunn av dette er bankinnskudd, kontanter og lignende i sin helhet regnet som finansiell eiendeler.

Når det kommer til gjelden regner man ofte rentebærende gjeld som finansiell og ikke-rentebærende gjeld som driftsrelatert. Den driftsrelaterte langsiktige gjelden består av pensjonsforpliktelser, forpliktelser ved utsatt skatt og andre langsiktige forpliktelser som alle direkte er knyttet til virksomhetens drift. Andre langsiktige forpliktelser består i sin helhet av avsetninger for garantiforpliktelser relatert til vedlikeholdskontrakter. Leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld regnes som driftsrelaterte kortsiktig gjeld. Annen kortsiktig gjeld er opptjente feriepenge og ulike prosjektavsetninger. Øvrig langsiktig gjeld er rentebærende gjeld til aksjonærer, mens rentebærende gjeld er banklån. Begge er rentebærende og regnes derfor som finansiell langsiktig gjeld. Selskapets kortsiktige gjeld til kredittinstitusjoner er følgelig regnet som kortsiktig finansiell gjeld.

Omgruppert balanse	Symbol	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Immatrielle eiendeler		214 706	183 504	115 281	124 735	114 654	104 986	64 343
Goodwill		423 951	401 253	453 956	453 956	453 956	453 956	595 582
Utsatt skattefordel		2 795	0	0	0	0	0	0
Eiendom, anlegg og utstyr		117 510	146 931	144 997	168 542	185 918	187 229	170 320
Invetering i datterselskap		206	206	0	0	0	0	0
Sum driftsrelaterede anleggsmidler	DAM	759 168	731 894	714 234	747 233	754 528	746 171	830 245
Varer		16 366	19 881	32 209	27 809	27 046	34 671	54 286
Kundefordringer		238 903	165 219	105 031	135 411	234 031	148 048	175 808
Opptjent, ikke fakturerte inntekter		60 070	115 948	121 049	108 269	104 085	127 269	165 017
Sum driftsrelaterede omløpsmidler	DOM	315 339	301 048	258 289	271 489	365 162	309 988	395 111
Sum driftseiendeler	DE	1 074 507	1 032 942	972 523	1 018 722	1 119 690	1 056 159	1 225 356
Lån til foretak i samme konsern		0	0	0	0	0	0	8 594
Langsiktige fordringer		2 385	3 725	7 190	9 378	9 035	5 013	0
Sum finansielle anleggsmidler	FAM	2 385	3 725	7 190	9 378	9 035	5 013	8 594
Andre fordringer		27 925	74 325	39 623	15 067	24 819	27 663	27 804
Bankinnskudd, kontanter og lignende		30 417	4 655	2 036	10 758	1 676	25 791	71 729
Sum finansielle omløpsmidler	FOM	58 342	78 980	41 659	25 825	26 495	53 454	99 533
Sum finansielle eiendeler	FE	60 727	82 705	48 849	35 203	35 530	58 467	108 127
Sum eiendeler (totale eiendeler)	TE	1 135 234	1 115 647	1 021 372	1 053 925	1 155 220	1 114 626	1 333 483
Aksjekapital		19 423	19 423	58 268	58 268	58 268	58 268	58 268
Innskutt annen egenkapital		180 839	180 839	141 994	141 994	141 994	0	0
Egne aksjer		0	-130	-130	-27	-27	-27	-27
Annem egenkapital		2 519	-40 922	-42 516	-33 224	-3 062	70 499	139 578
Sum egenkapital	EK	202 781	159 210	157 616	167 011	197 173	128 740	197 819
Pensjonsforpliktelser		0	0	22 877	16 877	15 294	7 370	7 968
Forpliktelser ved utsatt skatt		61 196	52 086	21 773	25 008	25 098	24 529	14 120
Andre langsiktige forpliktelser		10 958	12 589	12 589	3 559	3 500	3 500	3 500
Sum langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	72 154	64 675	57 239	45 444	43 892	35 399	25 588
Leverandørgjeld		84 528	117 886	87 029	159 110	143 666	104 457	71 326
Betalbar skatt		12 152	648	4 669	9 467	12 001	21 918	28 503
Skyldige offentlige avgifter		47 143	72 023	51 841	43 962	39 816	48 476	72 084
Annem kortsiktig gjeld		136 205	145 737	122 808	122 760	154 859	118 914	204 463
Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	280 028	336 294	266 347	335 299	350 342	293 765	376 376
Sum driftsrelatert gjeld	DG	352 182	400 969	323 587	380 743	394 234	329 164	401 964
Rentebærende langsiktig gjeld		411 471	400 179	309 186	287 843	262 028	583 386	547 546
Rentebærende langsiktig gjeld - Holdco II		0	0	0	0	0	0	141 626
Øvrig langsiktig gjeld		139 657	147 913	157 529	167 766	178 670	0	768
Sum langsiktig finansiell gjeld	LFG	551 128	548 092	466 715	455 609	440 698	583 386	689 940
Gjeld til kredittinstitusjoner		29 143	7 376	73 454	50 562	123 115	73 336	43 760
Sum kortsiktig finansiell gjeld	KFG	29 143	7 376	73 454	50 562	123 115	73 336	43 760
Sum finansiell gjeld	FG	580 271	555 468	540 169	506 171	563 813	656 722	733 700
Sum gjeld		932 453	956 437	863 756	886 914	958 047	985 886	1 135 664
Sum egenkapital og gjeld (total kapital)	TK	1 135 234	1 115 647	1 021 372	1 053 925	1 155 220	1 114 626	1 333 483

Figur 9.10: Omgruppert balanse for Beerenberg i perioden 2007-2013.

Steg 3: Sysselsatt kapital

Problemet med den omgrupperte totalbalansen fra steg 2 er at den ikke gir et godt bilde av investert kapital da totalkapitalen inneholder driftsrelatert gjeld. Driftsrelatert gjeld er ikke sysselsatt, men en naturlig del av driftssyklusen og den bør derfor behandles som en korleksjon av driftseiendelene (Knivsfå, 2014). Ved å heller ta utgangspunkt i sysselsatt kapital vil man få et bedre bilde av investert kapital. For å finne selskapets sysselsatte balanse må man først beregne netto driftsrelaterede anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital.

	Symbol	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sum driftsrelaterede anleggsmidler	DAM	759 168	731 894	714 234	747 233	754 528	746 171	830 245
- Sum langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	72 154	64 675	57 239	45 444	43 892	35 399	25 588
= Netto driftsrelaterede anleggsmidler	NAM	687 014	667 219	656 995	701 789	710 636	710 772	804 657
Sum driftsrelaterede omløpsmidler	DOM	315 339	301 048	258 289	271 489	365 162	309 988	395 111
- Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	280 028	336 294	266 347	335 299	350 342	293 765	376 376
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	35 311	-35 246	-8 058	-63 810	14 820	16 223	18 735

Figur 9.11: Utregning av netto driftsrelaterede anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital.

Netto driftsrelaterte anleggsmidler er et mål på virksomhetens netto investering i driftsrelatert infrastruktur. Hvor mye kapital som bindes opp i driftssyklusen blir synliggjort gjennom driftsrelatert arbeidskapital. Negativ driftsrelatert arbeidskapital innebærer at driftssyklusen blir finansiert av leverandører.

Sysselsatt kapital er den innskutte kapitalen fra eiere og finansielle långivere og kan beregnes ved å trekke fra driftsrelatert gjeld på begge sider av balansen.

Sysselsatt balanse	Symbol	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	687 014	667 219	656 995	701 789	710 636	710 772	804 657
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	35 311	-35 246	-8 058	-63 810	14 820	16 223	18 735
= Netto driftseiendeler	NDE	722 325	631 973	648 936	637 979	725 456	726 995	823 392
+ Sum finansielle eiendeler	FE	60 727	82 705	48 849	35 203	35 530	58 467	108 127
= Sysselsatte eiendeler	SSE	783 052	714 678	697 785	673 182	760 986	785 462	931 519
Sum egenkapital	EK	202 781	159 210	157 616	167 011	197 173	128 740	197 819
+ Sum finansiell gjeld	FG	580 271	555 468	540 169	506 171	563 813	656 722	733 700
= Sysselsatt kapital	SSK	783 052	714 678	697 785	673 182	760 986	785 462	931 519

Figur 9.12: Sysselsatt balanse.

Steg 4: Netto driftskapital

Den beregnede sysselsatte kapitalen inneholder kapital investert i finansielle eiendeler. For å finne ut hvor mye kapital som er investert i selskapets drift beregner man netto driftskapital (Knivsflå, 2014). Ved å trekke fra de finansielle eiendelene på begge sider av balansen vil man sitte igjen med netto driftseiendeler og netto driftskapital.

Netto driftsbalanse	Symbol	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	687 014	667 219	656 995	701 789	710 636	710 772	804 657
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	35 311	-35 246	-8 058	-63 810	14 820	16 223	18 735
Netto driftseiendeler	NDE	722 325	631 973	648 936	637 979	725 456	726 995	823 392
Egenkapital	EK	202 781	159 210	157 616	167 011	197 173	128 740	197 819
Sum finansiell gjeld	FG	580 271	555 468	540 169	506 171	563 813	656 722	733 700
Sum finansielle eiendeler	FE	60 727	82 705	48 849	35 203	35 530	58 467	108 127
Netto finansiell gjeld	NFG	519 544	472 763	491 320	470 968	528 283	598 255	625 573
Netto driftskapital	NDK	722 325	631 973	648 936	637 979	725 456	726 995	823 392

Figur 9.13: Netto driftsbalanse.

Begrepet netto finansiell gjeld er et mål på hvor mye gjeld det er nødvendig å ha for å sikre virksomhetens drift. Dette baserer seg på at finansielle eiendeler er eiendeler som selskapet i prinsippet ikke behøver for å gjennomføre driften. De finansielle eiendelene er dermed likvider som selskapet kan bruke til å betale ned på den finansielle gjelden.

9.4 Målefeil og andre justeringer

Vi kan skille mellom 3 ulike typer målefeil; avvik mellom historisk kost og virkelig verdi, avvik som skyldes dårlig måling av historisk kost etter god regnskapsskikk og kreativ bokføring (Knivsflå, 2014).

Regnskapsføring etter historisk kost kan føre til avvik mellom bokført verdi og eiendelens virkelige verdi, som igjen kan medføre at balanseførte verdier er undervurdert. Dårlig måling etter god regnskapsskikk kan innebære manglende balanseføring av immaterielle eiendeler som kan medføre at egenkapitalrentabiliteten blir overvurdert. Manglende balanseføring kan for eksempel knytte seg til forskning- og utviklingskapital eller merkevarekapital. Kreativ regnskapsføring som er den siste målefeilen er bevisst manipulasjon av regnskapstall og brudd på norsk lov (Knivsflå, 2014).

Når det gjelder de to første typene målefeil kreves det inngående kunnskap om selskapet for å kunne gjøre kvalitative justeringer. Ettersom jeg ikke har god nok kunnskap om den virkelige verdien av Beerenbergs eiendeler velger jeg å ikke gjøre noen justering av verdiene. Mye av eiendelene til Beerenberg er utstyr relativt kort levetid noe som gjør at sannsynligheten for store avvik er mindre enn om det hadde vært store anlegg eller eiendommer med lang levetid. For balanseføring av immaterielle eiendeler som forskning og utvikling er det svært strenge krav etter IFRS. Forskning og utvikling kan ikke balanseføres før man kan sannsynliggjøre at utviklingen vil gi inntekter. Justeringer av denne målefeilen krever stor innsikt i selskapet, og jeg vil på bakgrunn av manglende innsikt ikke gjøre noen endringer. Ettersom selskapet er en seriøs aktør anser jeg det som lite sannsynlig at selskapet bevisst manipulerer regnskapene. I tillegg anser jeg det som sannsynlig at kreativ bokføring eventuelt ville bli oppdaget i "due dilligence" av selskapet i forbindelse med eierskiftene de siste årene. Det kan også argumenteres for at justering av målefeil med dårlig innsikt fører til mer "støy" enn om man bare benytter rapporterte regnskapstall (Knivsflå, 2014).

Jeg har derimot gjort en justering knyttet til langsiktig finansiell gjeld. I forbindelse med at selskapet ble kjøpt av Segulah ble det opprettet et nytt holdingsselskap, Beerenberg Holdco II, over Beerenberg Holding. Av regnskapsnotene for 2013 fremgår det at det er tatt opp gjeld i Holdco II på 141,626 millioner som det er garantert for i Beerenberg ved pantstillelse. Ettersom Holdco II er enda et rent holdingsselskap er det naturlig å anta at gjeldskostnadene vil bli dekket inn gjennom konsernbidrag/utbytte fra Beerenberg. For å få frem den virkelige gjeldsandelen og finanskostnaden i selskapet har jeg derfor valgt å legge gjelden i Holdco II til Beerenberg Holdings langsiktige finansielle gjeld. Av den omgrupperte balansen presentert ovenfor kan gjelden i Holdco II ses spesifisert på en egen linje. Goodwill er økt med tilsvarende verdi i 2013 for å få balanse mellom aktiva og passiva siden i balansen. Justeringen vil ikke få noen praktiske betydninger for den videre verdsettelsen av selskapets egenkapitalverdi annet enn høyere gjeldsgrad og finanskostnader.

10. Risiko

For å kunne evaluere investorenes avkastning er man nødt til å ta hensyn til risikoen forbundet med investeringen. Høy risiko gir utslag i høye avkastningskrav til både egenkapital og finansiell gjeld. Risikoanalysen tar sikte på å analysere ulike forholdstall knyttet selskapets kortsiktige og langsiktige kreditrisiko, og ut ifra disse forholdstallene bestemme Beerenbergs syntetisk rating. Kredittrisikoen er et mål på hvor stor sannsynlighet det er for at selskapet ikke klarer å innfri sine finansielle forpliktelser. Den syntetiske ratingen danner grunnlag for å bestemme hvilken kredittpremie som skal legges til grunn ved beregning av krav til finansiell gjeld.

10.1 Likviditetsanalyse

Den første delen av risikoanalysen går ut på å analysere den kortsiktige kredittrisikoen gjennom likviditeten til selskapet. Hovedpoenget her er å undersøke om selskapet har nok likvide midler til å dekke inn gjeldsrentene etter hvert som de forfaller.

Likviditetsgrad

Ved å beregne likviditetsgraden til Beerenberg vil man få god innsikt i den kortsiktige gjeldsdekningen. Likviditetsgrad 1 beregnes ved å dividere omløpsmidlene på den kortsiktige gjelden.

$$lg1_t = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

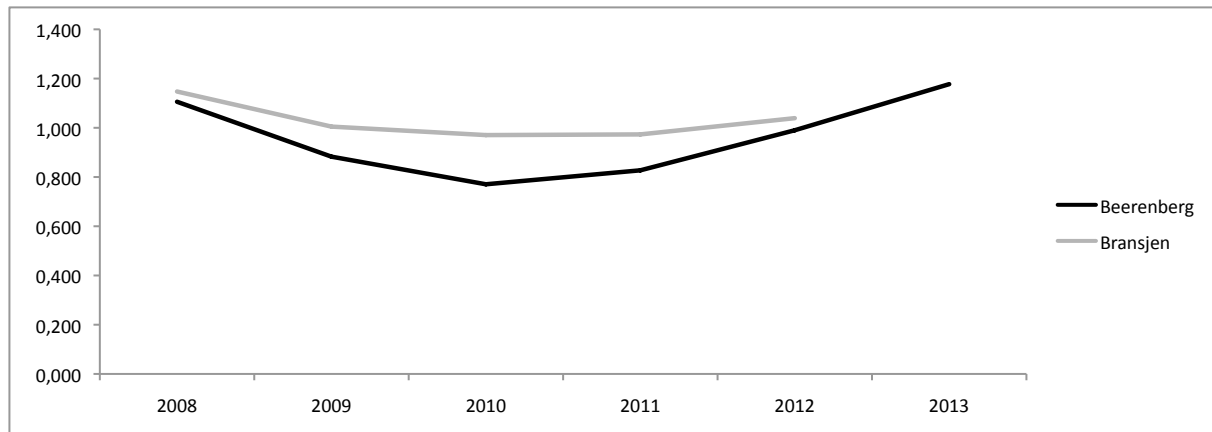
Figur 10.1: Formel for utregning av likviditetsgrad 1, $lg1$

En likviditetsgrad 1 på 1 vil si at bedriften akkurat har nok likvide midler til å dekke inn den kortsiktige gjelden. En gammel tommefingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være på minst to, men den beste sammenligningen er den komparative bransjen, da det ofte vil være store forskjeller mellom ulike bransjer (Knivsflå, 2014).

Likviditetsgrad 1	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Beerenberg	1,106	0,883	0,771	0,827	0,990	1,177	0,959
Bransjen	1,147	1,005	0,970	0,973	1,039		1,027

Figur 10.2: Likviditetsgrad 1 for Beerenberg og bransjen.

I forhold til tommelfingerregelen ser vi at likviditeten i Beerenberg og bransjen forøvrig er relativt dårlig. Både Beerenberg og bransjen har opplevd en svekkelse av likviditetsgrad inn mot midten av analyseperioden. De senere årene har imidlertid Beerenbergs likviditetsgrad økt og nærmet seg bransjesnittet. Ettersom vi ikke har bransjetall for 2013 er det vanskelig å si noe konkret om utvikling siste år, men av trenden de siste årene kan vi trolig regne med at Beerenberg likviditetsgraden har steget over bransjesnittet.



Figur 10.3: Lkviditetsgrad 1.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er et mål på hvor mye renter et selskap kan tåle, og beregnes ved å dividere netto resultat til sysselsatt kapital på netto finanskostnader.

$$rdg_t = \frac{NRS_t}{NFK_t}$$

Figur 10.4: Formel for utregning av rentedekningsgrad, rdg .

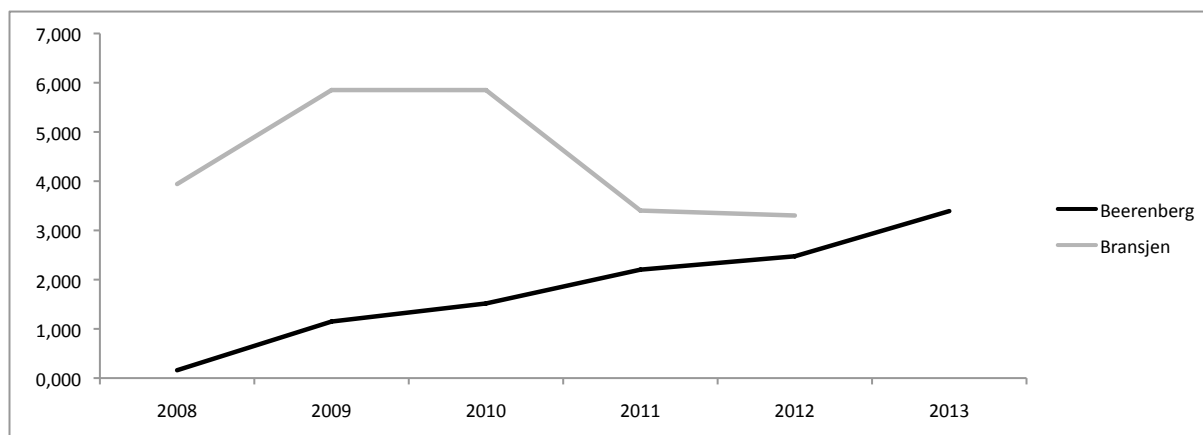
Dersom rentedekningsgraden er lik 1 vil det si at bedriften akkurat har nok til å dekke netto finanskostnader, og resultatet til egenkapitalen er da lik null. Av dette følger det at netto resultat til egenkapital vil være positivt ved rentedekningsgrad over 1. Et problem ved rentedekningsgraden er at det kun tar hensyn til finanskostnadene, og ikke eventuelle avdrag på gjelden.

Rentedekningsgrad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Beerenberg	0,160	1,149	1,516	2,203	2,474	3,392	1,816
Bransjen	3,942	5,851	5,851	3,403	3,303	-	4,470

Figur 10.5: Rentedekningsgrad for Beerenberg og bransjen.

Beerenberg har hatt en klar og positiv trend med økende rentedekningsgrad over hele analyseperioden, fra å være faretruende lav i 2008 til å komme opp på et tilfredsstillende

nivå i 2013. Bransjen har derimot hatt en stikk motsatt utvikling, fra å ligge på et betydelig høyere nivå i starten av analyseperioden til å falle kraftig fra 2010 til 2011.



Figur 10.6: Rentedeckningsgrad.

10.2 Soliditetsanalyse

Likviditetsanalysen som er gjennomført har fokusert på den kortsiktige kredittrisikoen. For å analysere den langsiktige kredittrisikoen må det gjennomføres en soliditetsanalyse. Analysens hovedformål er å kartlegge selskapets soliditetsrisiko som forklarer om virksomheten har ressurser til å stå i mot en lengre periode med tap.

Egenkapitalprosent

Et selskaps egenkapital virker som en buffer mot fremtidige tap da eventuelle tap blir ført mot egenkapitalen og fører til at den reduseres. Gjennom å analysere hvor stor andel egenkapital virksomheten har i forhold til totalkapitalen kan vi si noe om hvor stor denne ”bufferen” er og hvor sårbar selskapet er mot fremtidige tap. Egenkapitalprosenten beregnes ved å dividere egenkapitalen på totalkapitalen.

$$ekp_t = \frac{EK_t}{TK_t}$$

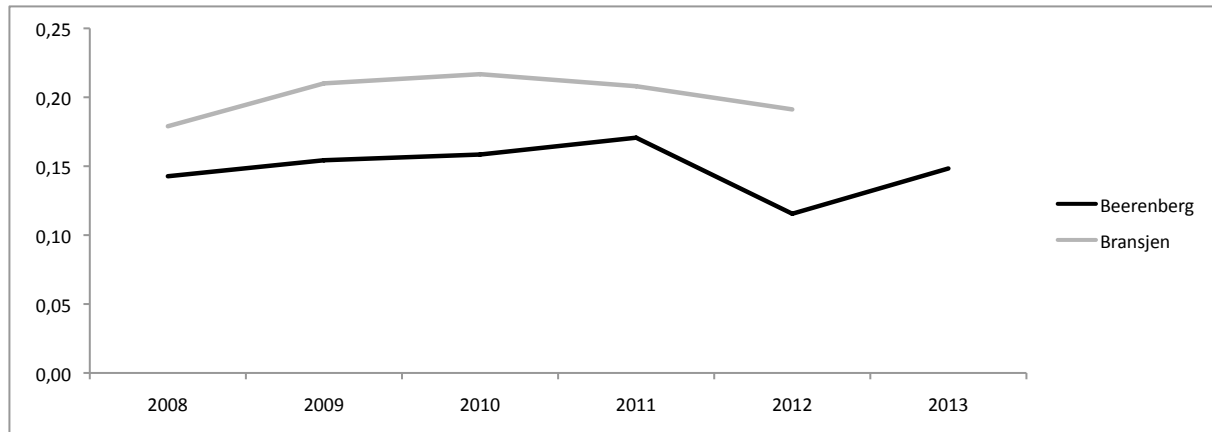
Figur 10.7: Formel for utregning av egenkapitalprosent, ekp .

En egenkapital prosent på 0,5 vil si at selskapet har like mye egenkapital som gjeld. Jo lavere egenkapitalprosenten er jo dårligere vil virksomheten være i stand til å stå imot fremtidige tap og den langsiktige kredittrisikoen vil dermed øke.

Egenkapitalprosent	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Beerenberg	0,143	0,154	0,158	0,171	0,116	0,148	0,148
Bransjen	0,179	0,210	0,217	0,208	0,191		0,201

Figur 10.8: Egenkapitalprosent for Beerenberg og bransjen.

Beerenberg har over hele analyseperioden lavere egenkapitalandel enn bransjen. Tatt i betraktning av selskapet er eid av et privat equity-fond er ikke dette særlig overraskende da slike fond har en tendens til å ha høy gearing. Samlet sett kan vi si at den relative soliditetsrisikoen er høyere i Beerenberg enn i bransjen for øvrig.



Figur 10.9: Egenkapitalprosent.

Netto driftsrentabilitet

Som tidligere nevnt virker egenkapitalen som en buffer mot fremtidige tap. I denne sammenhengen er det derfor viktig å gjøre en analyse av lønnsomheten til selskapet. Dårlig lønnsomhet fører til at det tæres på egenkapitalen og soliditetsrisikoen øker. God lønnsomhet fører derimot til at bufferen bygges opp gjennom positivt nettoresultat til egenkapital. Som mål på lønnsomhet i denne sammenhengen ser man på netto driftsrentabilitet, som beregnes ved å dividere netto driftsresultat på årets gjennomsitt av netto driftseiendeler.

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \frac{NDE_t - NDE_{t-1} - NDR}{2}}$$

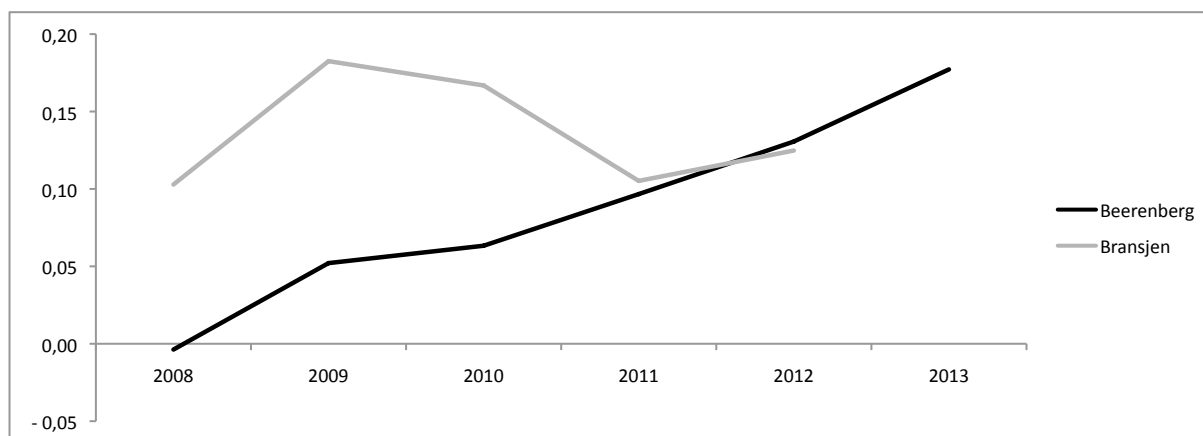
Figur 10.10: Formel for utregning av netto driftsrentabilitet, ndr.

Netto driftsrentabilitet er et mål på selskapets evne til å generere overskudd fra driften og måles i prosent av netto driftseiendeler.

Netto driftsrenatbilitet	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Beerenberg	-0,004	0,052	0,063	0,097	0,131	0,177	0,086
Bransjen	0,103	0,183	0,167	0,105	0,125		0,136

Figur 10.11: Netto driftsrentabilitet for Beerenberg og bransjen.

Beerenberg har hatt en voldsom økning i netto driftsrentabilitet over analyseperioden. Fra å være negativ i 2008 har den steget jevnt opp til 17,7% i 2013. Selskapet har i snitt hatt lavere rentabilitet enn bransjen, men ser man på utviklingen de siste årene har Beerenberg hatt en klart bedre utvikling i netto driftsrentabilitet. Den gode lønnsomheten betyr at selskapet generer overskudd og bidrar dermed til at den langsiktige kredittrisikoen senkes.



Figur 10.12: Netto driftsrentabilitet.

10.3 Syntetisk rating

Det finnes profesjonelle aktører som Standard & Poor, Moody's og Fitch Ratings som har spesialisert seg på å lage kredittrateringer på selskaper. Da fremgangsmåten disse bruker for å beregne et selskaps rating ikke er offentlig har jeg benyttet meg av en metode utarbeidet av Knivsflå (2014) som blir brukt i kurset BUS440 ved NHH. Ratingen bygger på samme prinsipper som fra de profesjonelle aktørene. På bakgrunn av de fire forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsmargin kan det estimeres en samlet rating for hvert år. Ratingen er en oppsummering av den samlede kredittrisikoen til selskapet. Tabellen nedenfor viser grensene som er satt for hvert forholdstall og karakter. Tallet mellom ratingene angir skillet mellom to ratinger. I tillegg til er det angitt sannsynlighet for konkurs ett år frem i tid og kredittrisikopremien for langsiktig gjeld for de ulike ratingklassene.

Rating	lg1	rdg	ekp	ndr	p (konkurs)	krp
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0000	0,006
	8,900	11,600	0,895	0,308		
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0002	0,008
	4,600	4,825	0,755	0,216		
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0008	0,010
	2,350	2,755	0,550	0,131		
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0026	0,014
	1,450	1,690	0,380	0,082		
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0097	0,031
	1,050	1,060	0,270	0,054		
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0493	0,044
	0,750	0,485	0,175	0,026		
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261	0,083
	0,550	-0,345	0,105	-0,002		
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,2796	0,149
	0,450	-1,170	0,030	-0,030		
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,5099	0,214
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058		
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,8554	0,280

Figur 10.13: Syntetisk rating for likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsmargin, samt sannsynlighet for konkurs ett år frem i tid og lang kreditrisikopremie for tilhørende rating. Verdiene mellom de ulike ratingene angir grenseverdien. (Kilde: Knivsfå, 2014).

Ved utregning av rating er de fire forholdstallene vektet likt, mens det er for utregning av den vektete gjennomsnittsratingen er benyttet følgende vekter:

Vekting	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beerenberg	0,05	0,10	0,15	0,20	0,25	0,25
Bransjen	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	

Figur 10.14: Vekting for utregning av vektet gjennomsnittsrating for Beerenberg og bransjen.

Syntetisk rating	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet gjennomsnittsrating
Likviditetsgrad 1	BB	B	B	B	B	BB	
Rentedekningsgrad	CCC	BB	BB	BBB	BBB	AA	
Egenkapitalprosent	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	
Netto driftsrentabilitet	CC	BB	BBB	BBB	A	AA	
Rating Beerenberg	CCC+	B+	BB-	BB	BB	BBB	

Figur 10.15: Syntetisk rating for Beerenberg.

Syntetisk rating	2008	2009	2010	2011	2012	Vektet gjennomsnittsrating
Likviditetsgrad 1	BB	B	B	B	B	
Rentedekningsgrad	A	AA	AA	AA	A	
Egenkapitalprosent	B	B	B	B	B	
Netto driftsrentabilitet	BBB	A	A	BBB	BBB	
Rating bransjen	BB+	BBB-	BBB-	BB+	BB	

Figur 10.16: Syntetisk rating for bransjen.

Beerenberg oppnår en samlet gjennomsnittsrating på BB, og klassifiseres dermed i det øverste sjiktet av "speculative grade". Konkursrisikoen ett år frem i tid er relativt liten og rundt 0,26%. Vi ser at de har hatt en stigende trend i alle variablene over analyseperioden utenom egenkapitalandel. Over hele perioden ligger egenkapitalandelen på CCC-nivå noe som gjør bedriften sårbar for tap over flere perioder og dermed øker kreditrisikopremien de må betale for finansiell gjeld. Selskapet ligger noe under gjennomsnittsratingen til bransjen og årsaken til dette er i stor grad knyttet til den nevnte egenkapitalandelen.

11. Historiske kapitalkrav

For å kunne analysere selskapets lønnsomhet er vi nødt å ha noe å måle det mot, og det er her kapitalkrav kommer inn. En rentabilitet forklarer lite alene dersom man ikke har et kapitalkrav å sammenligne den med. Investorer krever avkastning som svarer til risikoen forbundet med investering. Gjennom å beregne ulike risikjusterte kapitalkrav vil man dermed kunne sammenligne Beerenbergs rentabiliteter mot tilhørende krav.

11.1 Kapitalverdimodellen

En av de mest brukte modellene for å beregne forventet avkastning er CAPM-modellen. Modellen uttrykker sammenhengen mellom en aksjes forventede avkastning, risikofri rente og forventet markedsavkastning. Ettersom kravet til egenkapital er lik forventet avkastning kan modellen uttrykkes på følgende form:

$$ekk = r_f + [\beta_{EK} * (r_m - r_f)]$$

Figur 11.1: Kapitalverdimodellen, CAPM.

Kravet til egenkapital er lik risikofri rente pluss egenkapitalbetaen ganger markedets meravkastning. Egenkapitalbetaen viser relativ svingning i forhold til markedet og er et mål på risiko (DeMarzo & Berk, 2011). Ettersom det omgrupperte regnskapet er normalisert må også den risikofrie renten og markedspremien normaliseres. Da Beerenberg er et privateid selskap må det også legges til en likviditetspremie (ilp). Dersom en investor har valget mellom to ulike aktiva med samme avkastning og risiko vil han velge den som er mest likvid. For å kompensere for det er det vanlig at det legges til en illikviditetspremie. Egenkapitalkravet kan da uttrykkes på følgende måte:

$$ekk = [r_f * (1 - s)] + (\beta_{EK} * mrp) + ilp$$

$$mrp = (r_m - r_f) * (1 - s)$$

Figur 11.2: Egenkapitalkrav etter skatt med illikviditetspremie og markedets risikopremie etter skatt.

For å kunne beregne avkastningskravet til egenkapitalen trenger vi å finne egenkapitalbetaen, risikofri rente, markedspremien og likviditetspremien.

Risikofri rente

Den risikofrie renten ligger til grunn i alle kapitalkrav. Renten er ikke observerbar da ingen plasseringer er helt risikofrie. For å beregne den risikofrie renten tar jeg utgangspunkt i effektiv NIBOR 3M gjennomsnittrente i hvert av årene i analyseperioden (Norges Bank, 2014a). NIBOR 3M er renten bankene betaler for interbanklån med løpetid på tre måneder. Ved å trekke fra kredittrisikopremien mellom bankene får man da et estimat på den underliggende risikofrie renten før skatt. Det er her antatt at bankene har en gjennomsnittsrating på AA med en kredittrisikopremie på 0,6%. Etter fratrukk for skatt finner man den risikofrie renten etter skatt.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Rating bank	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR 3M - effektiv	0,065	0,025	0,026	0,030	0,023	0,018	0,031
- Kredittrisikopremie bank	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,059	0,019	0,020	0,024	0,017	0,012	0,025
- 28% skatt	0,016	0,005	0,005	0,007	0,005	0,003	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,042	0,014	0,014	0,017	0,012	0,009	0,018

Figur 11.3: Risikofri rente etter skatt. Effektiv NIBOR 3M rente er hentet fra Norges Bank, 2014a.

Vi observerer at den risikofrie renten etter skatt har vært svært lav over analyseperioden med unntak av 2008. Grunnen til dette skyldes finanskrisen som slo inn over finansmarkedene og verdens realøkonomi fra 2008.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den normaliserte meravkastningen man får utover risikofri rente på kapitalplasseringer i markedsporteføljen. På generell basis vil en lang tidshorisont ved beregning av markedets risikopremie føre til mindre estimeringsfeil da risikopremien har en tendens til å variere mye avhengig av hvilken analyseperiode som velges (Knivsflå, 2014). Etersom vi i regnskapsanalysen er interessert i å analysere investorenes meravkastning over analyseperioden vil det være hensiktsmessig å også ta hensyn til eventuelle avvik mellom risikopremien beregnet på en lang- og kort tidsperiode. Av denne grunn kan det være fordelaktig å bruke et vektet snitt av risikopremiene beregnet med ulik tidshorisont.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Årlig risikopremie 95-t	0,029	0,039	0,044	0,040	0,042	0,045	0,040
Vekt 95-t	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Årlig risikopremie 58-t	0,053	0,063	0,066	0,061	0,062	0,065	0,062
Vekt 58-t	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Løpende risikopremie	0,047	0,057	0,061	0,056	0,057	0,060	0,056

Figur 11.4: Markedets risikopremie etter skatt. (Kilde: Knivsflå, 2014)

Metoden og datagrunnlag for beregning av markedetsrisikopremie er hentet fra Knivsflås (2014) forelesninger i faget regnskapsanalyse og verdsettelse ved NHH. Risikopremien er

beregnet som avkastningen fra Oslo børs etter skatt, hvor de 10% høyeste og laveste verdiene er tatt bort. Videre er risikofri rente etter skatt trukket fra for å finne den normaliserte meravkastningen. Beregningene er gjort både for en tidsperioden 1958-2013 og 1995-2013. Løpende risikopremie er funnet ved å vekte den kortsiktige og langsiktige premien med henholdsvis $\frac{1}{4}$ og $\frac{3}{4}$. Vi ser at gjennomsnittlig risikopremie er 5,6%, mens den årlige premien gjennom analyseperioden har variert noe.

Illikviditetspremie

Illikviditetspremien er en ekstra premie til investoren for å kompensere for at investeringen har lavere likviditet enn andre sammenlignbare markedsinvesteringer.

Ulik forskning og empiriske undersøkelser er gjennomført rundt temaet og de fleste resultatene viser store variasjoner i illikviditetspremiene avhengig av perioden som er analysert, den generelle likviditeten i aksjemarkedet og investeringenes egenskaper. En studie gjennomført ved å se på venture capital-investorers avkastning i perioden 1984-2004 har vist at de i gjennomsnitt har hatt 4% høyere avkastning enn børsnoterte aksjer. Meravkastningen i forhold til aksjemarkedet kan tilskrives likviditetsforskjellen mellom aktivaene og legges til som en illikviditetspremie for ikke-børsnoterte selskaper. (Damodaran, 2005). Ljungquist og Richardson (2003) ved Stern School of Business har undersøkt meravkastningen til private equity-investeringer og funnet ut at den er 5-8% relativt til aksjemarkedet. Ljungquist og Richardson mener dette er et tegn på premien investorer får for å holde lite likvide investeringer, noe som også støttes av Damodaran (2006).

Jeg har valgt å benytte en illikviditetspremie på 5%, en premie som ligger omtrent midt på treet hva overnevnte empiriske undersøkelser har vist. Nevnte undersøkelser er gjennomført på det amerikanske markedet, men jeg ser det som lite sannsynlig at illikviditetspremien i Norge avviker mye fra USA. Det er gjennomført lite forskning på dette på det Norske markedet slik at den amerikanske forskningen er det beste man kan støtte seg på når det kommer til å bestemme illikviditetspremien.

Kapitalstørrelser

Ved beregning av beta, krav og rentabiliteter er det viktig at kapitalstørrelsene er regnet ut konsistent. Bruk av forskjellige kapitalstørrelser mellom analysene vil gi feil resultater. Jeg har valgt å bruke gjennomsnittskapital som forutsetter at endringen i kapital skjer midt i året.

Ettersom vi ikke har inngående kunnskap om når kapitalendringen skjer er midt i året beste estimat. Kapitalstørrelsene som blir bruk i vektene er regnet derfor regnet ut på følgende måte:

$$Kapital = \text{Inngående kapital} + \frac{\Delta \text{Kapital i året} + \text{Normalisert nettoresultat til kapital}}{2}$$

Figur 11.5: Beregning av gjennomsnittskapital.

De beregnede kapitalstørrelsene vil bli brukt ved utregning av betaverdier, krav, rentabiliteter og strategisk fordel, mens det i verdsettelseskapittelet vil de bli brukt andre vekt. Utregning av kapitalstørrelsene gir følgende resultater:

	<i>Symbol</i>	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finansile eiendeler	FE	67 525	64 626	41 936	35 250	46 632	82 941
Finansiell gjeld	FG	549 565	532 659	510 085	520 668	592 125	676 505
Netto finansiell gjeld	NFG	482 040	468 034	468 149	485 419	545 493	593 565
Egenkapital	EK	196 378	156 160	155 562	164 864	136 209	118 529
Netto driftskapital	NDK	678 418	624 193	623 711	650 282	681 702	712 093
Sysselsatt kapital	SSK	745 943	688 819	665 647	685 532	728 334	795 034

Figur 11.6: Gjennomsnitts kapitalstørrelser til bruk i beregning av betaverdier, krav og rentabiliteter.

11.2 Betaverdier

Egenkapitalbeta

Den vanligste måten å finne egenkapitalbetaen er å estimere den på bakgrunn av historiske aksjepriser for selskapet og markedet. Da Beerenberg ikke er børsnotert, og det følgelig ikke finnes historiske aksjekurser å ta utgangspunkt i må man benytte andre metoder for å estimere betaverdien. Ifølge Aswath Damodaran (2012) kan man da estimere egenkapitalbetaen ved hjelp av betaverdier for sammenlignbare selskaper eller ulike nøkkeltall for en markedsindeks.

Metoden som tar utgangspunkt i betaverdiene til sammenlignbare selskaper går ut på å finne vår egenkapitalbeta ved hjelp av snittbetaen til de sammenlignbare selskapene. Det er her en forutsetning at de sammenlignbare selskapene er børsnoterte slik at vi kan beregne betaverdiene ut ifra de historiske aksjekursene. Selskapene som benyttes bør være så like som vårt selskap som mulig. Med dette menes at de bør operere i samme bransje med lignende driftsmetode, produkter og kunder. Jo likere de sammenlignbare selskapene er med det private selskapet jo bedre og mer nøyaktig vil den estimerte snittbetaen være.

Den andre metoden som Damodaran (2012) foreslår går ut på å innhente ulike nøkkeltall fra en markedsindeks som S&P 500 eller OSEBX, for deretter å gjennomføre en regresjonsanalyse med selskapets og markedsindeksens nøkkeltall. Betaen til selskapet fremkommer av stigningstallet til den beregnede regresjonsligningen. Det er to problemer knyttet til denne metoden. Det første og største problemet med denne metoden er lite datagrunnlag. Private bedrifter oppgir som regel kun årsregnskap og ikke kvartalsrapporter, og man har som regel kun årsrapporter for et begrenset antall år. Resultatet av lite datagrunnlag er at selve regresjonen blir lite nøyaktig når man har så få observasjoner. Det andre problemet er knyttet til såkalt ”smooth earnings”. Bedrifter har en tendens til å jevne ut regnskapstallene slik at de observerte nøkkeltallene for hvert enkelt år kan være misvisende (Damodaran, 2012).

Av Damodarans to metoder synes det klart at metoden ved å bruke betaen sammenlignbare selskaper er den som er best tatt i betraktning at Beerenberg ikke utgir kvartalsrapporter og at årsrapporter bare er tilgjengelige fra 2006. Vi kan dermed slå fast at datagrunnlaget for å gjennomføre en god regresjonsanalyse av nøkkeltall er for dårlig. Ved å benytte betaen til sammenlignbare selskaper støter jeg raskt på et nytt problem; Ingen av Beerenbergs konkurrenter i den sammenlignbare bransjen er børsnoterte og en kan derfor ikke benytte disse selskapene. Internasjonalt finnes det heller ingen børsnoterte selskaper som direkte sammenlignbare med Beerenberg. En løsning på dette problemet kan være å utvide begrepet sammenlignbare selskaper til å gjelde alle oljeserviceselskaper. Oljeserviceselskaper er alle leverandører av produkter og tjenester til oljeselskapene og etterspørselstrekkene funnet i den strategiske analysen vil høyst sannsynlig være gjeldene for alle.

Aswath Damodaran har estimert ulike industribetaer med samme metode som presentert ovenfor. Blant datasettene som jevnlig blir oppdatert finner man industribetaverdien til oljeserviceselskaper. Jeg har valgt å benytte meg av industribetaen utregnet for europeiske oljeserviceselskaper som pr. januar 2014 var 0,92 (Damodaran, 2014). Betaverdien er unlevered, noe som vil si at den er justert for selskapenes kapitalstruktur. For å komme frem til Beerenbergs generelle egenkapitalbeta må man justere Damodarans industribeta med Beerenbergs kapitalstruktur.

$$\beta_{Delevered} = \beta_{Unlevered} * (1 + NFG_{Gjennomsnitt})$$

Figur 11.7: Sammenheng mellom unlevered og delevered egenkapitalbeta.

Etter å ha justert for kapitalstruktur er det vanlig å gjennomføre en såkalt Bloomberg justering.

$$\beta_{EK} = (\beta_{Delevered} * 2/3) + 1/3$$

Figur 11.8: Bloomberg-justering av egenkapitalbeta.

Betaen vektes med 1/3 mot 1 som er markedets betaverdi og dermed trekkes betaverdien mot 1. Denne justeringen bygger på empiriske undersøkelser som viser at selskapers betaverdi over tid beveger seg mot markedets betaverdi. Bevegelsen mot markedsbetaen kan forklares ved at selskapene blir mer differensierte i produkter og kundebase når selskapet vokser seg større (Damodaran, 2012).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Unlevered beta	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92	0,92
NFG	482 040	468 034	468 149	485 419	545 493	593 565	
EK	196 378	156 160	155 562	164 864	136 209	118 529	
Netto finansiell gjeldsgrad	2,45	3,00	3,01	2,94	4,00	5,01	3,40
Delevered beta	4,051						
Justert egenkapitalbeta	3,034						

Figur 11.9: Bloomberg-justert egenkapitalbeta. Egenkapitalbetaen er gjennomsnittsbetaen over analyseperioden.

Etter å ha justert for kapitalstruktur og gjennomført en Bloomberg-justering står vi igjen med en egenkapitalbeta på 3,034. Dette må sies å være en relativt høy betaverdi, men ikke unaturlig som følge av den høye gjeldsgraden i Beerenberg. Den utregnede egenkapitalbetaen er gjennomsnittsbetaen over analyseperioden. For å kunne beregne egenkapitalbetaen for hvert av årene i analyseperioden trenger man netto finansiell gjeldsbeta og driftsbeta. Betaene vil senere bli benyttet til å beregne avkastningskravet netto finansiell gjeld og driftskapital.

Finansiell gjeldsbeta

For å kunne beregne netto finansiell gjeldsbeta må man først finne finansiell gjeldsbeta og eiendelsbeta. Finansiell gjeldsbeta finnes implisitt gjennom CAPM-ligningen og den justeres så med en markedsrisikodel (mrd).

$$\beta_{FG} = \frac{krp_{Lang}}{mrp} * mrd$$

Figur 11.10: Finansiell gjeldsbeta.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Rating Beerenberg	CCC+	B+	BB-	BB	BB	BBB	BB
Lang kredittisikopremie	0,070	0,040	0,035	0,031	0,031	0,014	0,037
Markedets risikopremie	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
Finansiell gjeldsbeta når mrd=1	1,489	0,696	0,589	0,554	0,544	0,233	0,684
Markedsrisikodel	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600
Finansiell gjeldsbeta	0,894	0,418	0,353	0,332	0,326	0,140	0,410

Figur 11.11: Utregning av Beerenbergs finansielle gjeldsbeta.

Metode og størrelse på markedsrisikodelen er hentet fra Knivsflå (2014). Fra risikoanalysen kom jeg fram til en syntetisk rating for Beerenberg. Denne ratingen brukes til å bestemme kredittpremien Beerenberg må betale på sine lån. Jeg har valgt å vekte kredittisikopremien etter hvor sterk eller svak ratingkarakteren er for hvert år. For eksempel er CCC+ vektet med 2/3 av premien for CCC og 1/3 av premien for BBB.

Av utregningene ser man at den finansielle gjeldsbetaen har falt kraftig over analyseperioden. Fallet kan i stor grad tilskrives Beerenbergs forbedring i rating og dermed lavere kredittisikopremie.

Finansiell eiendelsbeta

Den finansielle eiendelsbetaen beregnes ved å vekte betaverdiene til kontanter, fordringer og investeringer. Det er forutsatt at betaverdien til kontanter er lik null da disse har fast verdi, og betaen til investeringer er lik markedsbetaen på 1. Fordringsbetaen beregnes på samme måte som gjeldsbetaen, bare her med den korte kredittisikopremien bestemt av gjennomsnittlig rating på fordringene. Det er her antatt at rating på fordringene er lik gjennomsnittet på Oslo Børs som er BBB.

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_{Lang} - langtillegget}{mrd} * mrd$$

Figur 11.12: Formel for utregning av fordringsbeta.

$$\beta_{FE} = \left(\beta_{KON} * \frac{KON}{FE} \right) + \left(\beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} \right) + \left(\beta_{INV} * \frac{INV}{FE} \right)$$

Figur 11.13: Finansiell eiendelsbeta.

Utregningen under viser en relativt lav finansiell eiendelsbeta som følge av Beerenbergs høye beholdning av kontanter og fordringer. Det at selskapet ikke holder finansielle investeringer bidrar i stor grad til at nevnte eiendelsbeta er lav.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Rating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kreditrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Kort kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedets risikopremie	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
Fordringsbeta når mrd=1	0,213	0,175	0,167	0,179	0,175	0,167	0,179
Markedsrisikodel	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600
Fordringsbeta	0,128	0,105	0,100	0,107	0,105	0,100	0,108
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,056	0,042	0,306	0,047	0,441	0,663	0,259
Fordringsbeta	0,128	0,105	0,100	0,107	0,105	0,100	0,108
Fordringsvekt	0,045	0,147	0,266	0,254	0,086	0,079	0,146
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansiell eiendelsbeta	0,006	0,015	0,027	0,027	0,009	0,008	0,015

Figur 11.14: Fordringsbeta og finansiell eiendelsbeta for Beerenberg i perioden 2008-2013.

Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansielle gjeldsbetaen beregnes ved å vekte finansiell gjeldsbeta og eiendelsbeta mot andelen de holder av netto finansiell gjeld.

$$\beta_{NFG} = \left(\beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} \right) - \left(\beta_{FE} * \frac{FE}{NFG} \right)$$

Figur 11.15: Netto finansiell gjeldsbeta gitt ved vekting av finansiell gjelds- og eiendelsbeta.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,894	0,418	0,353	0,332	0,326	0,140	0,410
Finansiell gjeldsvekt	1,140	1,138	1,090	1,073	1,085	1,140	1,111
Finansiell eiendelsbeta	0,006	0,015	0,027	0,027	0,009	0,008	0,015
Finansiell eiendelsvekt	0,140	0,138	0,090	0,073	0,085	0,140	0,111
Netto finansiell gjeldsbeta	1,018	0,473	0,383	0,354	0,353	0,158	0,457

Figur 11.16: Netto finansiell gjeldsbeta.

Selskapets netto finansielle gjeldsbeta faller gjennom hele analyseperioden som følge av redusert finansiell gjeldsbeta. Lav finansiell eiendelsvekt gjør at endringer i finansiell eiendelsbeta har liten påvirkningskraft på netto finansiell gjeldsbeta

Netto driftsbeta

Netto driftsbeta beregnes ved å vekte egenkapitalbetaen og netto finansiell gjeldsbeta etter andel av netto driftskapital.

$$\beta_{DRIFT} = \left(\beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} \right) + \left(\beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} \right)$$

Figur 11.17: Netto driftsbeta gitt ved vekting av egenkapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta.

Miller og Modiglianis 1. proposisjon sier at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan virksomheten er finansiert (Brealey, Myers & Allen, 2011). Dette innebærer at når den virkelige verdien av netto driftskapital er uavhengig av finansieringen så vil også netto driftsbeta være det. Ifølge Knivsflå (2014) er det rimelig å anta at proposisjonen holder, med unntak for selskaper i finansiell krise. Virksomheter i finansiell krise vil ha høyere driftskostnader som følge av krisen og preposisjonen er derfor urimelig. I så fall må netto driftsbetaen justeres opp i kriseårene med differansen mellom terskelbeta og netto finansiell gjeldsbeta vektet etter netto finansiell gjeldsgrad. For å finne terskelbetaen må man vite ved hvilken rating finansielle krisekostnader oppstår. Dette er imidlertid vanskelig å si da det sannsynligvis vil variere med bransje og selskap. Jeg har antatt at krisekostnader slår inn ved en rating mellom BB og CCC noe som ikke er urimelig. Ved å vekte kredittrisikopremien likt mellom BB og CCC kan en da regne ut terskelbetaen til netto finansiell gjeld.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Lang kredittrisikopremie	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064
Markedspremie	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
Finansiell gjeldsbeta når mrd=1	1,351	1,114	1,058	1,134	1,114	1,058	1,138
Markedsrisikodel	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600	0,600
Terskelbeta for NFG	0,811	0,668	0,635	0,680	0,668	0,635	0,683
Netto finansiell gjeldsbeta	1,018	0,473	0,383	0,354	0,353	0,158	0,457

Figur 11.18: Terskelbeta for Beerenbergs netto finansielle gjeldsbeta.

Som vi ser ligger Beerenbergs netto finansielle gjeldsbeta under terskelbetaen i alle år med unntak av 2008. Dette kan tyde på at selskapet opplevde finansiell krise i dette året. For å sjekke om selskapet opplevde finansiell krise i 2008 har jeg sett nærmere i regnskapene på tegn etter dette. Et tegn som tyder på at selskapet ikke opplevde krise i 2008 er Beerenbergs finansielle gjeldsrente, som vil bli nærmere belyst i lønnsomhetsanalysen. Den finansielle gjeldsrenten har vært stabil gjennom hele analyseperioden. Et annet punkt som trekker i samme retning er at den eneste driftskostnaden som var spesielt høy i 2008 sammenlignet med de andre årene i analyseperioden var lønnskostnader. Lønnskostnader er avhengig av antall ansatte og lønnsnivå og er ikke ventet å være påvirket av en eventuell finansiell krise. Dersom selskapet hadde vært i finansiell krise hadde vi ventet å finne unormalt høye driftskostnader i kriseåret. Som følge av overnevnte momenter antar jeg at Beerenberg ikke opplevde finansiell krise i 2008 tiltross for at terskelbetaen er høyere enn netto finansiell gjeldsbeta. På bakgrunn av dette antar jeg at Miller og Modiglianis proposisjon holder og netto driftsbeta er konstant i alle årene i analyseperioden. På bakgrunn av denne antakelsen kan man nå finne egenkapitalbetaen for hvert enkelt år implisitt gjennom følgende formel etter at man har beregnet driftsbetaen av snittverdiene:

$$\beta_{EK} = \frac{\beta_{DRIFT} - \left(\beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK} \right)}{\frac{EK}{NDK}}$$

Figur 11.19: Implisitt egenkapitalbeta.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Egenkapitalbeta	1,169	2,826	3,106	3,145	3,899	5,585	3,034
Egenkapitalandel	0,289	0,250	0,249	0,254	0,200	0,166	0,235
Netto finansiell gjeldsbeta	1,018	0,473	0,383	0,354	0,353	0,158	0,457
Netto finansiell gjeldsandel	0,711	0,750	0,751	0,746	0,800	0,834	0,765
Netto driftsbeta	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062

Figur 11.20: Netto driftsbeta og egenkapitalbeta for hvert år over analyseperioden.

Ved utregning av egenkapitalbetaen år for år ser man at det er store variasjoner mellom første og siste år i analyseperioden. Den meget høye egenkapitalbetaen i 2013 skyldes lav egenkapitalandel og netto finansiell gjeldsbeta relativt til snittet. Jo høyere avviket er mellom årets forholdstall og snittet, jo høyere blir egenkapitalbetaen relativt til den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen.

11.3 Egenkapitalkrav

Som tidligere nevnt trenger vi avkastningskrav for å kunne analysere Beerenbergs rentabiliteter på en kvalitativ måte. Avkastningskravene blir beregnet av de samme kapitalstørrelsene som ble brukt under estimeringen av betaverdiene. Et avkastningskrav skal reflektere hvilken avkastning investorene kan oppnå ved en alternativ investering med samme risiko.

Egenkapitalkravet beregnes fra CAPM-ligningen som ble presentert i starten av kapittelet. For ordens skyld gjentar jeg formelen slik at det blir lettere for leseren å følge utregningen.

$$ekk = [r_f * (1 - s)] + (\beta_{EK} * mrp) + ilp$$

Figur 11.21: Egenkapitalkrav etter skatt.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,042	0,014	0,014	0,017	0,012	0,009	0,018
Egenkapitalbeta	1,169	2,826	3,106	3,145	3,899	5,585	3,288
Markedets risikopremie	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
Illikviditetspremie	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Egenkapitalkrav	0,147	0,225	0,250	0,243	0,284	0,394	0,257

Figur 11.22: Egenkapitalkrav for Beerenberg.

Utregningen av egenkapitalkravet viser et meget høyt avkastningskrav de siste årene i analyseperioden som følge av høy egenkapitalbeta. De høye kravene er et tegn på at

egenkapitalinvesteringer i Beerenberg er forbundet med høy risiko som det må kompenseres for gjennom høy avkastning på investert egenkapital.

11.4 Finansielle krav

Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet representerer forventet rente på gjelden til selskapet etter skatt. Kravet beregnes fra risikofri rente etter skatt pluss kredittrisikopremien som ble bestemt under risikoanalysen fra Beerenbergs syntetiske rating.

$$fgk = r_f * (1 - s) + krp$$

Figur 11.23: Formel for utregning av finansielt gjeldskrav.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Rating Beerenberg	CCC+	B+	BB-	BB	BB	BBB	BB
Risikofri rente etter skatt	0,042	0,014	0,014	0,017	0,012	0,009	0,018
Kredittrisikopremie	0,070	0,040	0,035	0,031	0,031	0,014	0,037
Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,112	0,053	0,049	0,048	0,043	0,023	0,055

Figur 11.24: Finansielt gjeldskrav for Beerenberg.

Det finansielle gjeldskravet faller over analyseperioden som følge forbedret kredittrating som resulterer i lavere kredittrisikopremie, samt lavere risikofri rente.

Finansiell eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav kan ses på som Beerenbergs avkastningskrav på finansielle eiendeler. Kravet er et vektet krav av avkastningskravet til kontanter, fordringer og investeringer.

$$fek = \left(\text{Kontantkrav} * \frac{KON}{FE} \right) + \left(\text{Fordringskrav} * \frac{FOR}{FE} \right) + \left(\text{Investeringskrav} * \frac{INV}{FE} \right)$$

Figur 11.25: Finansielt eiendelskrav, et vektet krav av kontant-, fordrings- og investeringskrav.

Kontantkravet er satt til risikofri rente etter skatt da det antas at det vil være avkastningen på rentebærende bankinnskudd. Fordringskravet er satt sammen av risikofri rente etter skatt pluss den korte kredittrisikopremien. Som tidligere antar vi at rating på fordringene er BBB som gir en kort kredittrisikopremie på 1%. Investeringskravet er satt til markedets risikopremie pluss risikofri rente, begge etter skatt. Denne antakelsen bygger på at investeringene bør ha en avkastning lik markedets dersom de er veldiversifiserte.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Kontantkrav	0,042	0,014	0,014	0,017	0,012	0,009	0,018
Kontantvekt	0,056	0,042	0,306	0,047	0,441	0,663	0,259
Fordingskrav	0,052	0,024	0,024	0,027	0,022	0,019	0,028
Fordringsvekt	0,944	0,958	0,694	0,953	0,559	0,337	0,741
Investeringskrav	0,089	0,071	0,074	0,073	0,069	0,069	0,074
Investeringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansielt eiendelskrav	0,052	0,023	0,021	0,026	0,018	0,012	0,025

Figur 11.26: Finansielt gjeldskrav for Beerenberg.

De beregnede finansielle eiendelskravene er relativt lave og bærer preg av at selskapet ikke har noen finansielle investeringer og at rentenivået er lavt.

Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til netto finansiell gjeld er et vektet krav av det finansielle gjeldskravet og eiendelskravet. Kravet representerer selskapets kostnadskrav til netto finansiell gjeld.

$$nfgk = \left(fgk * \frac{FG}{NFG} \right) - \left(fek * \frac{FE}{NFG} \right)$$

Figur 11.27: Formel for utregning av netto finansielt gjeldskrav.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Krav til finansiell gjeld	0,112	0,053	0,049	0,048	0,043	0,023	0,055
Finansiell gjeldsandel	1,140	1,138	1,090	1,073	1,085	1,140	1,111
Krav til finansielle eiendeler	0,052	0,023	0,021	0,026	0,018	0,012	0,025
Finansiell eiendelsandel	0,140	0,138	0,090	0,073	0,085	0,140	0,111
Netto finansielt gjeldskrav	0,121	0,058	0,052	0,049	0,045	0,024	0,058

Figur 11.28: Netto finansielt gjeldskrav for Beerenberg.

Vi ser at netto finansielt gjeldskrav faller kraftig over analyseperioden fra 12,1% til 2,4%. Reduseringen av kravet skyldes reduksjon av både gjelds- og eiendelskrav.

11.5 Selskapskrav

Netto driftskrav

Driftskravet representerer kravet til avkastning på netto driftskapital. Kravet er et vektet krav av avkastingskravet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld.

$$ndk = \left(ekk * \frac{EK}{NDK} \right) + \left(nfgk * \frac{NFG}{NDK} \right)$$

Figur 11.29: Netto driftskrav. Et vektet krav av egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Egenkapitalkrav	0,147	0,225	0,250	0,243	0,284	0,394	0,257
Egenkaptalandel	0,289	0,250	0,249	0,254	0,200	0,166	0,235
Netto finansielt gjeldskrav	0,121	0,058	0,052	0,049	0,045	0,024	0,058
Netto finansiell gjeldsandel	0,711	0,750	0,751	0,746	0,800	0,834	0,765
Netto driftskrav	0,128	0,099	0,101	0,099	0,093	0,086	0,101

Figur 11.30: Netto driftskrav for Beerenberg.

Netto driftskravet er fallende over analyseperioden tiltross for økning i egenkapitalkravet. Fallende netto finansielt gjeldskrav kombinert med økt gjeldsandel veier opp for økningen i egenkapitalkravet og sørger for at det totale driftskravet reduseres over perioden.

Krav til sysselsatt kapital

Kravet til sysselsatt kapital er vektet krav av egenkapitalkravet og finansielt gjeldskrav.

$$ssk = \left(ekk * \frac{EK}{SSK} \right) + \left(fgk \frac{FG}{SSK} \right)$$

Figur 11.31: *Krav til sysselsatt kapital.*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Egenkapitalkrav	0,147	0,225	0,250	0,243	0,284	0,394	0,257
Egenkapitalandel	0,263	0,227	0,234	0,240	0,187	0,149	0,217
Finansielt gjeldskrav	0,112	0,053	0,049	0,048	0,043	0,023	0,055
Finansiell gjeldsandel	0,737	0,773	0,766	0,760	0,813	0,851	0,783
Krav til sysselsatt kapital	0,121	0,092	0,096	0,095	0,088	0,078	0,095

Figur 11.32: *Krav til sysselsatt kapital for Beerenberg i perioden 2008-2013.*

På samme måte som netto driftskrav faller også kravet til sysselsatt kapital over analyseperioden. Selskapets høye gjeldsandel gjør at kravet til sysselsatt kapital påvirkes i større grad av reduksjonen i gjeldskravet enn økningen i egenkapitalkravet.

12. Lønnsomhet- og rentabilitetsanalyse

Jeg skal nå analysere lønnsomheten i Beerenberg ved å beregne ulike rentabiliteter. En rentabilitet gir som tidligere nevnt isolert sett lite relevant informasjon om lønnsomheten i selskapet, men ved å sammenligne rentabilitetene med tilhørende avkastningskrav og bransjetall vil man kunne se selskapets relative lønnsomhet og prestasjon. Det interessante er å se hvordan selskapet gjør det i forhold til konkurrentene i bransjen. Årsaker bak eventuelle forskjeller vil bli forsøkt forklart gjennom resultatene fra den strategiske analysen.

Hovedformålet med analysen er å finne ut om Beerenberg har noen strategiske fordeler. En strategisk fordel defineres som egenkapitalrentabilitet større enn egenkapitalkrav, i motsatt fall vil man ha en strategisk ulempe.

$$\text{Strategisk fordel} = ekr - ekk$$

Figur 12.1: Strategisk fordel.

I analysen vil rammeverket til Knivsflå (2014) bli brukt for å dekomponere den strategiske fordelen og søke å forklare årsakene bak eventuelle strategiske fordeler og ulemper. Gjennom hele utredningen er det til nå skilt mellom drift og finans, dette skille føres videre inn i analysen av den strategiske fordelen hvor vi skiller mellom finansierings- og driftsfordel.

$$\text{Strategisk fordel} = \text{Finansieringsfordel} + \text{Driftsfordel}$$

Figur 12.2: Dekomponering av strategisk fordel i finansierings- og driftsfordel.

Videre i analysen vil finansieringsfordelen dekomponeres i finansiell gjeldsfordel og finansiell eiendelsfordel, mens driftsfordelen dekomponeres i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Ressursfordelen kan videre forklare gjennom marginfordel og omløpsfordel. Det vil også bli gjennomført en common size-analyse av regnskapene til både Beerenberg og bransjen i forbindelse med utregning av marginfordelen for å analysere forskjeller i kostnadsstruktur og marginer.

Samlet sett vil analysen gi oss et bilde av hvilke områder Beerenberg prestere best på i forhold til den komparative bransjen og avkastningskravene.

Rentabiliteter

En rentabilitet er definert som prosentvis årlig avkastning på tilhørende kapital. En kan benytte både rapporterte og normaliserte regnskapstall, samt inngående-, utgående- eller gjennomsnittskapital gjennom året. Til videre bruk under regnskapsanalysen er det mest hensiktsmessig å benytte normaliserte regnskapstall og gjennomsnittskapital da vi ønsker å fokusere på selskapets normale drift. Alle rentabiliteter er beregnet på følgende måte for resten av regnskapsanalysekapittelet:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{Kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})/2}$$

Figur 12.3: Formel for beregning av rentabilitet.

Merk at det her blir benyttet samme kapitalstørrelser som under beregningen av betaverdier og kapitalkrav.

Vektet gjennomsnitt

Ved utregning av vektet snitt vil det bli benyttet forskjellige prosentvekter mellom selskapet og bransjen da jeg ikke har regnskapstall tilgjengelig for 2013 for den komparative bransjen. For å få riktig sammenligningsgrunnlag vil jeg i hovedsak sammenligne bransjesnittet med Beerenbergs vektete snitt uten 2013. Vekting gjennomsnitt for de ulike tidsperiodene vil bli beregnet etter følgende vekter:

Vekting	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ved 5 år	10 %	15 %	20 %	25 %	30 %	
Ved 6 år	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Figur 12.4: Vekting til bruk ved dekomponering av strategisk fordel.

12.1 Strategisk fordel

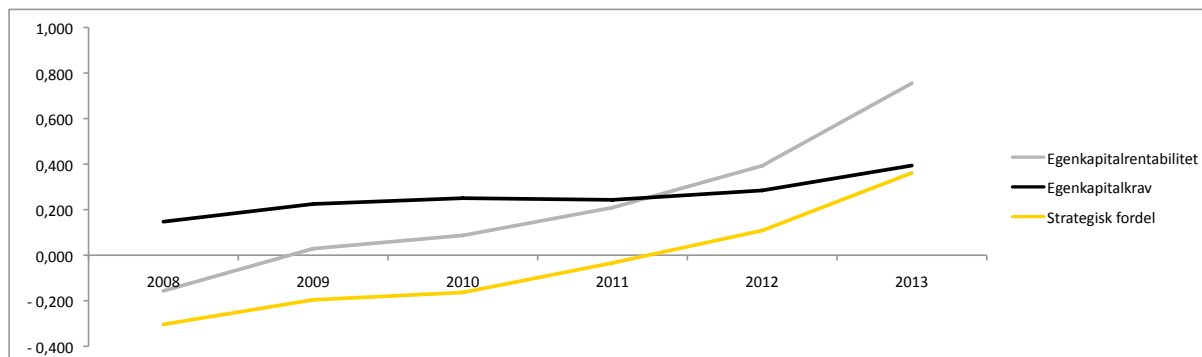
Jeg vil først starte med å se på den overordnede strategiske fordel til Beerenberg som er differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Nettoresultat til egenkapital	-30 766	4 506	13 503	34 457	53 496	89 502	43 578
/ Egenkapital	196 378	156 160	155 562	164 864	136 209	118 529	145 426
= Egenkapitalrentabilitet	-0,157	0,029	0,087	0,209	0,393	0,755	0,337
- Egenkapitalkrav	0,147	0,225	0,250	0,243	0,284	0,394	0,286
= Strategisk fordel	-0,304	-0,196	-0,164	-0,034	0,108	0,361	0,051

Figur 12.5: Strategisk fordel.

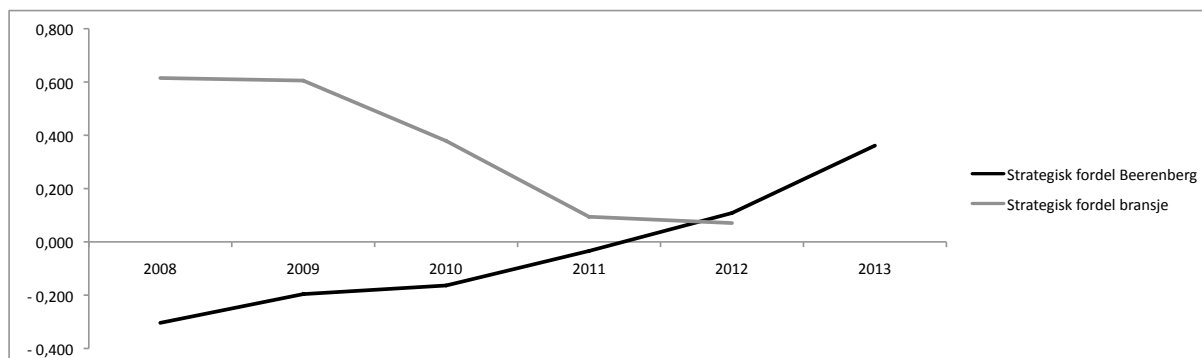
Beerenbergs egenkapitalrentabilitet stiger kraftig over analyseperioden og er på eksepsjonelle 75,5% i 2013. Sammenligning med egenkapitalkravet viser at selskapet har en

strategisk ulempe i de første årene av perioden, men at trenden er positiv og at selskaper har en strategisk fordel de siste årene. Vi kan med andre ord si at Beerenberg gikk fra å ikke møte investorenes krav til avkastning til å overgå kravene med god margin i 2012 og 2013.



Figur 12.6: Beerenbergs strategisk fordel gitt ved differansen mellom egenkapitalrentabilitet og –krav.

Dersom vi isolerer den strategiske fordel og sammenligner den med bransjens strategiske fordel ser vi at Beerenbergs strategiske fordel har økt kraftig, mens bransjens har hatt motsatt trend og falt kraftig.



Figur 12.7: Strategisk fordel for Beerenberg og bransjen.

Beerenbergs strategiske fordel vil videre bli dekomponert for å finne årsaken bak den strategiske fordel og den positive trendutviklingen.

12.2 Strategisk finansieringsanalyse

Finansieringsanalysen sikter på å bestemme og forklare finansieringens påvirkningskraft på den strategiske fordel. Den samlede finansieringsfordelen vil være summen av finansieringsfordel finansiell gjelds og –eiendeler.

Fordel finansiell gjeld

Den finansielle gjeldsrentabiliteten representerer den renten selskapet betaler på sin finansielle gjeld. Dersom gjeldsrenten ligger under kravet vil selskapet ha en gjeldsrente fordel, og vil dermed betale lavere rente på selskapets finansielle gjeld enn det kredittrisikoen skulle tilsi.

$$\text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} = (fgk - fgr) * fgg$$

Figur 12.8: Finansieringsfordel finansiell gjeld. Hvor fgk er finansielt gjeldskrav, fgr er finansiell gjeldsrente og fgg er finansiell gjeldsgrad.

For å finne finansieringsfordelen til finansiell gjeld multipliserer man gjeldsrentefordelen med finansiell gjeldsgrad. Jo høyere gjeldsgrad man har jo større blir den endelige virkningen av en eventuell gjeldsrentefordel.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Finansielt gjeldskrav	0,112	0,053	0,049	0,048	0,043	0,023	0,044
- Finansiell gjeldsrente	0,067	0,057	0,051	0,055	0,061	0,055	0,057
= Finansiell gjeldsrentefordel	0,046	-0,004	-0,002	-0,007	-0,018	-0,033	-0,012
* Finansiell gjeldsgrad	2,798	3,411	3,279	3,158	4,347	5,708	4,118
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,128	-0,012	-0,006	-0,022	-0,079	-0,186	-0,066

Figur 12.9: Finansieringsfordel finansiell gjeld for Beerenberg 2008-2013.

Beerenberg har hatt en negativ utvikling i finansieringsfordelen til finansiell gjeld og en ulempe alle år bortsett fra 2008. Man ser at den finansielle gjeldsrenten er relativt stabil over analyseperioden og varierer lite fra år til år, mens gjeldskravet har falt kraftig som følge av lavere risikofri rente og kredittrisikopremie. Gjeldsrenteulempen forsterkes kraftig av selskapets høye finansielle gjeldsgrad. Av regnskapene til Beerenberg kan vi lese at selskapets lån har faste NIBOR-tillegg, dette resulterer i at gjeldsrenten ikke vil endre seg når kredittpremien endres som følge av bedret rating med mindre gjelden refinansieres. Beerenberg refinansierte gjelden i 2013 og gjeldene NIBOR-tillegg er på rundt 4,5% før skatt. Sammenligner vi dette med kredittrisikopremien i 2013 som er 2% ser vi at selskapet har et for høyt tillegg i forhold til kravet og dermed en gjeldsrenteulempen. Det vil imidlertid kunne være engangskostnader i forbindelse med refinansieringen som er belastet finanskostnader, og at målingen derfor vil kunne være noe feil for 2013.

Fordel finansielle eiendeler

Eiendelsfordelen representerer fordelene selskapet får fra sine finansielle eiendeler. Finansiell eiendelsrentabilitet er den prosentvise avkastningen man har hatt på de finansielle eiendelene over regnskapsåret. På samme måte som den finansielle gjeldsfordelen justeres forskjellen mellom rentabilitet og krav med den finansielle eiendelsgraden.

$$\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} = (f_{er} - f_{ek}) * f_{eg}$$

Figur 12.10: Finansieringsfordel finansielle eiendeler. Hvor f_{er} er finansiell eiendelsrentabilitet, f_{ek} er finansielt eiendelskrav og f_{eg} er finansiell eiendelsgrad.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,124	0,036	0,004	0,007	0,016	0,009	0,018
- Finansiell eiendelskrav	0,052	0,023	0,021	0,026	0,018	0,012	0,021
= Finansiell eiendelsfordel	0,072	0,012	-0,017	-0,020	-0,002	-0,003	-0,003
* Finansiell eiendelsgrad	0,344	0,414	0,270	0,214	0,342	0,700	0,402
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,025	0,005	-0,005	-0,004	-0,001	-0,002	-0,001

Figur 12.11: Finansieringsfordel finansielle eiendeler.

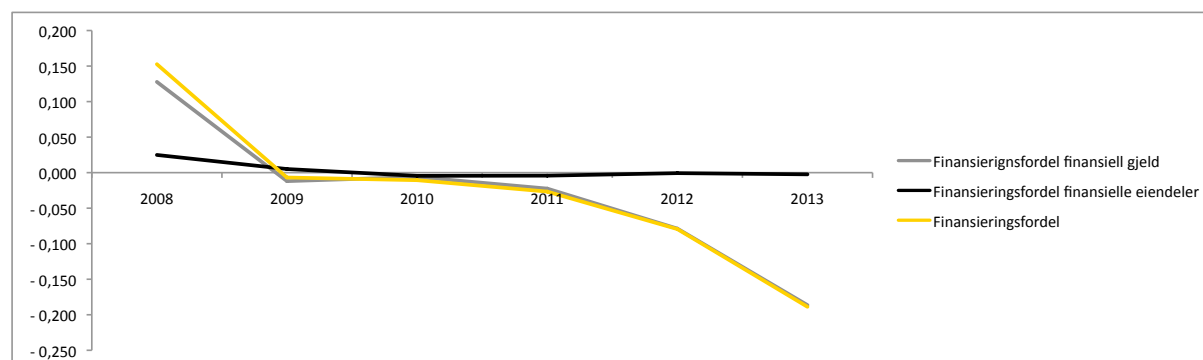
Man ser at selskapet samlet sett har hatt en marginal finansieringsulempe fra finansielle eiendeler over analyseperioden der det vektete gjennomsnittet er -0,1%. Beerenerg hadde en fordel i 2008 på 2,5%, mens det for de resterende årene har fordelene ligget tett rundt null. Fordelen kommer fra god forvaltning av kontanter og fordringer og fordelene kan trolig forklare som en kombinasjon av mindre tap på fordringer enn ventet og høyere rentabilitet på bankinnskudd enn kravet til kontanter tilsier.

Finansieringsfordel

Etter utregning av finansieringsfordel finansiell gjeld og eiendeler kan den samlede finansieringsfordelen oppsummeres på følgende måte:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,128	-0,012	-0,006	-0,022	-0,079	-0,186	-0,066
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,025	0,005	-0,005	-0,004	-0,001	-0,002	-0,001
= Finansieringsfordel	0,153	-0,007	-0,011	-0,027	-0,079	-0,189	-0,067

Figur 12.12: Samlet finansieringsfordel.



Figur 12.13: Finansieringsfordel.

Man ser at Beerenberg har en stor finansieringsfordel i 2008 som følge av positiv fordel fra både gjeld og eiendeler. Fra 2008 faller finansieringsfordelen og selskapet har en ulempe fra finansieringen i de resterende årene. Den negative trenden er i hovedsak påvirket av den negative trenden fra finansieringsfordelen til finansiell gjeld. Vi kan også regne ut finansieringsfordelen ved hjelp av netto finansielt gjeldskrav, rentabilitet og grad. Ved å

beregne det på denne måten ser man hvordan ulempen blir forsterket av den store netto finansielle gjeldsgraden. Man kan da se at den negative trenden i netto finansiell fordel blir kraftig forsterket av økningen i netto finansiell gjeldsgrad.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,121	0,058	0,052	0,049	0,045	0,024	0,047
- Netto finansiell gjeldsrente	0,059	0,060	0,056	0,059	0,065	0,062	0,061
= Netto finansiell fordel	0,062	-0,002	-0,004	-0,009	-0,020	-0,038	-0,014
* Netto finansiell gjeldsgrad	2,455	2,997	3,009	2,944	4,005	5,008	3,716
= Finansieringsfordel	0,153	-0,007	-0,011	-0,027	-0,079	-0,189	-0,067

Figur 12.14: Finansieringsfordel beregnet fra netto finansiell gjeldskrav, -rente og -grad.

Når vi så på den strategiske fordelen til Beerenberg i innledningen av kapitlet ved hjelp av egenkapitalrentabilitet og -krav husker vi at selskapet hadde en positiv trend i fordelen. Når vi videre skal se på driftsfordelen til selskapet er det derfor å vente at denne er har hatt en kraftig positiv trend over analyseperioden.

12.3 Strategisk driftsanalyse

Driftsfordelen kan dekomponeres til bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Ved å dekomponere driftsfordelen vil man kunne finne ut hvor eventuelle fordeler og ulemper fra driften har sitt opphav fra. Analysen vil gi oss inngående kunnskap om driftslønnsomheten til selskapet og hvilke faktorer som bidrar i ulike retninger.

$$\text{Driftsfordel} = \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} + \text{Gearingfordel}$$

Figur 12.15: Dekomponering av driftsfordel.

Bransjefordel

Dersom det eksisterer en bransjefordel vil bransjen som helhet oppleve netto driftsrentabilitet over kravet. En eventuell bransjefordel tyder på gode muligheter i bransjen og at den som helhet leverer netto driftsresultater over kravene. Bransjefordelen finnes ved å ta differansen mellom netto driftsrentabilitet i bransjen og avkastningskravet til netto driftskapital.

	2008	2009	2010	2011	2012	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,216	0,336	0,314	0,115	0,119	0,199
- Netto driftskravet	0,128	0,099	0,101	0,099	0,093	0,101
= Bransjefordel	0,087	0,237	0,213	0,016	0,026	0,099

Figur 12.16: Bransjefordel i ISO-bransjen.

Vi ser at det har eksistert en bransjefordel over hele perioden. Fordelen økte fra 2008 til 2009 og falt kraftig fra 2010 til 2011.

Den reduserte bransjefordelen over perioden kan muligens forklares av oljeselskapenes økte kostnadsfokus de senere årene som ble avdekket i den strategiske analysen. Dersom den reduserte bransjefordelen skyldes økt kostnadsfokus hos kundene (oljeselskapene) tyder det på at kunders forhandlingsmakt er relativt stor.

Flere økonomiske teorier sier at dersom en bransje opplever unormalt høy lønnsomhet, som bransjefordelen er et tegn på, vil nye aktører tiltrekkes og lønnsomheten vil igjen bli presset ned til normalnivået. Det at det er en relativt høy bransjefordel over hele analyseperioden kan tyde på at inngangsbarrierene som ble diskutert under analysen av Porters 5-forces er tilstrekkelig store til at nyetableringer hindres.

Marginfordel

Ressursfordelen kan dekomponeres i marginfordel og omløpsfordel. Jeg vil først presentere de dekomponerte fordelene og gjennomføre en common-size analyse for å forklare marginfordelen før jeg til slutt oppsummerer den samlede ressursfordelen.

$$\text{Ressursfordel} = \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel}$$

Figur 12.17: Dekomponering av ressursfordel.

Marginfordelen er et mål på selskapets lønnsomhet i forhold til bransjen. Netto driftsmargin er en virksomhetens evne til å generere netto driftsresultat per krone i omsetning. Differansen mellom selskapets og bransjens netto driftsmargin blir vektet med omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler er et mål på hvor mange ganger netto driftseiendeler blir "omsatt" og hvor effektiv virksomheten er i bruken av netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler, onde, beregnes ved å dividere driftsinntekter på netto driftseiendeler. Marginfordelen er beregnet etter følgende formel:

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde}$$

Figur 12.18: Formel for utregning av marginfordel.

	2008	2009	2010	2011	2012	Vektet snitt
Netto driftsmargin	-0,002	0,022	0,028	0,044	0,062	0,038
Netto driftsmargin i bransjen	0,038	0,050	0,037	0,016	0,018	0,028
Omløpet til netto driftseiendeler	2,276	2,340	2,296	2,180	2,107	2,215
Marginfordel	-0,090	-0,065	-0,021	0,062	0,092	0,020

Figur 12.19: Marginfordel for Beerenberg 2008-2012.

Beerenberg har gått fra å ha en marginulempe i 2008 til marginfordel i 2012. Dersom vi ser nærmere på tallene ser vi at den stabile veksten i marginfordel har to årsaker; økt netto

driftsmargin i egen virksomhet og redusert margin i bransjen. For å analysere årsakene til trendene i driftsmargin vil jeg gjennomføre en analyse av common size-regnskapet til Beerenberg og bransjen.

Common size

Et common size-regnskap er et regnskap hvor alle poster blir uttrykt i prosent av driftsinntekter. Netto driftsresultat i et common size-regnskap vil dermed være netto driftsmargin. Jeg har regnet ut common size-regnskap både for Beerenberg og bransjen. Det er brukt de samme vektene ved utregning av vektet gjennomsnitt som tidligere.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt	Bransjen
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
- Materialer, varer og tjenester	4,87 %	7,14 %	6,55 %	5,37 %	5,66 %	5,10 %	5,70 %	25,19 %
- Lønn og andre sosiale tjenester	68,77 %	64,00 %	67,23 %	68,42 %	67,45 %	69,03 %	67,73 %	54,57 %
- Annen driftskostnad	21,21 %	21,73 %	19,56 %	16,99 %	14,80 %	14,27 %	16,83 %	14,04 %
- Avskrivning og amortisering	5,38 %	4,10 %	2,92 %	3,21 %	3,68 %	2,72 %	3,36 %	1,99 %
= Driftsresultat	-0,22 %	3,02 %	3,74 %	6,02 %	8,41 %	8,88 %	6,38 %	4,20 %
- Driftsrelatert skattekostnad - normalisert	-0,06 %	0,79 %	0,98 %	1,58 %	2,21 %	2,34 %	1,68 %	1,20 %
= Netto driftsresultat	-0,16 %	2,23 %	2,76 %	4,43 %	6,20 %	6,55 %	4,70 %	3,00 %
+ Netto finansinntekter	0,54 %	0,16 %	0,01 %	0,02 %	0,05 %	0,04 %	0,07 %	0,39 %
= Netto resultat til sysselsatt kapital	0,38 %	2,38 %	2,77 %	4,45 %	6,25 %	6,59 %	4,77 %	3,39 %
- Netto finanskostnad	2,37 %	2,08 %	1,83 %	2,02 %	2,53 %	1,94 %	2,12 %	0,81 %
= Netto resultat til egenkapital	-1,99 %	0,31 %	0,94 %	2,43 %	3,72 %	4,64 %	2,65 %	2,58 %

Figur 12.20: Common size-regnskap for Beerenberg beregnet som andel av driftsinntekter.

	2008	2009	2010	2011	2012	Vektet snitt
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
- Materialer, varer og tjenester	23,83 %	22,73 %	24,97 %	27,25 %	25,31 %	25,19 %
- Lønn og andre sosiale tjenester	52,74 %	54,03 %	54,00 %	53,95 %	56,35 %	54,57 %
- Annen driftskostnad	17,48 %	15,20 %	14,33 %	13,74 %	12,38 %	14,04 %
- Avskrivning og amortisering	2,24 %	2,08 %	1,87 %	1,88 %	2,03 %	1,99 %
= Driftsresultat	3,72 %	5,96 %	4,83 %	3,18 %	3,93 %	4,20 %
- Driftsrelatert skattekostnad - normalisert	1,10 %	1,76 %	1,41 %	0,90 %	1,08 %	1,20 %
= Netto driftsresultat	2,61 %	4,20 %	3,42 %	2,28 %	2,85 %	3,00 %
+ Netto finansinntekter	0,82 %	0,47 %	0,36 %	0,50 %	0,15 %	0,39 %
= Netto resultat til sysselsatt kapital	3,43 %	4,67 %	3,78 %	2,78 %	3,00 %	3,39 %
- Netto finanskostnad	0,87 %	0,80 %	0,65 %	0,82 %	0,91 %	0,81 %
= Netto resultat til egenkapital	2,56 %	3,87 %	3,13 %	1,97 %	2,09 %	2,58 %

Figur 12.21: Common size-regnskap for bransjen beregnet som andel av driftsinntekter.

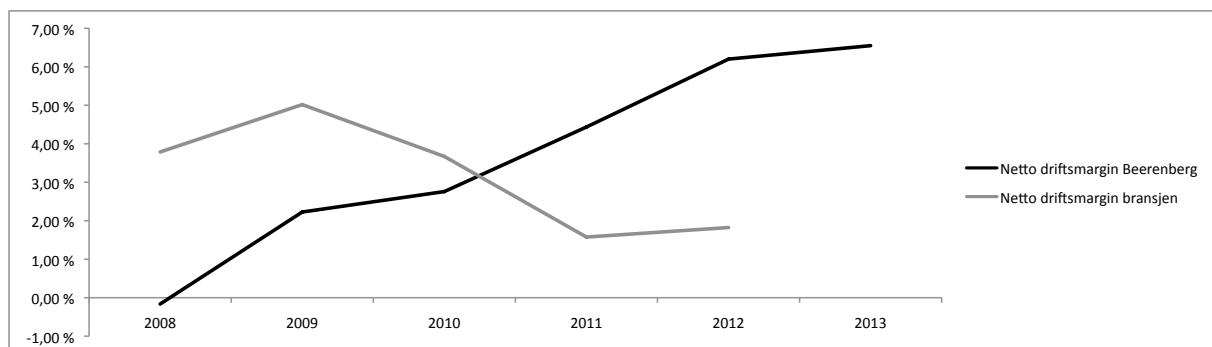
I regnskapene over ser man klare forskjeller mellom Beerenberg og bransjens kostnadsstruktur. Blant annet kan det ses at Beerenberg har betydelig lavere andel kostnader til materialer, varer og tjenester enn bransjen, og at andelen er relativt stabil for begge parter gjennom analyseperioden.

Videre ser man at Beerenberg har høyere lønnskostnader relativt til bransjen og at disse ligger relativt stabilt rundt 68% av driftsinntektene, med unntak av 2009 hvor lønnskostnaden utgjør 64%. For bransjen ser vi en svak negativ utvikling hvor lønnskostnadene har steget fra 53% til 56% fra 2008 til 2012. Selv om bransjens lønnskostnader som andel av driftsinntekter har en svak negativ trend ligger de fortsatt et godt stykke under Beerenbergs i alle år.

Dersom man ser på annen driftskostnad ser man at både Beerenberg og bransjen har hatt en positiv trend med en stabil nedgang i andel annen driftskostnad. Samlet sett ligger Beerenberg noe over bransjen i annen driftskostnad.

Beerenbergs avskrivninger har falt som andel av driftsinntektene over perioden fra 5,38% i 2008 til 2,72% i 2013. For bransjen har avskrivningene variert noe i analyseperiode med et snitt på 2%.

Samlet sett viser common size-regnskapet at Beerenbergs netto driftsmargin har steget, mens bransjens har sunket. De viktigste årsakene til utviklingen i netto driftsmargin er bransjens økte lønnskostnader og Beerenbergs reduserte annen driftskostnad og avskrivninger. Trendutviklingsforskjellen i netto driftsmargin ses tydelig i grafen under.



Figur 12.22: Netto driftsmargin for Beerenberg og bransjen.

Omløpsfordel

Omløpsfordelen er et mål på hvor effektivt et selskap er i å generere inntekter fra netto driftseiendelene i forhold til bransjen. En positiv omløpsfordel tyder på at selskapet er mer effektivt i utnyttelsen av netto driftseiendeler.

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}$$

Figur 12.23: Formel for utregning av omløpsfordel.

	2008	2009	2010	2011	2012	Vektet snitt
Omløpet til netto driftseiendeler	2,276	2,340	2,296	2,180	2,107	2,215
Omløpet til netto driftseiendeler i bransjen	5,695	6,702	8,561	7,260	6,544	7,065
Netto driftsmargin bransjen	0,038	0,050	0,037	0,016	0,018	0,028
Omløpsfordel	-0,130	-0,219	-0,230	-0,080	-0,081	-0,136

Figur 12.24: Omløpsfordel for Beerenberg i perioden 2008-2012.

Av utregningen presentert i tabellen over fremgår det at Beerenberg har hatt en omløpsulempe i alle år. Dette tyder på at bransjen har vært mer effektiv i utnyttelsen av netto driftseiendelene enn Beerenberg. Av regnskapene til Beerenberg og selskapene i den

komparative bransjen fremkommer det at Beerenberg har en betydelig større andel netto driftseiendeler en bransjesnittet. Dette skyldes hovedsakelig mye goodwill og immaterielle eiendeler. Dette er trolig årsaken til den store forskjellen i omløpet til netto driftseiendeler og dermed den negative omløpsfordelen. Man ser at omløpsulempen øker midt i perioden for så falle mot slutten. Endringen i omløpsulempen skyldes bransjens midlertidige bedring i omløpshastighet midt i perioden.

Ressursfordel

Samlet sett kan marginfordelen og omløpsfordelen oppsummeres i ressursfordel fra drift. Ressursfordelen representerer fordelens selskapet har som følge av selskapets drift og bruk av driftseiendeler.

	2008	2009	2010	2011	2012	Vektet snitt
Marginfordel	-0,090	-0,065	-0,021	0,062	0,092	0,020
Omløpsfordel	-0,130	-0,219	-0,230	-0,080	-0,081	-0,136
Ressursfordel drift	-0,220	-0,284	-0,251	-0,018	0,011	-0,116

Figur 12.25: Ressursfordel gitt ved margin- og omløpsfordel.

Beerenberg har en positiv trend i ressursfordel fra drift da den går fra å være en stor ulempe til å bli en fordel i 2012.

Gearingfordel

En positiv strategisk driftsfordel vil bli forsterket av gearing, der gearing er selskapets netto finansielle gjeldsgrad. I motsatt fall vil gearing forsterke den negative effekten ved en strategisk driftsulempe.

$$\text{Gearingfordel} = \text{Strategisk driftsfordel} * \text{Netto finansiell gjeldsgrad}$$

Figur 12.26: Formel for utregning av gearingfordel fra drift.

Ettersom det i dekomponeringen av den strategiske driftsfordelen kun er gjennomført for perioden 2008 til 2012 som følge av manglende bransjetall for 2013 er den strategiske driftsfordelen for 2013 beregnet direkte med følgende formel:

$$\text{Strategisk driftsfordel} = \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} = \text{ndr} - \text{ndk}$$

Figur 12.27: Formel for utregning av strategisk driftsfordel direkte uten dekomponering.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Strategisk driftsfordel	-0,132	-0,047	-0,038	-0,002	0,038	0,092	0,015
* Netto finansiell gjeldsgrad	2,455	2,997	3,009	2,944	4,005	5,008	3,716
= Gearingfordel drift	-0,324	-0,142	-0,115	-0,006	0,150	0,459	0,103

Figur 12.28: Gearingfordel for Beerenberg 2008-2013.

Som tidligere ser man at selskapet går fra ha en ulempe til å ha en fordel gjennom analyseperioden. Da gearingfordelen måler virkningen av gearing fra den strategiske driftsfordelen er det å vente at de har samme utvikling. Vi ser imidlertid at selskapets netto finansielle gjeldsgrad har doblet seg fra 2008 til 2013. Av den grunn kan vi si at Beerenbergs gode utvikling i strategisk driftsfordel er blitt ytterligere forsterket gjennom økt bruk gearing.

Driftsfordel

Summen av ressursfordel, bransjefordel og gearingfordel resulterer i Beerenbergs samlede driftsfordel.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Ressursfordel	-0,220	-0,284	-0,251	-0,018	0,011		-0,116
+ Bransjefordel	0,087	0,237	0,213	0,016	0,026		0,099
= Strategisk driftsfordel	-0,132	-0,047	-0,038	-0,002	0,038	0,092	0,015
+ Gearingfordel	-0,324	-0,142	-0,115	-0,006	0,150	0,459	0,103
= Driftsfordel	-0,457	-0,189	-0,153	-0,007	0,188	0,550	0,118

Figur 12.29: Driftsfordel for Beerenberg 2008-2013.

Man ser hvordan selskapet har hatt en sterk positiv trend i driftsfordelen gjennom hele analyseperioden. Beerenberg hadde en meget stor driftsulempe i 2008 som har forbedret seg gradvis fra år til år til å bli en meget stor driftsfordel i 2013. Høy gearing sørger for at den strategiske driftsfordelen blir forsterket mange ganger og gir dermed en veldig høy driftsfordel de siste årene av analyseperioden.

12.4 Oppsummering av strategisk fordel

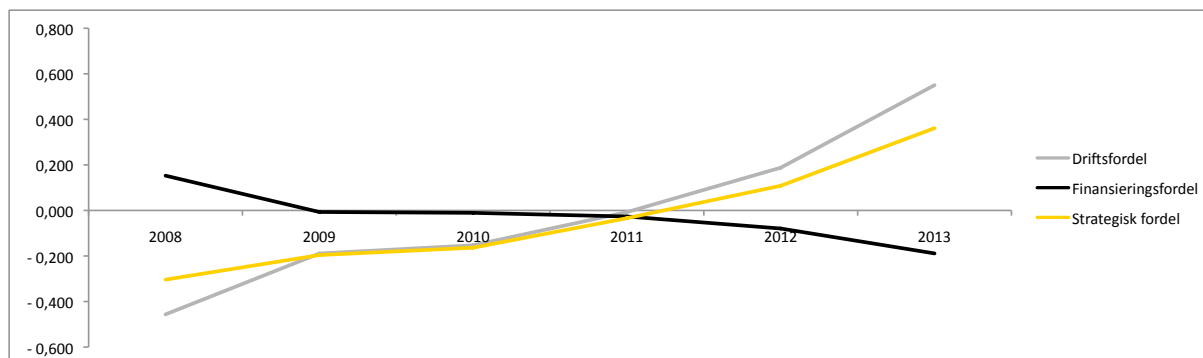
Analysen og dekomponeringen av Beerenbergs strategiske fordel kan oppsummeres som vist i tabellen under.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,128	-0,012	-0,006	-0,022	-0,079	-0,186	-0,066
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,025	0,005	-0,005	-0,004	-0,001	-0,002	-0,001
= Finansieringsfordel	0,153	-0,007	-0,011	-0,027	-0,079	-0,189	-0,067
Marginfordel drift	-0,090	-0,065	-0,021	0,062	0,092		0,020
+ Omløpsfordel drift	-0,130	-0,219	-0,230	-0,080	-0,081		-0,136
= Ressursfordel drift	-0,220	-0,284	-0,251	-0,018	0,011		-0,116
+ Bransjefordel	0,087	0,237	0,213	0,016	0,026		0,099
= Strategisk driftsfordel	-0,132	-0,047	-0,038	-0,002	0,038	0,092	0,015
+ Gearingfordel drift	-0,324	-0,142	-0,115	-0,006	0,150	0,459	0,103
= Driftsfordel	-0,457	-0,189	-0,153	-0,007	0,188	0,550	0,118
= Strategisk fordel	-0,304	-0,196	-0,164	-0,034	0,108	0,361	0,051

Figur 12.30: Oversikt over dekomponeringen av Beerenbergs strategiske fordel 2008-2013.

Den negative trenden i finansieringsfordel skyldes høyere gjeldsrente enn gjeldskrav, samt økt finansiell gjeldsgrad. Videre har selskapet opplevd sterk vekst i alle de dekomponerte driftsfordelene som har resultert i at den samlede driftsfordelen har gått fra å være negativ til

å bli sterkt positiv i 2013. Høy gjeldsgrad sørger for at gearingfordelen fra drift er meget høy. Samlet sett har Beerenberg en strategisk fordel på hele 36,1% i 2013.



Figur 12.31: Drifts- og finansieringsfordel, samt samlet strategisk fordel for Beerenberg 2008-2013.

13. Analyse av vekst i driftsinntekter

Analysen av rentabiliteter, krav og strategisk fordel har gitt god innsikt i lønnsomheten til Beerenberg og bransjen. Når man senere skal fremskrive og prognostisere regnskapene til Beerenberg må man også ha kunnskap om selskapets historiske vekst. Gjennom å regne ut inntektsveksten i selskapet og bransjen vil man få innsikt i hvordan selskapets vekst har vært i forhold til bransjen, samt hvordan veksten er i bransjen som helhet. Vekst i driftsinntekt beregnes på følgende måte:

$$\text{Driftsinntektsvekst}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_t - \text{Driftsinntekter}_{t-1}}{\text{Driftsinntekter}_{t-1}}$$

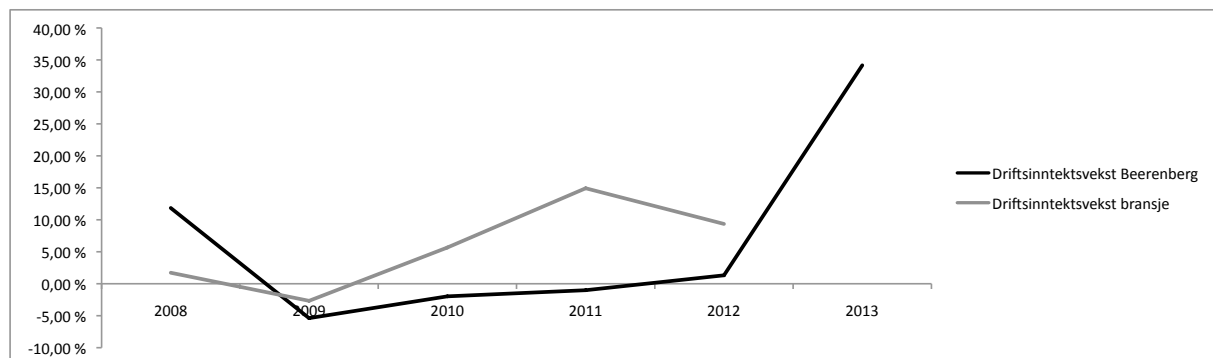
Figur 13.1: Formel for beregning av driftsinntektsvekt.

Driftsinntektsveksten angir prosentvis endring i driftsinntekter fra foregående år. Ettersom jeg ikke har bransjetall for 2013 har jeg valgt å inkludere både gjennomsnitt med og uten 2013 for sammenligningsformål.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt	Snitt eks. 2013
Driftsinntektsvekst Beerenberg	11,85 %	-5,38 %	-1,97 %	-1,01 %	1,32 %	34,16 %	6,49 %	0,96 %
Driftsinntektsvekst bransje	4,54 %	-3,48 %	3,44 %	10,53 %	7,36 %			4,48 %

Figur 13.2: Driftsinntektsvekst for Beerenberg og bransjen med gjennomsnitt for både 2008-2012 og 2008-2013.

Det er stor variasjon i driftsinntektsveksten til bransjen mellom årene i analyseperioden, og mellom Beerenberg og bransjen. Beerenberg hadde god vekst i 2008, nedgang i 2009, omtrent nullvekst i årene 2010 til 2012 og en vekst i driftsinntekter på hele 34% i 2013. Av årsrapporten for 2013 kan man lese at den sterke veksten i 2013 skyldes positiv utvikling i aktivitetsnivået for eksisterende kontrakter på norsk sokkel, samt øket aktivitet i internasjonale markeder.



Figur 13.3: Driftsinntektsvekst for Beerenberg og bransjen.

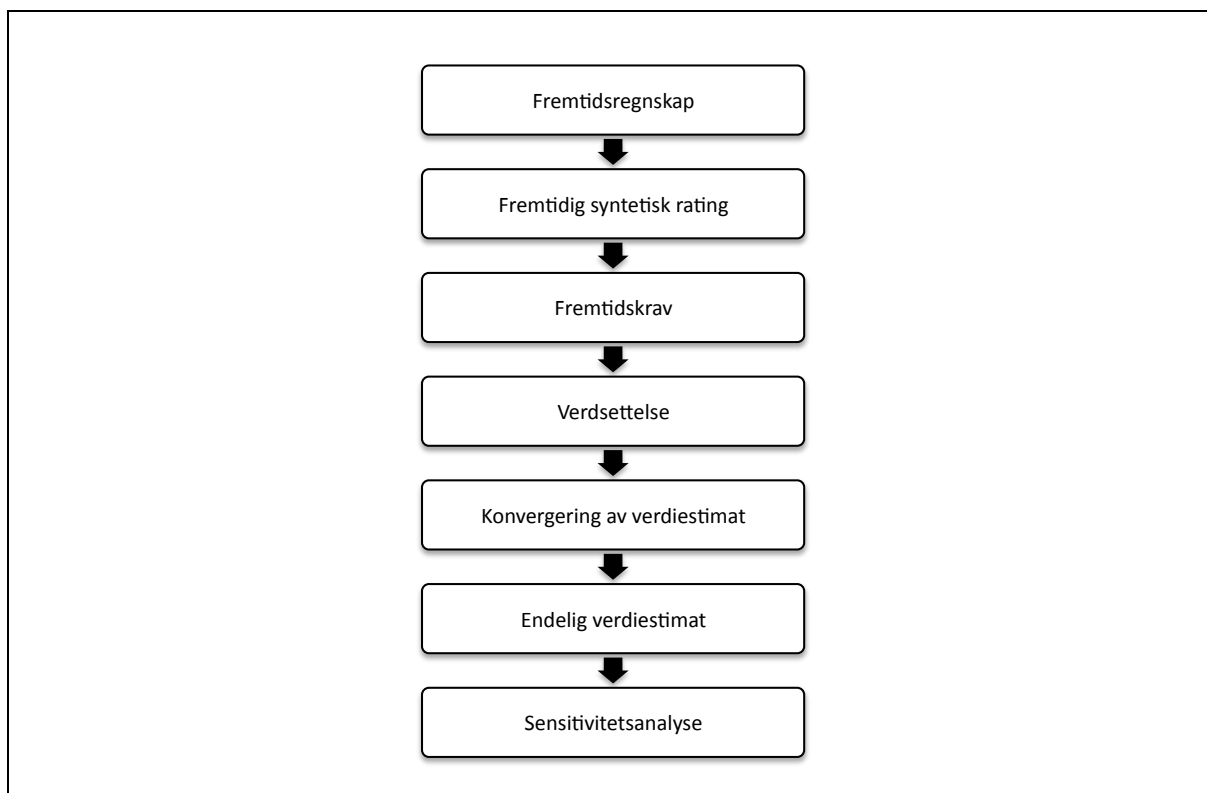
Sammenligning av gjennomsnittene uten 2013 viser stor forskjell mellom Beerenberg og bransjen. Beerenberg har i snitt hatt rundt 0,96% årlig vekst i perioden 2008 til 2012, mens bransjen har hatt en årlig vekst på 4,48% i gjennomsnitt. Ser man på Beerenbergs gjennomsnitt inkludert 2013 ser man derimot at gjennomsnittet øker til 6,5% som følge av den store veksten i 2013.

Ettersom bransjens regnskapstall for 2013 ikke er tilgjengelige er det vanskelig å si noe konkret om Beerenbergs trend i forhold til bransjens. Jeg finner det derimot lite sannsynlig at bransjen har opplevd samme vekst i 2013 som det Beerenberg har opplevd og vi kan dermed slå fast at Beerenberg har økt sine markedsandeler i det norske markedet. Fra tidligere i utredningen husker vi at store deler av inntektsveksten i 2013 skyldes økt omsetning fra eksisterende kontrakter på norsk sokkel noe som også kan tyde på økt markedsandel på det norske markedet.

Del 4: Verdsettelse

Til nå i oppgaven er det gjennomført en strategisk analyse hvor markedet, bransjen og Beerenberg er gjennomgått. Det er også gjennomført en regnskapsanalyse med fokus på risiko og avkastningskrav, samt en strategisk lønnsomhetsanalyse av Beerenberg og den komparative bransjen. Hovedformålet med den strategiske analysen og regnskapsanalysen har vært å få innsikt i hvilke underliggende faktorer som styrer etterspørselen i bransjen og lønnsomheten til Beerenberg. Denne innsikten er skal nå brukes til å predikere selskapets resultater frem i tid.

De fremtidige resultatene vil deretter bli brukt til å estimere fremtidig syntetisk rating for selskapet, samt nye avkastningskrav basert på fremtidige markedsutsikter og kapitalvekter. Til slutt vil jeg komme med et verdiestimat på egenkapitalen til Beerenberg basert på tre ulike verdsettelsesmetoder; egenkapital-, sysselsattkapital- og netto driftskapitalmetoden. Gjennom en konvergeringsprosess av resultatet fra de tre metodene vil det endelige estimatet på egenkapitalverdi bli beregnet. Avslutningsvis vil det bli gjennomført en sensitivitetsanalyse for å belyse hvordan usikkerheten i de predikerte variablene påvirker det endelige verdiestimatet på Beerenbergs egenkapital.



Figur 13.4: Verdsettelsesprosessen.

14. Fremtidsregnskap

Første del av verdsettelsesprosessen er budsjettering av fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet vil hovedsaklig bygge på analysene som er gjennomført i utredningen frem til nå. Ved beregning av selskapets egenkapitalverdi er det fremtidsregnskapet som legges til grunn og predikeringen vil derfor være den viktigste delen av selve verdsettelsen av selskapet.

Metode

Det finnes flere ulike metoder for beregning og utarbeiding av fremtidsregnskap. De aller fleste innebærer prognostisering av noen eller flere regnskapsdrivere. Generelt kan vi si at jo flere regnskapsdrivere som prognostiseres jo mer detaljert vil fremtidsregnskapet bli. En vil da ha mulighet til å justere ulike regnskapsstørrelser individuelt og kan dermed tilpasse hver og en etter hvordan man mener den enkelte størrelsens fremtidsutvikling vil bli. Problemet med detaljert prognostisering er at usikkerheten øker jo flere størrelser man velger å prognostisere, dette gjelder spesielt når tidshorisonten blir lang. Ved å fokusere på de viktigste regnskapsdriverne vil usikkerheten i estimatene bli lavere og metoden er derfor å foretrekke ved lengre tidshorisont på prognostiseringen.

Jeg har valgt å benytte meg av en metode som baserer seg på å fremskrive 7 regnskapsdrivere. Regnskapsdriverne er de samme som ble gjennomgått under analysen av selskapets strategiske fordel. Metoden er hentet fra Knivsflå (2014) og Penman (2013). Følgende regnskapsdrivere bli benyttet til å prognostisere regnskapene til Beerenberg:

1. Driftsinntektsvekst
2. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler
3. Netto driftsmargin
4. Finansiell gjeldsdel
5. Finansiell eiendelsdel
6. Finansiell gjeldsrente
7. Finansiell eiendelsrentabilitet

De 3 første regnskapsdriverne vil forklare de viktigste trekkene ved selskapets fremtidige driftsutvikling, mens de resterende 4 forklarer den viktigste utviklingen knyttet til selskapets finansielle stilling og utvikling. Jeg vil underveis vise utviklingen i regnskapsdriverne

grafisk slik at leseren enkelt kan se fremtidige trender og utvikling før jeg avslutningsvis oppsummerer og presenterer alle regnskapsdriveren i en tabell sammen med det prognostiserte resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen.

Tidshorisont

Når en skal utarbeide fremtidsregnskapet er valg av tidshorisont viktig. Verdsettelsen bygger på antakelse om at selskapet vil bli drevet i evig tid. Det vil derimot være umulig å utarbeide fremtidsregnskap for evig tid. Tidshorizonten angir hvor mange år frem i tid en skal prognostisere regnskapet. Etter tidshorizonten antar man at selskapet er kommet i ”steady-state” og hvor utviklingen i vekst og regnskapsdrivere er konstant.

Når det er rimelig å anta at ”steady state” inntreffer er avgjørende for valg av tidshorisont. Dersom selskapet opererer i en vekstbransje med vekst godt over den langsiktige veksten i økonomien vil tiden til ”steady state” være lengre enn for en moden bransje med vekst tilnærmet lik den generelle økonomiske veksten. I tillegg er det viktig å være oppmerksom på at kvaliteten i fremskrivingen faller jo lengre frem i tid man fremskriver. Man kan relativt lett predikere veksten for neste år, mens det er stor usikkerhet rundt veksten 20 år frem i tid.

Jeg har valgt en tidshorisont på 12 år, hvor jeg antar at selskapet kommer i ”steady state” i slutten av prognoseperioden. Stor variasjon i driftsinntektsveksten i Beerenberg og bransjen, samt stor vekst i enkelte år tyder på at en ikke er i ”steady state”. Produktutvikling og internasjonalisering er også et tegn på at tidshorizonten bør være relativt lang.

Rentabiliteter

Under regnskapsanalysen ble rentabilitetene beregnet på bakgrunn av gjennomsnittlige kapitalstørrelser hvor forutsetningen var at kapitalendringene skjedde midt i året. Når vi nå skal se fremover og beregne fremtidige rentabiliteter, avkastningskrav og regnskapsdrivere går vi over til å forutsette at all kontantstrøm skjer 31.12, og en benytter dermed inngående kapital under beregning av rentabiliteter og krav.

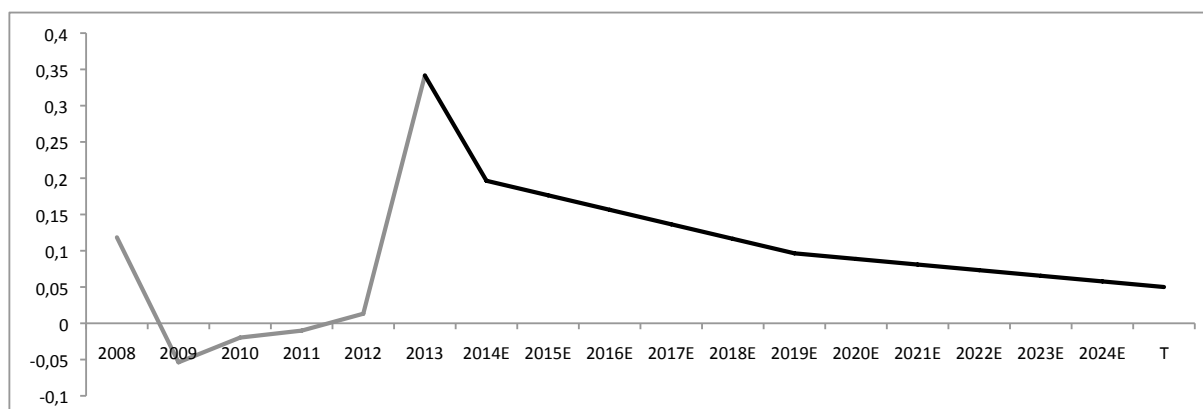
$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Netto resultat til kapital}}{\text{Inngående kapital}}$$

Figur 14.1: Formel for beregning av rentabiliteter for fremtidsanalysen.

14.1 Driftsinntektsvekst

Fra den strategiske analysen husker vi at produktutvikling var en av Beerenbergs sterkeste fordel og mulighet for fremtidig vekst. Jeg tror Beerenberg som følge av økt salg av egenutviklede produkter og tjenester både innenfor eksisterende kontrakter og internasjonalt vil oppleve vekst i driftsinntektene over bransjegjennomsnittet for fremskrivingsperioden. Jeg finner det videre lite sannsynlig at den ekstremt sterke veksten i driftsinntekter som selskapet opplevde i 2013 vil kunne fortsette i like stor grad i fremtiden.

Jeg tror at Beerenbergs vil oppleve høy, men avtakende driftsinntektsvekst de neste seks årene som følge av økt internasjonal aktivitet, samtidig som aktivitetsnivået på norsk sokkel fortsatt er høyt. Videre tror jeg veksten internasjonalt vil avta og vekstraten vil falle noe kraftigere mot steady state. Årene etter finanskrisen har ført til kostnadsfokus hos kundene, men jeg tror økt vedlikeholdsbehov på eldre plattformer, samt utbygging av nye oljefelt vil føre til at bransjen i fremtiden også vil oppleve vekst. Fremtidig vekst i bransjen underbygges av markedsrapportene til Rystad Energy og Norsk Olje og Gass som ble presentert i utredningens første del. Jeg har satt veksten i steady state til 5%. En langsiktig vekst på 5% er et nøkternt anslag da man ofte regner den langsiktige veksten i økonomien til å være om lag 6% (Knivsflå 2014).



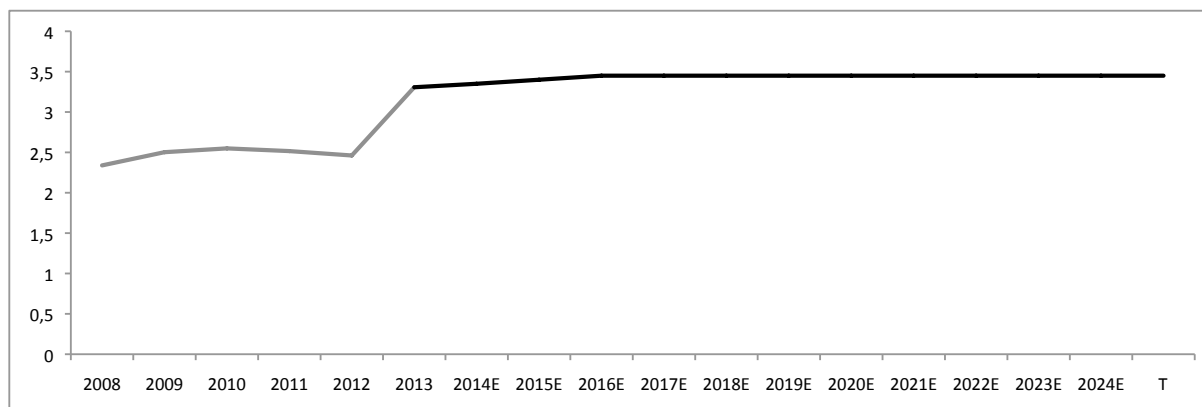
Figur 14.2: Historisk og fremtidig driftsinntektsvekst.

Ettersom driftsinntektene for første fremskrivingsår er gitt omløpshastigheten til netto driftseiendeler for samme år benytter jeg fremskriving av omløpshastigheten for å finne driftsinntektsveksten for 2014. Ifølge Knivsflå (2014) har omløpshastigheten til netto driftseiendeler en tendens til å være mer stabil enn driftsinntektsveksten, og den vil dermed være bedre egnet til fremskriving. Ved en budsettert omløpshastighet på netto driftseiendeler på 2,8 finner vi da driftsinntektsveksten implisitt til å være 19,6%, en markant

nedgang fra foregående år, men fortsatt høy vekst. De fem neste årene frem til 2019 antar jeg at veksten vil falle med 2 prosentpoeng årlig, for deretter og reverseres mot den langsiktige veksten i økonomien på 5% i siste fremskrivingsår.

14.2 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Fra analysen av selskapets strategisk fordel kom det frem at Beerenbergs omløpshastighet lå under bransjesnittet for analyseperioden, noe som delvis kunne forklares av selskapets høye andel goodwill og immaterielle eiendeler i forhold til bransjen. Omløpshastigheten økte siste år av analyseperioden på grunn av økte leveranser innenfor eksisterende kontrakter. Ettersom jeg antar at deler av inntektsveksten vil komme fra eksisterende kontrakter er det naturlig å anta at forholdstallet vil øke de neste årene og nærme seg bransjesnittet. Jeg antar at omløpshastigheten vil øke noe de første 3 årene av fremskrivingsperioden før det stabiliserer seg noe under bransjesnittet som følge av store forskjeller i goodwill og immaterielle eiendeler.



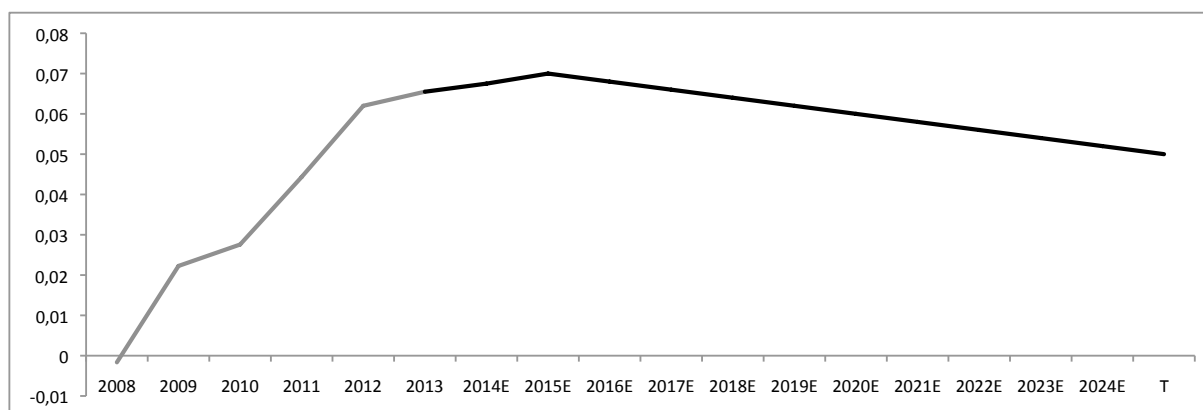
Figur 14.3: Historisk og fremtidig omløpshastig til netto driftseiendeler.

14.3 Netto driftsmargin

I lønnsomhetsanalysen ble det funnet at Beerenberg har opplevd en voldsom forbedring i netto driftsmargin gjennom analyseperioden. Økningen ble i stor grad forklart av forbedret kostnadseffektivitet, samt økt salg av egenutviklede produkter og tjenester.

For de første årene av fremskrivingsperioden antar at selskapet vil oppleve en bedring i netto driftsmargin som følge av videre effektivisering og økt salg av egenutviklede produkter. Fra 2015 antar jeg at selskapets netto driftsmargin vil falle mot en langsiktig netto driftsmargin

på 5% i år T. Fra den strategiske analysen husker vi at selskapets kostnadseffektivitet var et midlertidig fortrinn, og det vil derfor være rimelig å anta at konkurrentene i bransjen vil utligne denne fordelene på tid. Dersom antakelsen holder vil det videre være rimelig å tro at konkurransen om de langsiktige rammekontraktene vil føre til at marginen presses. Jeg tror Beerenbergs netto driftsmargin vil ligge noe over bransjesnittet som følge av den varige fordelene selskapet har fra produktutvikling. Som vi vet er marginen på egenutviklede produkter og tjenester høyere en de tradisjonelle ISO-tjenestene, og vi kan derfor anta at selskapet vil kunne opprettholde en bedre driftsmargin enn bransjen.

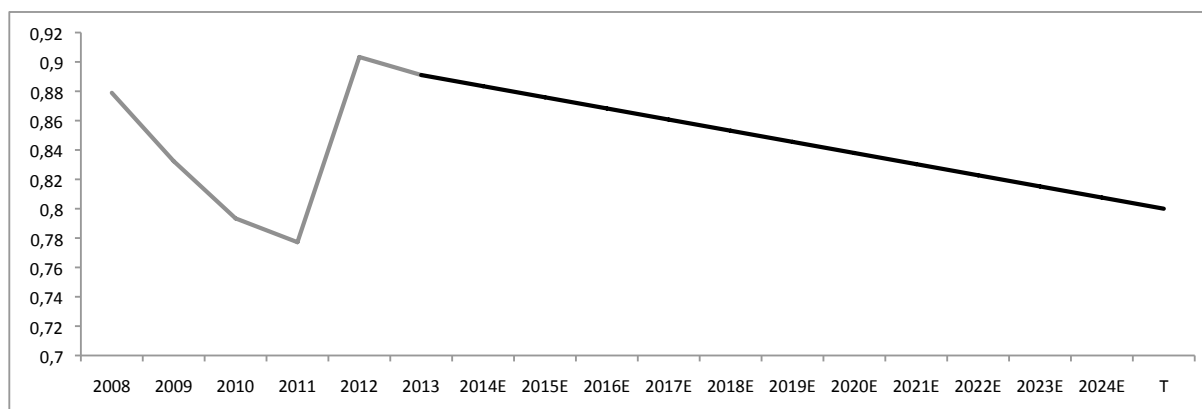


Figur 14.4: Historisk og fremtidig netto driftsmargin.

14.4 Finansiell gjeldsdel

Finansiell gjeldsdel er definert som finansiell gjeld over netto driftseiendeler. Av figuren på neste siden kan man se at selskapets historiske finansielle gjeldsdel har blitt redusert hvert år med unntak av 2012, hvor selskapet økte sin finansielle gjeld med 143 millioner.

Ettersom Beerenberg fikk nye eiere og samtidig refinansierte gjelden i 2013 bør en ikke legge for mye vekt på den historiske finansielle gjeldsdelen. Av regnskapsnotene til selskapet fremgår det at konsernets mål for kapitalstyring er å sikre fremtidig drift for å gi avkastning til eierne og opprettholde en optimal kapitalstruktur for å redusere kapitalkostnaden. Av dette trekker jeg at Beerenberg også i fremtiden vil ha høy gjeldsandel, men jeg antar at gjeldsdelen vil reduseres som følge av økning i netto driftseiendeler. Jeg anta at gjeldsdelen faller lineært til den når ”steady state” på 80% i år T. Dette gir en egenkapitalprosent i steady state på 18,2%, noe som er litt under bransjesnittet.

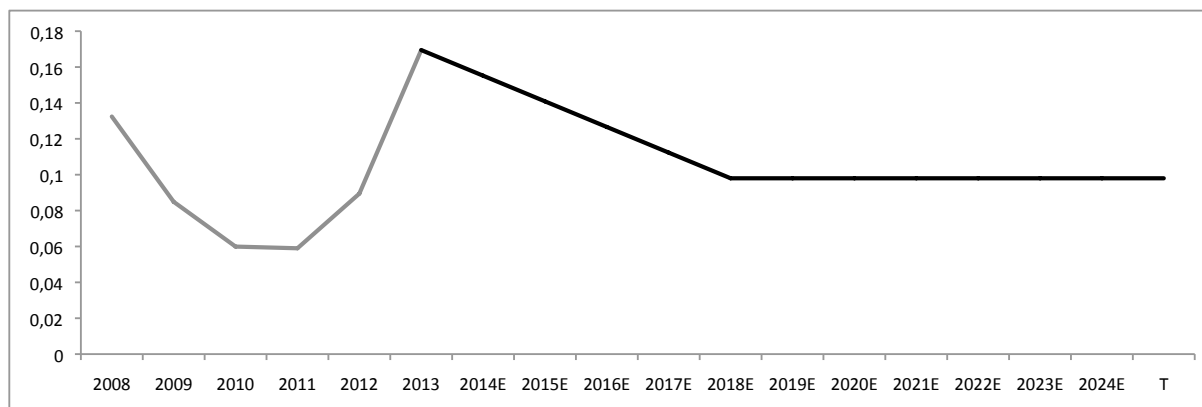


Figur 14.5: Historisk og fremtidig finansiell gjeldsdel.

14.5 Finansiell eiendelsdel

Den finansielle eiendelsdelen er andelen finansiell gjeld over netto driftseiendeler. Gjennom analyseperioden falt eiendelsdelen fra 2008 til 2011, for deretter å stige frem mot 2013. Variasjonene i eiendelsdelen skyldes i hovedsak endring i bankinnskudd og kontanter. Gjennomsnittlig eiendelsdel over analyseperioden var 9,8%.

Ettersom selskapets finansielle eiendeler for det meste består av finansielle fordringer og bankinnskudd og kontanter tror jeg eiendelsdelen vil vende tilbake til det historiske gjennomsnittet på 9,8%. Det vil være lite hensiktsmessig for selskapet og holde mer bankinnskudd og kontanter enn det som behøves for å gjennomføre driften, samtidig som en for lav kontantandel vil svekke selskapets likviditet og fleksibilitet. Jeg tror videre at selskapets finansielle fordringsandel vil være uendret i fremtiden i forhold til gjennomsnittet. Jeg har valgt å reversere eiendelsdelen fra 2013-nivå til det historiske gjennomsnittet over en 5-års periode, etter dette antar jeg at eiendelsdelen vil være konstant og i ”steady state”.

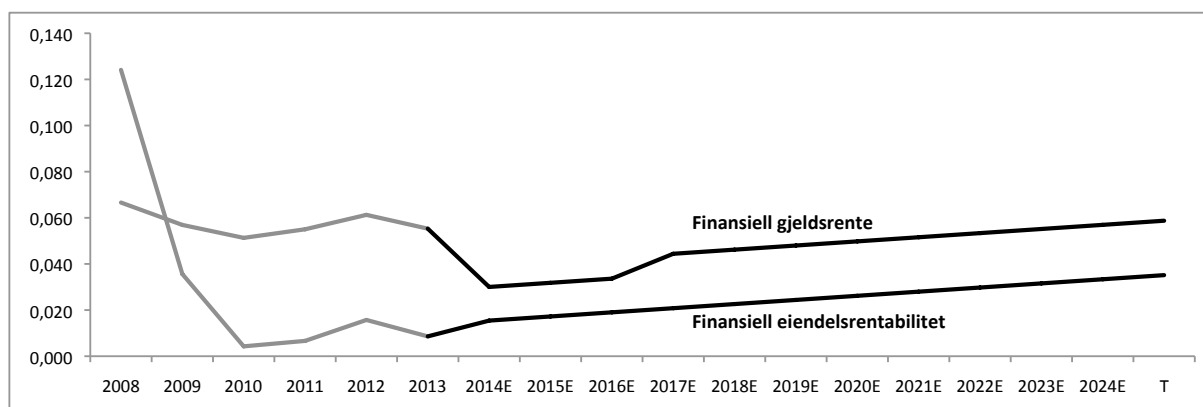


Figur 14.6: Historisk og fremtidig finansiell eiendelsdel.

14.6 Finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet

Fra analysen av strategisk finansieringsfordel husker vi at Beerenberg hadde en stor finansiell gjeldsulempe, hvor ulempen ble veldig forsterket av høy gjeldsgrad. Selskapet hadde også en marginal finansiell eiendelsfordel i slutten av analyseperioden. Dersom man forutsetter effektive markeder og at den bokførte verdien av finansiell gjeld og eiendeler er lik virkelig verdi er det rimelig å anta at fremtidig finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet vil være lik kravene (Knivsflå, 2014).

Av selskapets årsrapporter kommer det fram at selskapets rentebærende gjeld er bokført til virkelig verdi. Det er derfor for fremtidsregnskapet rimelig å anta at selskapet vil oppnå gjeldsrente lik krav da en gjeldsulempe på sikt kan elimineres ved reforhandling av gjeld. Videre antar jeg at den finansielle eiendelsrentabiliteten vil være lik det finansielle eiendelskravet. Fremtidig gjelds- og eiendelskrav vil bli diskutert i kapittel 17.2. Utviklingen i fremtidig finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet er oppsummert i grafen under.



Figur 14.7: Historisk og fremtidig finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet.

14.7 Fremtidsregnskap

På bakgrunn av de bestemte budsjett drivere kan nå fremtidsregnskapet beregnes fra regnskapstallene fra 2013. Regnskapsdriverne for hvert av årene frem til tidshorisonten er presentert i tabellen under.

Fremtidige regnskapsdrivere - del 1	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Driftsinntektsvekst	0,342	0,196	0,176	0,156	0,136	0,116	0,096
Omløpeshastighet til netto driftseiendeler	2,706	2,800	2,900	3,000	3,000	3,000	3,000
Netto driftsmargin	0,065	0,068	0,070	0,068	0,066	0,064	0,062
Finansiell gjeldsdel	0,891	0,883	0,876	0,868	0,861	0,853	0,846
Finansiell eiendelsdel	0,131	0,125	0,118	0,111	0,105	0,098	0,098
Finansiell gjeldsrente	0,055	0,030	0,032	0,034	0,044	0,046	0,048
Finansiell eindelsrentabilitet	0,009	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024

Fremtidige regnskapsdrivere - del 2	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Driftsinntektsvekst	0,089	0,081	0,073	0,065	0,058	0,050
Omløpeshastighet til netto driftseiendeler	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Netto driftsmargin	0,060	0,058	0,056	0,054	0,052	0,050
Finansiell gjeldsdel	0,838	0,830	0,823	0,815	0,808	0,800
Finansiell eiendelsdel	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098
Finansiell gjeldsrente	0,050	0,052	0,053	0,055	0,057	0,059
Finansiell eindelsrentabilitet	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033	0,035

Figur 14.8: Regnskapsdrivere for fremtidsregnskap.

Resultatregnskap

Driftsinntekter, netto driftsresultat, finansinntekter og –kostnader stammer alle direkte fra regnskapsdriverne. Netto betalt utbytte er en residualpost som kommer fra den fremtidige kontantstrømmen. I modellen er netto betalt utbytte det samme som fri kontantstrøm til egenkapital.

Fremtidig resultatregnskap - del 1	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Driftsinntekter	1 926 939	2 305 498	2 712 316	3 136 674	3 564 692	3 979 822	4 363 699
Netto driftsresultat	126 200	155 621	189 862	213 294	235 270	254 709	270 549
Netto finansinntekter	713	1 669	2 009	2 347	2 753	3 139	3 478
Nettoresultat til sysslesatt kapital	126 913	157 290	191 871	215 640	238 023	257 847	274 027
Netto finanskostnad	37 411	22 033	26 294	30 783	45 815	52 749	59 551
Nettoresultat til egenkapital	89 502	135 257	165 576	184 857	192 208	205 098	214 476
Unormalt netto driftsresultat	-19 915	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	-507	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	69 079	135 257	165 576	184 857	192 208	205 098	214 476
Netto betalt utbytte	0	107 511	138 013	149 217	157 351	172 536	170 859
Endring i egenkapital	69 079	27 747	27 563	35 641	34 857	32 562	43 617

Fremtidig resultatregnskap - del 2	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Driftsinntekter	4 750 817	5 135 494	5 511 556	5 872 481	6 211 574	6 522 153
Netto driftsresultat	285 049	297 859	308 647	317 114	323 002	326 108
Netto finansinntekter	4 064	4 694	5 360	6 055	6 768	7 489
Nettoresultat til sysslesatt kapital	289 113	302 553	314 007	323 169	329 770	333 596
Netto finanskostnad	66 656	73 977	81 409	88 833	96 120	103 132
Nettoresultat til egenkapital	222 457	228 576	232 599	234 336	233 650	230 464
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	222 457	228 576	232 599	234 336	233 650	230 464
Netto betalt utbytte	177 093	182 034	185 543	187 513	187 872	181 571
Endring i egenkapital	45 364	46 542	47 056	46 823	45 779	48 893

Figur 14.9: Fremtidig resultatregnskap.

Balanse

I balansen finnes netto driftseiendeler, finansielle eiendeler og finansiell gjeld fra regnskapsdriverne og resultatregnskapet et år frem i tid da rentabiliteter blir beregnet på inngående kapital. Endring i egenkapital stammer fra det budsjetterte resultatregnskapet.

Fremtidsbalanse - del 1	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Netto driftseiendeler	823 392	935 281	1 045 558	1 188 231	1 326 607	1 454 566	1 583 606
Finansielle eiendeler	108 127	116 588	123 367	132 283	138 848	142 548	155 193
Sysselsatte eiendeler	931 519	1 051 869	1 168 925	1 320 514	1 465 455	1 597 114	1 738 799
Egenkapital	197 819	225 566	253 129	288 770	323 626	356 188	399 805
Finansiell gjeld	733 700	826 303	915 796	1 031 744	1 141 829	1 240 926	1 338 994
Sysslesatt kapital	931 519	1 051 869	1 168 925	1 320 514	1 465 455	1 597 114	1 738 799

Fremtidsbalanse - del 2	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Netto driftseiendeler	1 711 831	1 837 185	1 957 494	2 070 525	2 174 051	2 282 753
Finansielle eiendeler	167 759	180 044	191 834	202 911	213 057	223 710
Sysselsatte eiendeler	1 879 591	2 017 229	2 149 328	2 273 436	2 387 108	2 506 463
Egenkapital	445 169	491 710	538 766	585 589	631 368	680 261
Finansiell gjeld	1 434 422	1 525 519	1 610 562	1 687 847	1 755 740	1 826 203
Sysslesatt kapital	1 879 591	2 017 229	2 149 328	2 273 436	2 387 108	2 506 463

Figur 14.10: Fremtidsbalanse for Beerenberg.

Kontantstrøm

I den fremtidige kontantstrømmen fremkommer alle resultatstørrelsene direkte fra det fremtidige resultatregnskapet, mens endringspostene er beregnet fra fremtidsbalansen. Størrelsene fri kontantstrøm fra/til drift-, sysselsatt kapital og –egenkapital vil senere bli neddiskontert for å finne den virkelige verdien av henholdsvis netto driftskapital, sysselsattkapital og egenkapital.

Fremtidig kontantstrøm - del 1	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Netto driftsresultat	126 200	155 621	189 862	213 294	235 270	254 709	270 549
Unormalt netto driftsresultat	-19 915	0	0	0	0	0	0
Økning i netto driftseiendeler	96 397	111 889	110 277	142 673	138 377	127 959	129 039
Fri kontantstrøm fra drift	9 888	43 732	79 586	70 621	96 893	126 749	141 510
Netto finansinntekter	713	1 669	2 009	2 347	2 753	3 139	3 478
Unormale netto finansinntekter	1 373	0	0	0	0	0	0
Økning i finansielle eiendeler	49 660	8 461	6 779	8 916	6 565	3 700	12 646
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-37 686	36 940	74 815	64 052	93 082	126 188	132 342
Netto finanskostnad	37 411	22 033	26 294	30 783	45 815	52 749	59 551
Unormale netto finanskostnader	1 881	0	0	0	0	0	0
Økning i finansiell gjeld	76 978	92 603	89 492	115 948	110 085	99 097	98 068
Fri kontantstrøm til egenkapital	0	107 511	138 013	149 217	157 351	172 536	170 859

Fremtidig kontantstrøm - del 2	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Netto driftsresultat	285 049	297 859	308 647	317 114	323 002	326 108
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
Økning i netto driftseiendeler	128 226	125 354	120 309	113 031	103 526	108 703
Fri kontantstrøm fra drift	156 823	172 505	188 338	204 083	219 476	217 405
Netto finansinntekter	4 064	4 694	5 360	6 055	6 768	7 489
Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0
Økning i finansielle eiendeler	12 566	12 285	11 790	11 077	10 146	10 653
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	148 322	164 914	181 909	199 061	216 098	214 241
Netto finanskostnad	66 656	73 977	81 409	88 833	96 120	103 132
Unormale netto finanskostnader	0	0	0	0	0	0
Økning i finansiell gjeld	95 428	91 097	85 043	77 285	67 893	70 463
Fri kontantstrøm til egenkapital	177 093	182 034	185 543	187 513	187 872	181 571

Figur 14.11: Beerenbergs fremtidige kontantstrøm.

15. Fremtidig rating

For å beregne fremtids avkastningskrav må man bestemme Beerenbergs fremtidige kredittrisikopremie. Den historiske kredittrisikopremien ble bestemt av selskapets historiske rating. Ved å beregne Beerenbergs fremtidige rating finner man kredittrisikopremien som legges til grunn ved beregning av fremtidige avkastningskrav.

Likviditetsgrad 1 blir ikke beregnet i fremtids ratingen som følge av at omløpsmidler og kortsiktig gjeld ikke blir bestemt i fremskrivingsmetoden som benyttes. Den beregnede fremtidige rentedeckningsgraden er heller ikke med som forholdstall i den fremtidige ratingen på grunn av endogenitet. Rentedeckningsgraden beregnes ved å dividere netto resultat til sysselsatt kapital på netto finanskostnader. Netto finanskostnader avhenger av den syntetiske ratingen gjennom kredittrisikopremien og den syntetiske ratingen avhenger av netto finanskostnader gjennom rentedeckningsgraden. Den fremtidige syntetiske ratingen vil derfor bli bestemt av forholdstallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Sysselsatt kapital}} * \sum_{t=2008}^{2013} \frac{\text{Sysselsatt kapital}_t}{\text{Totalkapital}_t}$$

Figur 15.1: Formel for utregning av fremtidig egenkapitalprosent.

Når det gjelder egenkapitalprosenten så beregnes den normalt som egenkapital over total kapital. Ettersom vi ikke opererer med total kapital i det prognostiserte regnskapet må vi estimere total kapitalen på bakgrunn av det historiske forholdet mellom sysselsatt kapital og total kapital. Den fremtidige egenkapitalprosenten finnes ved å gange egenkapitalandelen av sysselsatt kapital med det historiske gjennomsnittet av sysselsatt kapitalandel av total kapital.

$$\text{Netto driftsrentabilitet}_t = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_{t-1}}$$

Figur 15.2: Netto driftsrentabilitet beregnet på inngående netto driftseiendeler.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Likviditetsgrad 1												
Rentedekningsgrad	7,139	7,297	7,005	5,195	4,888	4,602	4,337	4,090	3,857	3,638	3,431	3,235
Egenkapitalprosent	0,144	0,145	0,146	0,148	0,149	0,154	0,159	0,163	0,168	0,172	0,177	0,182
Netto driftsrentabilitet	0,189	0,203	0,204	0,198	0,192	0,186	0,180	0,174	0,168	0,162	0,156	0,150

Figur 15.3: Forholdstall for fremtidig syntetisk rating.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Likviditetsgradsrating												
Rentedekningsgradrating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Egenkapitalprosentrating	CCC	CCC	B	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC
Netto driftsrentabilitetsrating	AA	AA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Gjennomsnittsrating	BBB-	BBB-	BBB-	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB

Figur 15.4: Beerenbergs fremtidige syntetiske rating, hvor den samlede gjennomsnittsratingen for fremskrivingsperioden er BBB-. Merk at rentedekningsgrad ikke er med i beregningen av den samlede ratingen som følge av endogenitet.

Selskapets fremtidige ratingen er BBB- for de 3 første årene av fremskrivingsperioden. Fra 2017 faller ratingen til BB som følge av redusert netto driftsrentabilitet. Samlet sett ligger Beerenbergs fremtidsrating noen under bransjens historiske rating som var BB/BBB.

Jeg vil på samme måte som for den historiske ratingen vekte risikopremien etter hvor sterk svak ratingen er for hvert år. Beerenberg får da en kredittrisikopremie på 2,2% i 2014-2016, premien øker til 3,1% fra 2017 da ratingen reduseres fra BBB- til BB.

16. Fremtidige kapitalkostnader

De fremtidige kapitalkostnadene vil hovedsakelig benyttes som diskonteringsrente i verdsettelsen for å finne nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm og superprofitt.

Vektene

Ettersom fremtidskravene skal benyttes til som kapitalkrav ved diskontering av nåverdier under verdsettelsen må det benyttes verdivekter da de skal representere den virkelige kapitalkostnaden (Berk & DeMarzo, 2011). Verdivekter vil si at man bruker markedsverdien av kapitalene i stedet for bokførte verdier. Da man ikke kjenner verdiene før de er estimert må man i første omgang benytte budsjetterte vekter. I kapittel 17.4 vil det gjennomføres en konvergeringsprosess med sekvensiell oppdatering av vektene som vil resultere i eksakte verdivekter.

Utbytteskatt

Gjennom hele utredning er det benyttet størrelser etter skatt. For å beregne den virkelige egenkapitalkostnaden bør man derfor ta hensyn til utbytteskatt ettersom utbytteskatten ikke er systematisk som følge av at noen investeringer er fritatt fra utbytteskatt (Knivsflå, 2014). Fritaksmetoden sier at utbytte over skjermingsgrensen er skattepliktig finansinntekt for personlige skatteyttere, mens norske selskaper er fritatt utbytteskatt.

Formålet med denne utredningen har vært å estimere verdien til Beerenberg under forutsetning om salg til en privat aktør. Med privat aktør menes institusjonelle eiere og ikke private skatteyttere. Som følge av fritaksmetoden velger jeg å se bort i fra utbytteskatt ved beregning av egenkapitalkrav.

Risikofri rente

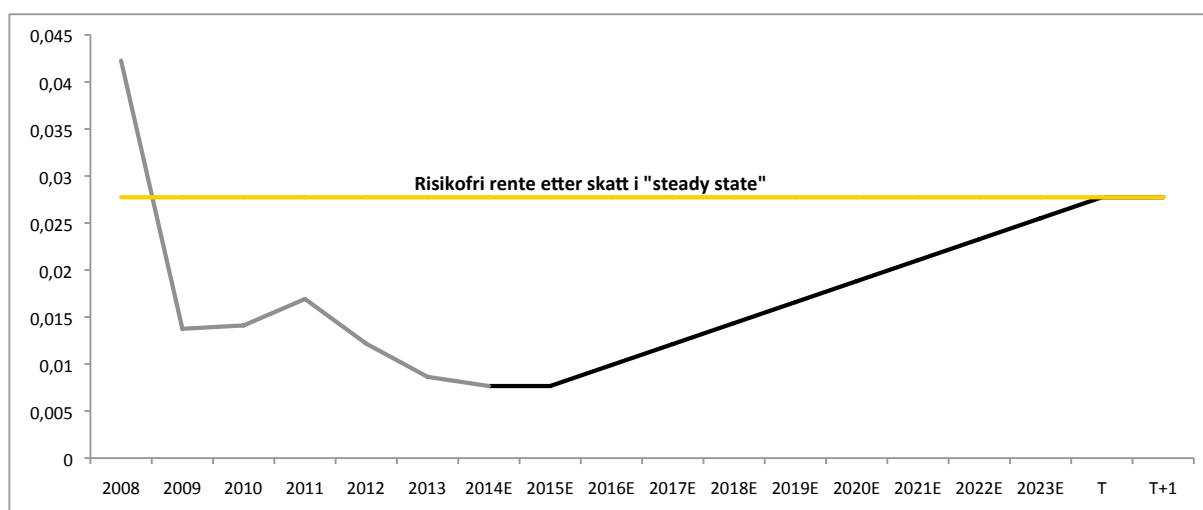
Risikofri rente er såkalt tilbakevendende til gjennomsnittet. Med dette menes at den over tid vil vende tilbake til gjennomsnittet dersom det ikke skjer noen paradigmeskift som endrer normalrenten. Beregninger gjort av Knivsflå (2014) har vist at gjennomsnittlig månedlig NIBOR fra 1996-2013 har vært 4,4%. Av rentebanen publisert i Pengepolitisk rapport 1/14 fremgår det at Norges Bank (2014c) anser det som lite sannsynlig med økt styringsrente før 1. kvartal 2015. Etttersom NIBOR følger utviklingen i styringsrenten fra Norges Bank tett legger jeg derfor til grunn at reversering mot normalnivået ikke starter før i 2015. Videre antar jeg at man når det normale rentenivået i 2024.

Dagens 3M NIBOR på 1,65% (Norges Bank, 2014b, 16. mai) vil dermed ligge fast gjennom 2014 og 2015. Fra 2016 vil renten reverseres lineært mot normalrenten på 4,4% i år T (2024).

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
NIBOR 3M	0,017	0,019	0,022	0,024	0,027	0,029	0,032	0,034	0,037	0,039	0,042	0,044
Kreditrisikopremie bank	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
Risikofri rente før skatt	0,011	0,013	0,016	0,018	0,021	0,023	0,026	0,028	0,031	0,033	0,036	0,038
27% skatt	0,003	0,004	0,004	0,005	0,006	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010
Risikofri rente etter skatt	0,008	0,010	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,026	0,028

Figur 16.1: Risikofri rente etter skatt for fremskrivingsperioden.

Av tabell og graf ser man at den risikofrie renten etter skatt reverseres lineært over fremskrivingsperioden mot normalnivået på 2,8%. Merk at skattesatsen er endret som følge av endring i den generelle selskapskatten i Norge fra 28% til 27% fra og med regnskapsåret 2014. Det er her antatt at bankenes rating vil være AA også i fremtiden som resulterer i en kreditrisikopremie mellom bankene på 0,6%.



Figur 16.2: Reversering av risikofri rente etter skatt tilbake til "normalrenten" over fremskrivingsperioden.

Markedets risikopremie

Når det gjelder å bestemme fremtidig markedsrisikopremie er den vanligste metoden å bruke den historiske premien basert på lang tidshorisont. Markedsrisikoen er konstant over tidshorisonten da dagens risikopremie er beste estimat (Knivslå, 2014). Flere studier og forskere konkluderer med forskjellig markedsrisikopremie alt etter hvor lang tidshorisont og hvilke andre justeringer som benyttes. Knivslå (2014) ved NHH benytter seg av en vektet global markedsrisikopremie på 4,8% før skatt beregnet med data fra Aswath Damodaran. Damodaran (2014b) oppgir en markedsrisikopremie før skatt for Norge på 4,75%, mens

Thore Johnsen ved NHH vanligvis opererer med en markedsrisikopremie før skatt på mellom 4-5%.

Jeg har valgt å benytte meg av Damodarans beregnede markedsrisikopremie for Norge på 4,75%. Den beregnede premien er oppdatert pr. januar 2014 og justert for landrisiko. Da denne er før skatt må vi justere med den norske skattesatsen for å finne markedets risikopremie etter skatt. Det er benyttet normalrenten før skatt på 3,8% som mål på risikofri rente og en skattesats på 27%. Den beregnede markedsrisikopremien er konstant over hele tidshorizonten.

$$mrp_{etter\ skatt} = mrp_{før\ skatt} + (r_f * s)$$

Figur 16.3: Sammenheng mellom markedets risikopremie før og etter skatt.

Markedets risikopremie før skatt	4,75 %
Justering for 27% skatt	1,03 %
Markedets risikopremie etter skatt	5,78 %

Figur 16.4: Markedets risikopremie etter skatt.

Illikviditetspremie

Da målsetningen med verdsettelsen er å finne verdien av selskapet under forutsetning om salg til ny privat aktør og ikke børsnotering må vi også for fremtiden legge til en premie for illikviditet. Jeg har valgt å benytte samme premie som under beregningen av de historiske avkastningskravene på 5% da det i fremtiden ikke antas at investeringens likviditet vil endres.

16.2 Betaverdier

For å kunne beregne fremtidige avkastningskrav er man som i analysen av historiske avkastningskrav nødt til å kjenne betaverdiene til de ulike kapitalene. For fremgangsmåte til beregning av de ulike betaverdiene henvises det til beregningen av de historiske betaverdiene da utregningen foregår på nøyaktig samme vis.

Merk at netto driftsbeta er konstant gjennom hele fremskrivingsperioden og lik den historiske netto driftsbetaen. Dette følger som tidligere nevnt av Miller og Modiglianis første proposisjon som sier at selskapets verdi er uavhengig av finansieringen (DeMarzo & Berk, 2011). Dersom proposisjonen holder må dette også gjelde for fremtiden, og følgelig er netto driftsbeta konstant.

De beregnede betaverdiene som presenteres under er benyttet til å finne egenkapitalbetaen for hvert år og betaverdiene vil bli brukt videre i beregningen av fremtidige avkastningskrav til egenkapital.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Finansiell gjeldsbeta	0,220	0,220	0,220	0,310	0,310	0,310	0,310	0,310	0,310	0,310	0,310	0,310
Finansiell eiendelsbeta	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
Netto finansiell gjeldsbeta	0,249	0,248	0,246	0,348	0,346	0,344	0,344	0,344	0,345	0,345	0,346	0,346
Egenkapitalbeta	3,631	3,622	3,614	3,284	3,280	3,276	3,187	3,103	3,024	2,949	2,878	2,811
Netto driftsbeta	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062	1,062

Figur 16.5: Oppsummering av fremtidige betaverdier.

16.1 Egenkapitalkrav

Det fremtidige egenkapitalkravet blir som det historiske kravet beregnet fra kapitalverdimodellen. Av tabellen under ser man at egenkapitalkravet faller svakt mot midten av tidshorizonten som følge av redusert egenkapitalbeta, for så å stige mot slutten av perioden når egenkapitalbetaen har stabilisert seg og rentenivået øker. Som det historiske egenkapitalkravet er også det fremtidige kravet relativt høyt som følge av høy finansiell gjeldsgrad.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Risikofri rente etter skatt	0,008	0,010	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,026	0,028
Egenkapitalbeta	2,839	2,804	2,766	2,508	2,621	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
Markedets risikopremie	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
Likviditetspremie	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040	0,040
Egenkapitalkrav	0,218	0,218	0,218	0,204	0,212	0,222	0,223	0,225	0,227	0,229	0,231	0,232

Figur 16.6: Fremtidige egenkapitalkrav.

16.2 Finansielle krav

Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav finnes ved å summere risikofri rente med selskapets kredittrisikopremie for hvert enkelt år. Selskapets finansielle gjeldskrav øker i fremtiden fra 3% i 2014 til 5,9% i steady state. Økningen i kravet skjer som følge av økt kredittrisikopremie som følge av svekket rating fra 2017, samt at den risikofrie renten reverseres tilbake til normalnivået over fremskrivingsperioden.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Rating Beerenberg	BBB-	BBB-	BBB-	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Risikofri rente etter skatt	0,008	0,010	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,026	0,028
Kredittrisikopremie	0,022	0,022	0,022	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
Finansielt gjeldskrav	0,030	0,032	0,034	0,044	0,046	0,048	0,050	0,052	0,053	0,055	0,057	0,059

Figur 16.7: Fremtidig finansielt gjeldskrav.

Finansielt eiendelskrav

Ettersom jeg i fremtidsregnskapet ikke har spesifisert selskapets andel av de ulike typene finansielle eiendeler har jeg antatt at selskapets kontanter, fordringer og investeringer i fremtiden har samme andelsforhold som det historiske gjennomsnittet. Jeg har videre forutsatt at kravet til kontanter er lik risikofri rente etter skatt, mens fordringskravet er risikofri rente etter skatt pluss kreditrisikopremie for fordringer. Kreditrisikopremien for fordringene er 1%, som er premien dersom man forutsetter at fordringene har en rating på BBB. Investeringskravet er lik markedets kreditrisikopremie etter skatt.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Kontantkrav	0,008	0,010	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,022	0,024	0,026	0,028
Kontantvekt	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259	0,259
Fordringskrav	0,018	0,020	0,022	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,032	0,034	0,036	0,038
Fordringsvekt	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741	0,741
Investeringskrav	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
Investeringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansielt eiendelskrav	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033	0,035

Figur 16.8: Fremtidig finansielt eiendelskrav.

Det finansielle eiendelskravet stiger frem mot steady state som følge av antakelsen om reversering av fremtidige risikofri rente til normalnivået.

Netto finansielt gjeldskrav

De to finansielle kravene vektet for å finne netto finansielt gjeldskrav. Selskapets netto finansielle gjeldskrav stiger jevnt over hele fremskrivingsperioden. Økningen skyldes i hovedsak økt risikofri rente som resulterer i økt gjelds- og eiendelskrav.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Finansielt gjeldskrav	0,030	0,032	0,034	0,044	0,046	0,048	0,050	0,052	0,053	0,055	0,057	0,059
Finansiell gjeldsvekt	1,246	1,227	1,207	1,188	1,163	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
Finansielt eiendelskrav	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,033	0,035
Finansiell eiendelsvekt	0,246	0,227	0,207	0,188	0,163	0,140	0,140	0,140	0,140	0,140	0,140	0,140
Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,035	0,037	0,049	0,050	0,051	0,053	0,055	0,057	0,058	0,060	0,062

Figur 16.9: Fremtidig netto finansielt gjeldskrav.

16.3 Selskapskrav

Selskapskravene blir beregnet ved vekting av egenkapitalkravet og finansielle krav på samme måte som under utregning av de historiske avkastningskravene til selskapskapital.

Krav til netto driftskapital

Netto driftskrav er det vektete avkastningskravet til selskapets netto driftskapital og vil bli brukt som diskonteringsrente til netto driftskapital-metoden i verdsettelsen. Man ser av tabellen under at kravet øker svakt gjennom hele prognoseperioden. Økt egenkapitalandel

over fremskrivingsperioden gjør at egenkapitalkravet tillegges større vekt fører dermed til økt driftskrav da egenkapitalkravet er høyere enn netto gjeldskrav. I tillegg trekker økt fremtidig rente opp netto finansielt gjeldskrav.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Egenkapitalkrav	0,276	0,277	0,278	0,260	0,262	0,264	0,260	0,257	0,254	0,251	0,249	0,246
Egenkapitalvekt	0,240	0,241	0,242	0,243	0,244	0,245	0,252	0,260	0,268	0,275	0,283	0,290
Netto finansielt gjeldskrav	0,033	0,034	0,036	0,048	0,049	0,051	0,053	0,055	0,057	0,058	0,060	0,062
Netto finansiell gjeldsvekt	0,760	0,759	0,758	0,757	0,756	0,755	0,748	0,740	0,732	0,725	0,717	0,710
Netto driftskrav	0,091	0,093	0,095	0,100	0,101	0,103	0,105	0,107	0,109	0,111	0,113	0,116

Figur 16.10: Fremtidig krav til netto driftskapital.

Krav til sysselsatt kapital

Krav til sysselsatt kapital vil bli benyttet som diskonteringsrente under verdsettelsen av selskapet ved hjelp av sysselsatt kapital-metoden. Avkastningskravet øker jevnt over perioden både som følge av økt egenkapitalandel og økt finansielt gjeldskrav.

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Egenkapitalkrav	0,276	0,277	0,278	0,260	0,262	0,264	0,260	0,257	0,254	0,251	0,249	0,246
Egenkapitalvekt	0,212	0,214	0,217	0,219	0,221	0,223	0,230	0,237	0,244	0,251	0,258	0,264
Finansielt gjeldskrav	0,030	0,032	0,034	0,044	0,046	0,048	0,050	0,052	0,053	0,055	0,057	0,059
Finansiell gjeldsvekt	0,788	0,786	0,783	0,781	0,779	0,777	0,770	0,763	0,756	0,749	0,742	0,736
Krav til sysselsatt kapital	0,082	0,084	0,087	0,092	0,094	0,096	0,098	0,100	0,102	0,104	0,106	0,108

Figur 16.11: Fremtidig krav til sysselsatt kapital.

16.4 Fremtidig strategisk fordel

Ettersom de fremtidige avkastningskravene er basert på samme vekter som regnskapsdriverne kan man benytte dem til å finne selskapets fremtidige strategiske fordel. I tabellen er strategisk fordel dekomponert i strategisk driftsfordel, gearingfordel og finansieringsfordel. Gearingfordelen finnes ved strategisk driftsfordel multiplisert med inngående netto finansiell gjeldsgrad, NFG/EK.

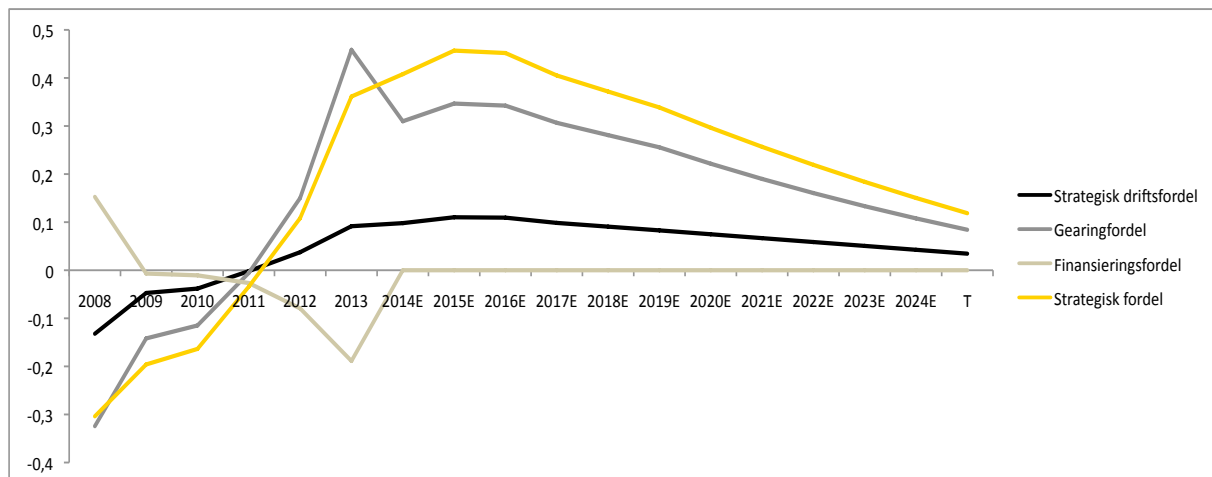
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T
Netto driftsmargin	0,068	0,070	0,068	0,066	0,064	0,062	0,060	0,058	0,056	0,054	0,052	0,050
* Omløpshastighet til NDE	2,800	2,900	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
= Netto driftsrentallitet	0,189	0,203	0,204	0,198	0,192	0,186	0,180	0,174	0,168	0,162	0,156	0,150
- Netto driftskrav	0,091	0,093	0,095	0,100	0,101	0,103	0,105	0,107	0,109	0,111	0,113	0,116
= Strategisk driftsfordel	0,098	0,110	0,109	0,098	0,091	0,083	0,075	0,067	0,059	0,051	0,043	0,034
+ Gearingfordel	0,310	0,347	0,342	0,307	0,281	0,256	0,222	0,190	0,161	0,133	0,108	0,084
+ Finansieringsfordel	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Strategisk fordel	0,408	0,457	0,452	0,405	0,372	0,339	0,296	0,257	0,219	0,184	0,150	0,119

Figur 16.12: Fremtidig strategisk fordel for Beerenberg.

Det vil ikke være noen fremtidig finansieringsfordel ettersom fremtidig finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet er satt lik de respektive avkastningskravene. Videre ser man at den strategiske driftsfordelen stiger noe de første årene som følge av både økt netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler. Etter dette faller den strategiske driftsfordelen som følge av svekket netto driftsmargin, og ender på 3,4% i steady state. Gearingfordelen

har samme utvikling som den strategiske driftsfordelen som følge utviklingen i nevnte fordel og redusert netto finansiell gjeldsgrad. Høy fremtidig gjeldsgrad resulterer i en gearingfordel på hele 8,4% i steady state.

Samlet sett faller Beerenbergs strategiske fordel fra 40,8% i 2014 til 11,9% i steady state. Selskapets høye strategiske fordel i steady state skyldes i stor grad utstrakt bruk av gearing.



Figur 16.13: Historisk og fremtidig utvikling i Beerenbergs strategiske fordel.

17. Verdsettelse

I utredningens innledning ble metoden for fundamental verdsettelse presentert på et overordnet plan. Innenfor fundamental metode kan man skille mellom egenkapitalmetoden, sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden avhengig av kapital som verdsettes. Under hver av metodene kan man igjen verdsette den bestemte kapitalen ved neddiskontering av fri kontantstrøm eller superprofitt. Ved konsistent bruk skal fri kontantstrøm- og superprofittmetoden gi samme resultat, mens egenkapital, sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetodene vil gi samme resultat dersom det benyttes virkelige kapitalvekter og ikke de prognostiserte. Som tidligere nevnt vil det derfor gjennomføres en sekvensiell oppdatering av kapitalvekter for at de tre metodenes resultat skal konvergere mot et endelig verdiestimat basert på virkelige kapitalvekter.

Innenfor de ulike metodene vil jeg neddiskontere både fri kontantstrøm og superprofitt da dette gir en god kontroll på om metoden er gjennomført korrekt.

17.1 Egenkapital-metoden

Egenkapitalmetoden baserer seg på estimere verdien av egenkapital direkte fra neddiskontering av fri kontantstrøm til egenkapital (FKE) og superprofitt til egenkapital (SPE). Neddiskonteringsfaktoren er de fremtidige egenkapitalkravene.

FKE-metoden

Fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden er gitt ved formelen under. Første ledd i ligningen representerer nåverdien av den prognostiserte kontantstrømmen, mens andre ledd er horisontverdien som angir nåverdien av kontantstrømmene etter at selskapet har nådd steady state.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekv - ekk)}$$

Figur 17.1: Fri kontantstrøm til egenkapital-metoden.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T+1
FKE		85 101	99 281	104 885	137 288	144 262	134 815	137 477	138 804	138 681	137 017	135 412	142 183	149 292
Diskonteringsfaktor		1,218	1,484	1,807	2,175	2,638	3,222	3,942	4,830	5,926	7,282	8,961	11,044	2,014
NV FKE 2014-2024	488 253	69 848	66 898	58 046	63 110	54 696	41 841	34 875	28 739	23 401	18 815	15 110	12 874	
NV Horisontverdi	74 116													
Verdi egenkapital	562 370													

Figur 17.2: Verdi egenkapital beregnet med fri kontantstrøm til egenkapital-metoden.

Verdiestimatet på selskapets egenkapital beregnet ved fri kontantstrøm til egenkapital er 562 MNOK. Den høye diskonteringsfaktoren, som skyldes høyt avkastningskrav til egenkapital, resulterer i at nåverdien av horisontleddet er relativt liten i forhold til nåverdien av fri kontantstrøm i fremskrivingsperioden.

SPE-metoden

Alternativt til FKE-metoden kan vi benytte oss av superprofitt til egenkapitalen. Superprofitt defineres som avkastning over krav, og vil representere den strategiske fordelen til selskapet. Differansen mellom egenkapitalrentabilitet og –krav multipliseres med inngående egenkapital for å få et mål på superprofitten i kroner og øre.

$$SPE_t = (ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}$$

Figur 17.3: Superprofitt til egenkapital

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t) * (ekk - ekv)}$$

Figur 17.4: Superprofitt til egenkapital-metoden.

Metoden er ellers lik fri kontantstrømmetoden og man ser av verdiestimatet presentert under at metodene gir samme resultat. Som ved fri kontantstrøm-metoden ser man at nåverdien av horisontleddet er liten og at mesteparten av tilleggsverdien utover bokført egenkapital kommer fra fremskrivingsperioden.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T+1
EK 2013	197 819													
SPE		63192	74784	80952	95010	95112	93790	90371	85222	78280	69528	60739	62998	66148
Diskonteringsfaktor		1,218	1,484	1,807	2,175	2,638	3,222	3,942	4,830	5,926	7,282	8,961	11,044	2,014
NV 2014-2024	331 711	51 866	50 391	44 801	43 675	36 061	29 108	22 925	17 645	13 209	9 548	6 778	5 704	
NV Terminal value	32 839													
Verdi egenkapital	562 370													

Figur 17.5: Verdi egenkapital beregnet med superprofitt til egenkapital-metoden.

17.2 Sysselsatt kapital-metoden

Sysselsatt kapital-metoden estimerer verdien av sysselsatt kapital. Verdien av egenkapitalen finnes indirekte ved å trekke fra virkelig verdi av finansiell gjeld.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0$$

Figur 17.6: Sammenheng mellom verdi egenkapital, verdi sysselsatt kapital og verdi finansiell gjeld.

Ettersom det er forutsatt at finansiell gjeldsrente er lik kravet til finansiell gjeld kan vi slå fast at bokført verdi av finansiell gjeld er lik en virkelige verdien. Dersom en hadde prognostisert gjeldsrente forskjellig fra krav måtte en ha verdsatt selskapets finansielle gjeld separat for å finne gjeldens virkelige verdi.

FKS-metoden

Verdien av sysselsatt kapital finnes diskontering fri kontantstrøm til sysselsatt kapital med krav til sysselsatt kapital som diskonteringsfaktor.

$$VSSK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_t) * (skk - skv)}$$

Figur 17.7: Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-metoden.

Ved å trekke fra verdien av finansiell gjeld gir metoden et verdiestimat på Beerenbergs egenkapital på 1.182 MNOK. Resultatet etter denne metoden avviker betydelig fra estimatet beregnet med egenkapitalmetoden.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T+1
FKS		83667	96748	91215	103028	112823	107222	114806	122163	129177	135733	141136	148193	155602
Diskonteringsfaktor		1,080	1,169	1,269	1,384	1,513	1,656	1,817	1,996	2,197	2,422	2,674	2,957	0,165
NV 2014-T	787 996	77472	82746	71879	74440	74590	64730	63186	61194	58799	56050	52787	50121	
NV Horisontverdi	941 971													
Verdi finansiell gjeld	548 314													
Verdi egenkapital	1 181 654													

Figur 17.8: Verdi egenkapital beregnet med fri kontantstrøm til sysselsatt kapital.

SPS-metoden

Superprofitt til sysselsatt kapital finnes ved forskjellen mellom nettoresultat og avkastningskrav ganger inngående balanse til sysselsatt kapital.

$$SPS_t = NRS_t - (SSK_{t-1} * skk_t)$$

Figur 17.9: Superprofitt til sysselsatt kapital.

$$VSSK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPS_t}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1 + skk_1) * \dots * (1 + skk_T) * (skk - skv)}$$

Figur 17.10: Superprofitt til sysselsatt kapital-metoden.

Neddiskontering av superprofitt til sysselsatt kapital gir samme verdiestimat på selskapets egenkapital som ved neddiskontering av fri kontantstrøm til sysselsatt kapital.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T+1
SSK	746 133													
SPS		80 931	89 130	91 348	95 010	95 112	93 790	90 371	85 222	78 280	69 528	58 750	58 821	61 763
Diskonteringsfaktor		1,080	1,169	1,269	1,384	1,513	1,656	1,817	1,996	2,197	2,422	2,674	2,957	0,165
NV 2014-T	609 942	74 939	76 231	71 984	68 647	62 881	56 621	49 737	42 690	35 632	28 711	21 974	19 894	
NV Horisontverdi	373 892													
Verdi finansiell gjeld	548 314													
Verdi egenkapital	1 181 654													

Figur 17.11: Verdi egenkapital beregnet med superprofitt til sysselkapital.

17.3 Netto driftskapital-metoden

Verdien av egenkapital kan finnes indirekte fra verdiestimatet på netto driftskapital ved å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld. Det er også her viktig at man benytter seg av den virkelige verdien på netto finansiell gjeld. Ettersom fremtidig rente er lik krav for netto finansiell gjeld vil den bokførte verdien være lik den virkelige og vi trenger dermed ikke verdsette selskapets netto finansielle gjeld.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0$$

Figur 17.12: Sammenheng mellom verdi egenkapital, verdi netto driftskapital og verdi netto finansiell gjeld.

FKD-metoden

Verdien av netto driftskapital med neddiskontering av fri kontantstrøm til drift beregnes etter følgende formel.

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Figur 17.13: Fri kontantstrøm til netto driftskapital-metoden.

Verdien av selskapets egenkapital er estimert til 1.090 MNOK ved bruk av fri kontantstrøm til netto driftskapital. Verdiestimatet er betydelig høyere enn estimatet vi fikk fra egenkapitalmetoden og noe lavere enn resultatet fra sysselsatt kapital-metoden.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T+1
FKD		81 750	93 433	87 886	97 919	105 474	112 894	120 065	126 872	133 198	138 927	143 643	150 825	158 366
Diskonteringsfaktor		1,091	1,192	1,305	1,435	1,579	1,741	1,921	2,124	2,352	2,609	2,899	3,226	0,203
Nåverdi	748 917	74 938	78 375	67 345	68 244	66 781	64 859	62 490	59 724	56 620	53 240	49 548	46 751	
NV Horisontverdi	781 682													
VNFG	440 187													
Verdi egenkapital	1 090 412													

Figur 17.14: Verdi egenkapital beregnet med fri kontantstrøm til driftskapital.

SPD-metoden

Selskapets superprofitt til netto driftskapital finnes ved forskjellen mellom krav og rentabilitet multiplisert med inngående netto driftseiendeler.

$$SPD_t = (ndr_t - ndk_t) * NDE_{t-1}$$

Figur 17.15: Superprofitt til netto driftskapital.

$$VNDK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Figur 17.16: Superprofitt til netto driftskapital-metoden.

Ved neddiskontering av superprofitt til netto driftskapital finnes verdien av egenkapital indirekte til å være 1.090 MNOK. Resultatet er det samme som med neddiskontering av fri kontantstrøm til netto driftskapital.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	T	T+1
NDK	638 006													
SPD		80 931	89 130	91 348	95 010	95 112	93 790	90 371	85 222	78 280	69 528	58 994	59 333	62 300
Diskonteringsfaktor		1,091	1,192	1,305	1,435	1,579	1,741	1,921	2,124	2,352	2,609	2,899	3,226	0,203
Nåverdi	585 086	74 188	74 766	69 998	66 217	60 220	53 884	47 036	40 118	33 275	26 645	20 349	18 392	
NV Horisontverdi	307 506													
VNFG	440 187													
Verdi egenkapital	1 090 412													

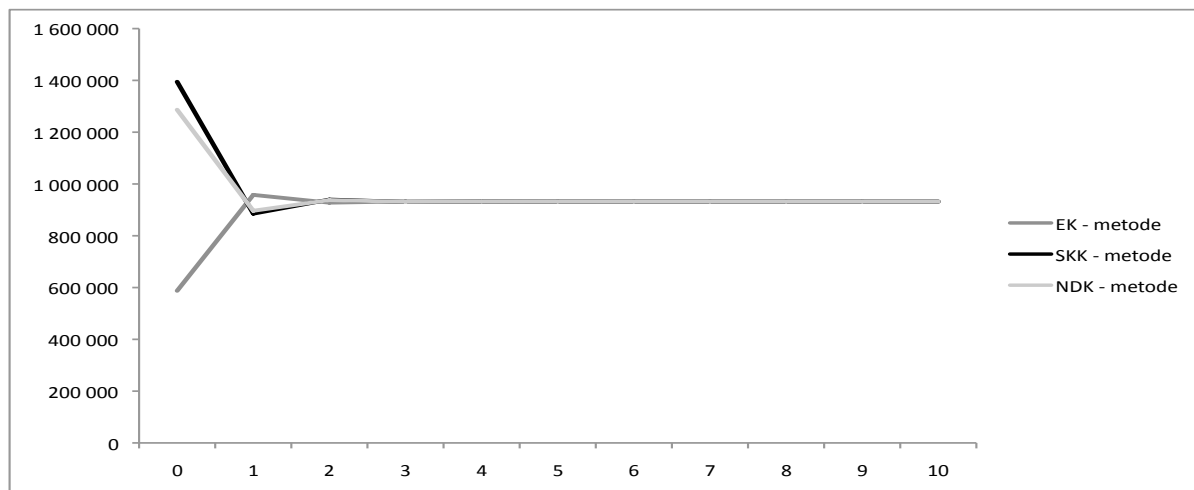
Figur 17.17: Verdi egenkapital beregnet med superprofitt til netto driftskapital.

17.4 Konvergens

Verdiestimatene som er beregnet er basert på budsjetterte kapitalvekter. Ettersom de tre modellene alle gir forskjellig resultat kan vi slå fast at de budsjetterte kapitalvektene er forskjellig fra verdivektene. Ved verdivekter vil de 3 metodene gi samme verdiestimat på selskapets egenkapital. Ved å gjennomføre en sekvensiell oppdatering av vekter vil

verdiestimatene konvergere mot en felles verdi. Jo mindre avvik det er mellom budsjetterte og virkelige vekter jo mindre avvik vil det være mellom resultatene fra de 3 metodene. Målet med konvergeringsprosessen er å finne de korrekte kapitalvektene slik at metodene gir samme estimert verdi på egenkapitalen til selskapet. Metoden som benyttes er utarbeidet av Knivsflå (2014) ved NHH og har 9 steg:

1. Verdien av egenkapital i år 0 settes lik gjennomsnittet av de tre verdiestimatene.
2. Netto driftskapital i år 0 settes lik balanseført verdi pluss egenkapitalens merverdi i egenkapital.
3. Netto driftsresultat år 1 beregnes ved å multiplisere inngående netto driftseiendeler med netto driftskrav.
4. Netto driftseiendeler for år 1 finnes ved forskjellen mellom netto driftsresultat og fri kontantstrøm fra drift når kontantstrømmen holdes uendret.
5. Finn egenkapital i år 1 ved inngående egenkapital pluss merverdi i netto driftseiendeler år 1.
6. Gjenta punkt 3 til 5 for alle år i fremskrivingsperioden.
7. Oppdater avkastningskrav med nye verdivekter.
8. Beregn nye verdiestimater med nye verdier og krav.
9. Gjenta sekvensen fra punkt 1 til de tre modellene gir samme resultat.



Figur 17.18: Konvergering av verdiestimat ved sekvensiell oppdatering av kapitalvekter.

Ved bruk av metoden og 8 sekvensielle oppdateringer av kapitalvektene ser vi at vi får samme verdiestimat ved alle 3 metodene. Foreløpig verdiestimat på Beerenbergs egenkapital er 932 MNOK.

Steg	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK - metode	587 473	957 863	927 838	932 775	931 913	932 071	932 041	932 047	932 046	932 046	932 046
SKK - metode	1 394 621	885 331	939 648	930 714	932 289	932 001	932 054	932 044	932 046	932 046	932 046
NDK - metode	1 286 596	896 530	937 776	931 044	932 229	932 012	932 052	932 045	932 046	932 046	932 046
Kvadrert avvik	3,8E+11	3,0E+09	8,1E+07	2,4E+06	8,2E+04	2,8E+03	9,6E+01	3,317	0,115	0,004	0,000

Figur 17.19: Resultater fra konvergeringsprosessen hvor steg 0 er utgangspunktet før sekvensiell oppdatering av vektorer. Verdiestimatet med virkelige vektorer fremkommer etter steg 10, hvor det kvadrerte avviket mellom metodene er lik 0.

17.5 Verdiestimat pr. 31.05.2014

For å komme frem til det endelige verdiestimatet på Beerenberg må vi justere for eksplisitt konkursrisiko. I tillegg må vi fremskrive verdiestimatet til dags dato, da det foreløpige estimatet er pr. 31.12.2013. Justering for konkursrisiko og fremskriving til dags dato skjer ved følgende formel:

$$VEK_{31.05.2014} = VEK_0 * (1 - \rho_{konkurs}) * (1 + ekk)^{5/12}$$

Figur 17.20: Formel for beregning av egenkapitalverdi pr. 31.05.2014 justert for eksplisitt konkursrisiko.

Av den beregnede syntetiske ratingen for fremskrivingsperioden har man at Beerenberg har en rating på BBB- for 2014 med tilhørende konkursrisiko et år frem i tid på 0,26%. Ved justering for eksplisitt konkursrisiko finner en at verdiestimatet på Beerenbergs egenkapital er 1.029 MNOK pr. 31.05.2014.

Verdiestimat	932 046
Sannsynlighet for konkurs	0,0026
Fundamentalt verdiestimat 31.12.2013	929 623
Verdiestimat 31.05.2014	1 028 951

Figur 17.21: Verdiestimat pr. 31.05.2014 justert for eksplisitt justering for konkursrisiko.

18. Sensitivitetsanalyse

Den endelige verdien av Beerenberg pr. 31.05.2014 er beregnet på grunnlag av flere prognostiserte regnskapsdrivere og kan således sies å være et punkttestimat. Ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse skal jeg undersøke hvor sensitiv det endelige verdieestimatet er for endring i regnskapsdriverne. Målet med analysen er å belyse usikkerheten som knytter seg til verdieestimatet.

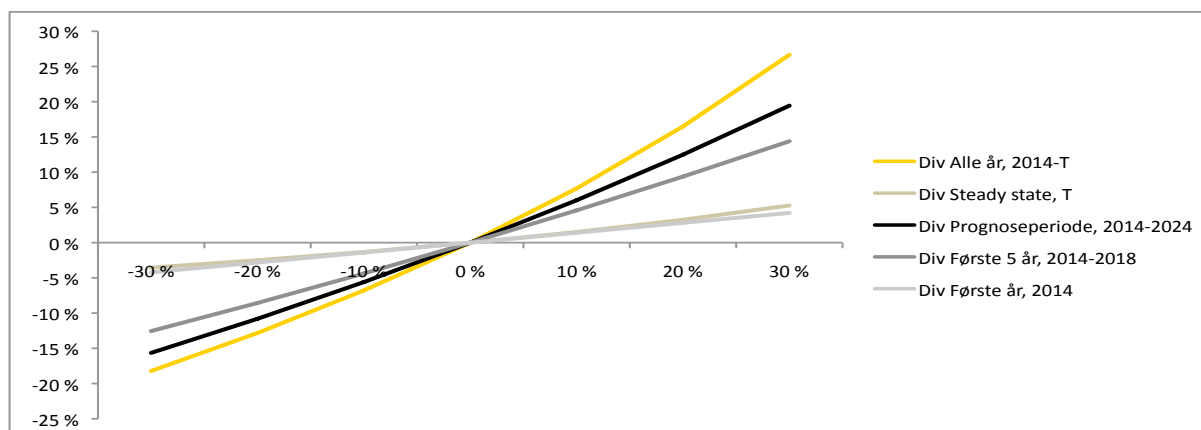
Det er ventet at endring i driftsrelaterte regnskapsdrivere har størst påvirkningskraft på det endelige verdieestimatet og jeg vil derfor analysere disse hver for seg. I tillegg vil jeg undersøke hvordan endringer i de finansielle regnskapsdriverne finansiell gjelds- og eiendelsdel, samt risikofri rente, illikviditetspremie og egenkapitalbeta påvirker det endelige verdieestimatet.

18.1 Driftsrelaterte regnskapsdrivere

Jeg vil nå undersøke hvordan en prosentvis endring i de driftsrelaterte regnskapsdriverne driftsinntektsvekst, omløpshastighet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin påvirker selskapets endelige verdi. Analysen vil bli gjennomført ved å prosentvis endre det bestemte forholdstallet for ulike perioder; alle år (2014-T), steady state (T), prognoseperioden (2014-2024), første fem år av prognoseperioden (2014-2018) og for første prognoseår (2014). Ved å analysere endringer over ulike tidsperioder vil man kunne belyse i hvilken grad usikkerheten er knyttet til de kortsiktige eller langsiktige forholdstallene. Resultatene presenteres grafisk hvor prosentvis endring i verdien til Beerenberg er gitt ved Y-aksen.

Driftsinntektsvekst

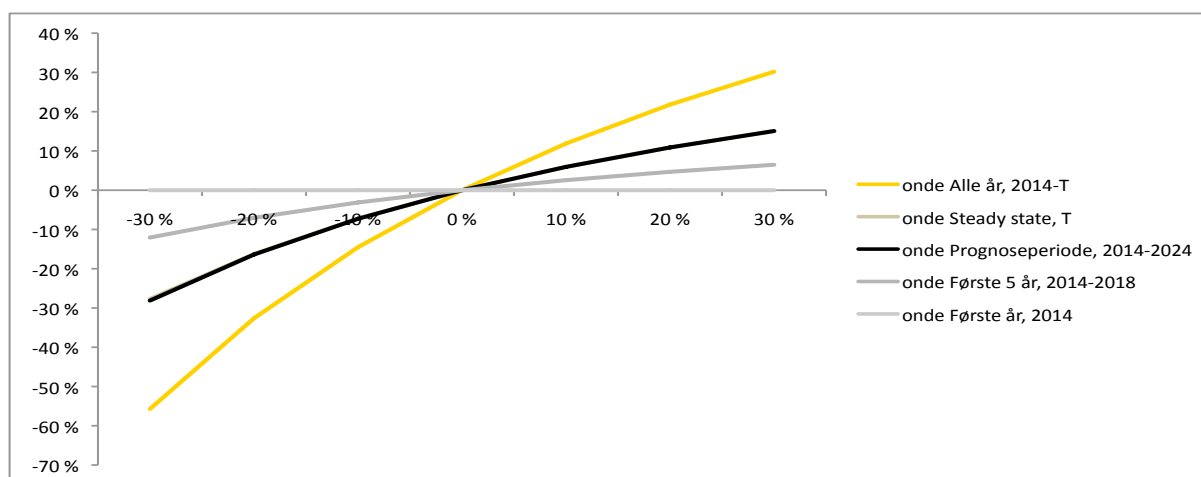
Sensitivitetsanalysen med fokus på driftsinntektsveksten viser oss noen interessante resultater. For det første ser man at driftsinntektsveksten er konveks, noe som vil si at en positiv endring av forholdstallet gir prosentvis større endring i verdieestimatet enn en like stor negativ endring av forholdstallet. Videre ser man at verdieestimatet endres 27% om driftsinntektsveksten øker med 30% for alle år inkludert steady state. Det er interessant å se at endring av forholdstallet for første år gir tilnærmet likt resultat som endring av steady state. Driftsinntektsveksten i steady state påvirker det endelige verdieestimatet i liten grad, da en 30% økning gir kun utslag i 5% økning i verdieestimatet.



Figur 18.1: Prosentvis endring verdiestimat ved endring i driftsinntektsveksten, Div.

Omløpshastighet til netto driftseiendeler

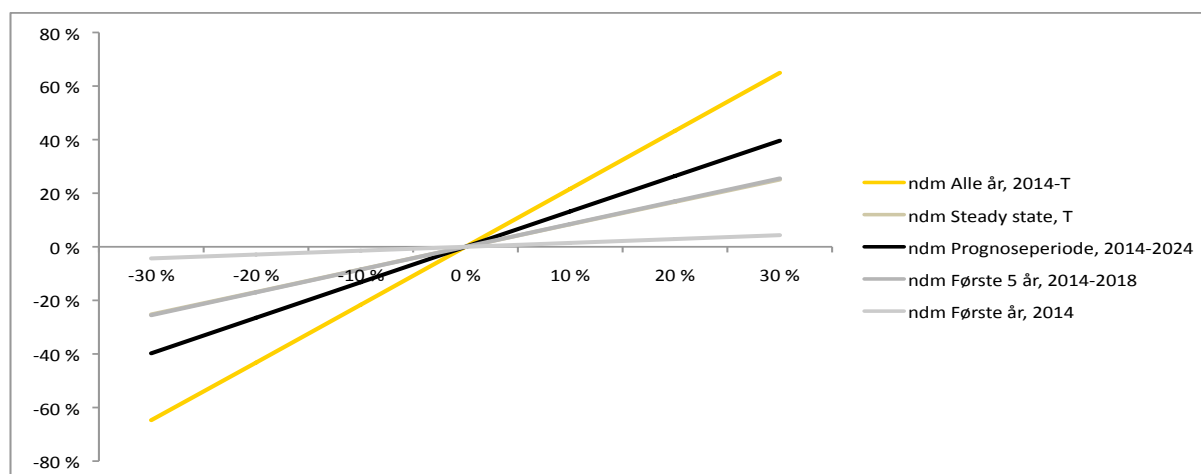
Prosentvis endring av omløpshastigheten til netto driftseiendeler gir større utslag ved negativ endring enn positiv, og vi kan dermed slå fast at funksjonen er konkav. Verdiestimatet er særlig sårbar ovenfor negative endringer i omløpshastigheten da en 30% reduksjon for alle år gi hele 56% lavere verdiestimat. Vi får samme resultat ved endring av forholdstallet for prognoseperioden og steady state, og kan dermed slå fast at prognoseperioden og steady state påvirker det endelige verdiestimatet i tilnærmet lik grad. Merk at omløpshastigheten for første år ikke påvirker verdiestimatet da denne er gitt av regnskapstall fra andre år.



Figur 18.2: Prosentvis endring verdiestimat ved endring i omløpshastigheten til netto driftseiendeler, onde. Merk at "onde Steady state, T" er skjult bak "onde Prognoseperiode, 2014-2024" da begge gir tilnærmet likt resultat.

Netto driftsmargin

Det endelige verdiestimatet er mest sensitiv ovenfor endring i netto driftsmargin. Verdien påvirkes i svært stor grad dersom marginen endres for alle år inkludert steady state. Videre kan man lese av grafen under at verdien er mest sensitiv ovenfor kortsiktige endring enn langsiktige endring i netto driftsmargin. Dette skyldes høye avkastningskrav og diskonteringsrente.



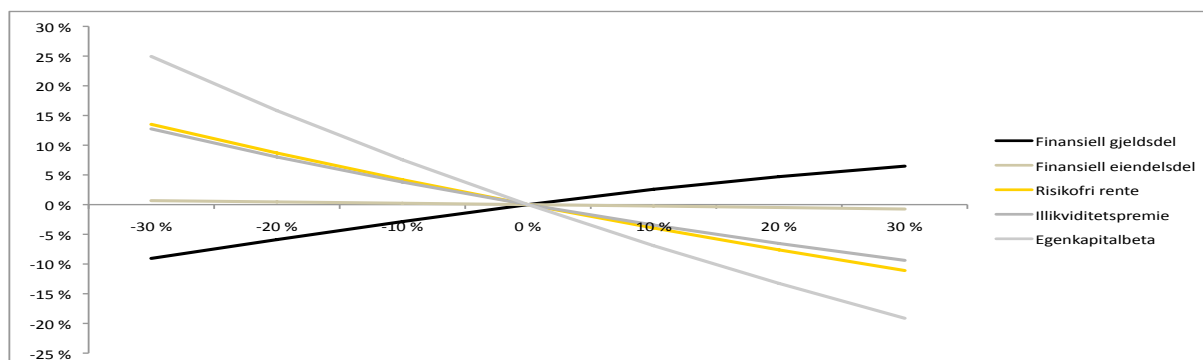
Figur 18.3: Beerenbergs verdi pr. 31.05.2014 ved prosentvis endring av regnskapsdriveren netto driftsmargin, NDM. Merk at "ndm Steady state, T" er skjult bak "ndm Første 5 år, 2014-2024" da begge gir tilnærmet likt resultat.

18.2 Finansielle regnskapsdrivere

Verdiestimatet er relativt lite påvirket av endringer i finansiell gjeldsdel da en 30% økning og reduksjon av gjeldsdelen gir henholdsvis 6% og 9% endring av Beerenbergs verdi. Den finansielle eiendelsdelen har omtrent ingen påvirkning på det endelige verdiestimatet.

Videre ser man at verdiestimatet er mer sensitivt for reduksjon enn økning av illikviditetspremien. En 30% reduksjon av premien øker verdiestimatet med 13%, mens en reduksjon av premien på 30% gir 9% lavere verdi. Verdiestimatet er omtrent like sensitivt for endringer i den fremtidige risikofrie renten som illikviditetspremien.

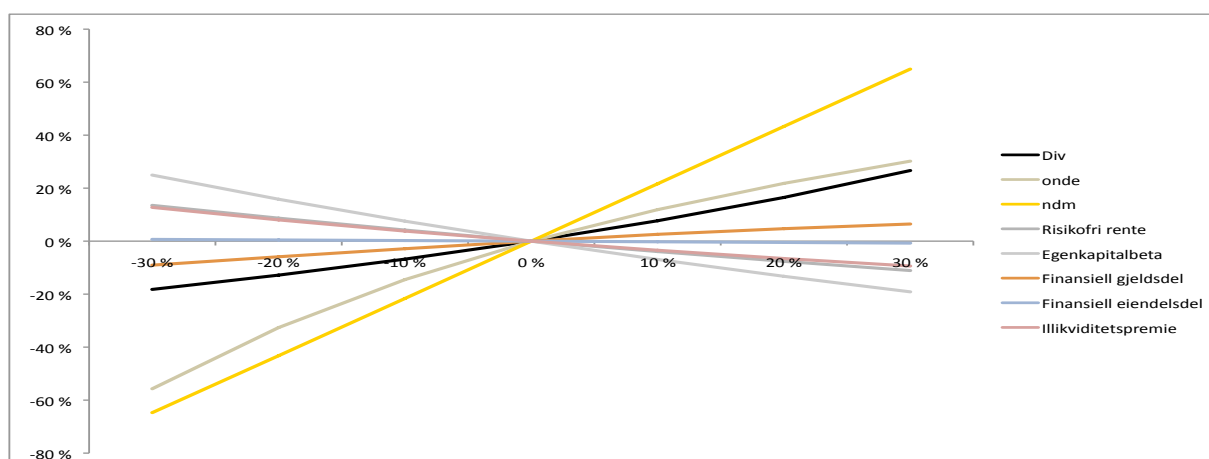
Av de finansielle variablene er det egenkapitalbeta som påvirker verdiestimatet i størst grad. Jeg har her sett på endringer i gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden. En endring i denne forplanter seg videre i verdsettelsen gjennom høyere driftsbeta som gir høyere egenkapitalbeta for hvert år, og dermed høyere avkastningskrav til egenkapital. Vi ser at en 30% økning i egenkapitalbeta gir 19% lavere verdiestimat.



Figur 18.4: Prosentvis endring i verdiestimat som følge av prosentvis endring av finansielle regnskapsdrivere og andre finansielle størrelser.

18.3 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Samlet sett viser sensitivitetsanalysen at verdiestimatet er mest sensitivt ovenfor endringer i netto driftsmargin. Av grafen nedenfor, hvor alle driverne er samlet, kan dette ses tydelig. Dersom netto driftsmargin utvikler seg forskjellig fra prognosen vil det påvirke det endelige verdiestimatet i stor grad da en endring i netto driftsmargin gir litt over dobbelt så stor prosentvis endring i verdien. Videre er egenkapitalverdien sensitiv ovenfor negative endring i omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Omløpshastighetens påvirkning på verdien er konkav og en negativ endring gir derfor store endringer i verdien. Egenkapitalverdien er også relativt sensitiv ovenfor driftsinntektsveksten og egenkapitalbeta, mens risikofri rente, illikviditetspremie og finansiell gjelds- og eiendelsdel påvirker verdien i mindre grad.



Figur 18.5: Prosentvis endring i Beerenbergs verdiestimat pr. 31.05.2014 ved prosentvis endring av ulike regnskapsdrivere. Prosentvis endring er gjort isolert for forholdstall over prognoseperioden inkludert steady state.

19. Oppsummering og konklusjon

Den strategiske analysen avdekket gjennom SVIMA-analysen at Beerenbergs største kilder til konkurransefortrinn var produktutvikling, kostnadseffektivitet og HMS-kultur og -resultater. Videre ble det funnet at store langsiktige rammekontrakter med få kunder gjør selskapet sårbart ved bortfall av kontrakter. Beerenbergs største mulighet for fremtidig vekst ligger i internasjonalisering av egenutviklede produkter og tjenester. Bransjeanalysen avdekket at kunders forhandlingsmakt er betydelig og at bransjens vekst på lang sikt er avhengig av oljeselskapenes langsiktige investeringsnivå. Rivaliseringen innad i bransjen ble betegnet som begrenset.

I regnskapsanalysen ble Beerenbergs lønnsomhet og analysert opp mot bransjen og investorenes avkastningskrav. Selskapet har gjennom analyseperioden forbedret lønnsomheten kraftig relativt til den komparative bransjen. Beerenbergs egenkapitalrentabilitet var på hele 75% i 2013, med en tilhørende strategisk fordel på 36%. En av hovedårsakene bak den høye egenkapitalrentabiliteten var høy finansiell gjeldsgrad og utstrakt bruk av gearing.

På bakgrunn av funnene i den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble selskapets fremtidige regnskaper prognostisert. Selskapets egenkapitalverdi ble beregnet ved bruk av egenkapital-, sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden. Gjennom sekvensiell oppdatering av kapitalvektene ga alle metodene et verdiestimat på selskapets egenkapital på 1.029 MNOK pr 31.05.2014.

Sensitivitetsanalysen av de viktigste regnskapsdriverne og finansielle faktorer viste at verdiestimatet påvirkes i stor grad av endringer i prognostisert netto driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler.

På bakgrunn av den strategiske lønnsomhetsanalysen og verdsettelsen konkluderer jeg at 1.092 MNOK er en realistisk salgsverdi for Beerenberg Holding ved salg til en privat aktør.

Litteraturliste

- Andersen, I. (2014, 21. januar). 48 selskaper får tilbud om nye utvinningstillatelser på sokkelen. *Teknisk Ukeblad*. Hentet fra <http://www.tu.no/petroleum/2014/01/21/48-selskaper-far-tilbud-om-65-nye-utvinningstillatelser-pa-sokkelen>
- Bakken, J. (2013, 1. oktober). Oljeindustrien skuffet over Lofoten-nei. *Nationen*. Hentet fra <http://www.nationen.no/tunmedia/oljeindustrien-skuffet-over-lofoten-nei/>
- Barney, J. B. (2011). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. (4 utg.) Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education
- Beerenberg. (2012). *Tomorrow's market – Possibilities in the Oil-service industry*. Presentasjon fra Stillaskonferansen 2012. Hentet 20. april 2014 fra <http://www.stillasdagene.no/content/download/458/3150/file/Stillas%20konferansen.pdf>
- _____. (2014a). Beerenberg fyller 35. Hentet 22. Januar 2014 fra <http://www.beerenberg.com/beerenberg-fyller-35-aar>
- _____. (2014b). *Årsrapport Beerenberg Holding AS 2006-2012*. Hentet fra <https://www.ravninfo.com>
- _____. (2014c). *Årsrapport Beerenberg Holding AS 2013*. Upublisert.
- Bilfinger Industrier. (2014a). Hentet fra <http://www.industrier.bilfinger.com/>
- _____. (2014b). *Årsrapport Bilfinger Industrier AS 2007-2012*. Hentet fra <https://www.ravninfo.com>
- Bjørnstad, S. (2014, 15. januar). DNB spar 20 prosent fall i oljeprisen. *Aftenposten*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/DNB-spar-20-prosent-fall-i-oljeprisen-7434749.html#.Ux2n0v18ZKU>
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2011). *Principles of corporate finance*. (10 utg.) New York: McGraw-Hill/Irwin
- Daft, R. L., Murphy, J. & Willmott, H. (2007). *Organization theory and design*. (9 utg.) Andover, Hampshire: Cengage Learning EMEA
- Damodaran, A. (2005). *Marketability and Value: Measuring the illiquidity discount*. Working paper. Stern School of Business.
- _____. (2006). *Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance*. (2 utg.) Hoboken, New York: Wiley & Sons
- _____. (2012). *Investment Valuation*. (3 utg.) Hoboken, New York: John Wiley & Sons. Inc

-
- _____ (2014a). *Total Beta by Sector Europe*. Stern School of Business. Hentet 9. mai 2014 fra <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaEurope.xls>
- _____ (2014b). *Risk premiums for other markets*. Stern School of Business. Hentet 16. mai 2014 fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- DeMarzo, P. & Berk, J. (2011). *Corporate Finance*. (2 utg.) Harlow, Essex: Pearson Education.
- Fedje, H. (2014, 6. mars). Rører ikke oljeskatten. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/energi/article2777500.ece>
- Feldman, S. J. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. Hoboken, New York: Wiley & Sons
- Finansdepartementet. (2013, 15. mars). Nytt offentlig skatteutvalg. Hentet fra <http://www.regjeringen.no/nb/dokumentarkiv/stoltenberg-ii/fin/Nyheter-og-pressemeldinger/pressemeldinger/2013/nytt-offentlig-skatteutvalg.html?id=717804>
- Jakobsen, E. W. & Lien, E. B. (2001). *Ekspansjon: Strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal Akademisk
- Johnson, G., Whittington, R. & Scholes, K. (2011). *Exploring Strategy*. (9 utg.). Harlow, Essex: Pearson Education.
- Kaefer Energy. (2014a). Hentet fra <http://www.kaeferenergy.no/>
- _____ (2014b). *Årsrapport Kaefer Energy 2007-2012*. Hentet fra <https://www.ravninfo.com>
- Knivsflå, K. H. (2014). *Forelesningsnotater BUS 440 – Regnskapsanalyse og verdsettelse*. Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap, Norges Handelshøyskole.
- Kunnskapsdepartementet. (2012, 12. januar). Slår alarm om yrkesfagene. Hentet fra <http://www.regjeringen.no/nb/dokumentarkiv/stoltenberg-ii/kd/Nyheter-og-pressemeldinger/nyheter/2012/slar-alarm-om-yrkesfagene.html?id=668942>
- Kvamme, L. (2014, 18. februar). Sa opp i høst, ansetter i vår. *Bergens Tidene*. Hentet fra http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Sa-opp-i-host_-ansetter-i-var-3062604.html?xtor=RSS-2#.UwSVw_18ZKU
- Linjebygg Offshore. (2014a). Hentet fra <http://www.lbo.no/>
- _____ (2014b). *Årsrapport 2007-2012*. Hentet fra <https://www.ravninfo.com>
- Ljungquist, A. & Richardson, M. (2003). *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*. Working paper. Stern School of Business.

-
- Myrset, O., Kongsnes, E., Skarsaune, E. & Aass, H. P. (2012, 5. desember). Statoil-kontrakt røyk etter dødsulykke. *Stavanger Aftenblad*. Hentet fra <http://www.aftenbladet.no/deglemteofrene/Statoil-kontrakt-royk-Aetter-dodsulykke-3082432.html#.UwYflf18ZKV>
- Næss, H. J. (2009). Beerenberg lyder bedre mot børsnotering: Vukanske krefter. *Kapital*, 7/2009, 72-72.
- Norges Bank. (2014a). Short term interest rates. Hentet 9. mai 2014 fra <http://www.norges-bank.no/en/price-stability/historical-monetary-statistics/short-term-interest-rates/>
- _____ (2014b). *NIBOR. Daglige noteringer av nominell rente*. Hentet 16. mai fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-daglige-noteringer/>
- _____ (2014c, 14. mars). *Pengepolitisk Rapport 1/14*.
- Norisol. (2014a) Hentet fra <http://www.norisol.no/>
- _____ (2014b) *Årsrapport Norisol 2007-2012*. Hentet fra <https://www.ravninfo.com>
- Norsk olje & gass. (2013). Konjunkturrapport 2013: Fortsatt høy aktivitet – i en fortsatt usikker verden. Norsk olje & gass 11-2013.
- NTB. (2014, 13. mars). 470 stillinger kuttes etter Statoil-sparing. *Offshore.no*. Hentet fra http://www.offshore.no/jobbsak/60905_470_stillinger_kuttet_etter_statoil-sparing
- Økland, J. (2014, 4. februar). Statoil med milliard-kutt. *Offshore.no*. Hentet fra http://www.offshore.no/sak/60693_statoil_med_milliard-kutt
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (5 utg.) New York: McGraw-Hill/Irwin
- Ree, M. (2012, 9. november). Oljerarbeidere kan hverken engelsk eller norsk. *Teknisk Ukeblad*. Hentet fra <http://www.tu.no/petroleum/2011/05/16/oljarbeidere-kan-verken-engelsk-eller-norsk>
- Segulah. (2013, 4. januar). Press release: Segulah IV acquires Beerenberg. Hentet fra <http://www.segulah.se/media/17917/press%20release%20beerenberg%20january%204,%202013.pdf>
- SSB (2014, 6. mars). *Olje- og gassvirksomhet, investeringer, 1. kvartal 2014*. Statistisk Sentralbyrå. Hentet 15. mai 2014 fra <http://www.ssb.no/energi-og-industri/statistikker/oljeinv>
- Stangeland, G. (2012, 15. november). Tar over Statfjord-kontrakten. *Offshore.no*. Hentet fra http://www.offshore.no/sak/36504_tar_over_statfjord-kontrakten
- _____ (2013, 19. desember). De tåler ikke en lønnsøkning. *Offshore.no*. Hentet fra http://www.offshore.no/jobbsak/60393_-_de_taalere_ikke_en_loennsoekning

Staveli, M. B. (2014, 6. mars). Slakter Statoils spareplan. Stavanger Aftenblad. Hentet fra <http://www.aftenbladet.no/energi/Slakter-Statoils-spareplan-3370028.html#.U5mesf2jJKV>

STS Gruppen. (2014a). Hentet fra <http://www.stsgruppen.com/nb/>

_____ (2014b). *Årsrapport STS Gruppen 2007-2012*. Hentet fra <https://www.ravninfo.com>

Walde, M. (2012). Beerenberg Management Letter, april 2012, Hentet fra <http://www.beerenberg.com/management-letter-april-2012.pdf>