NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høst 2018

Verdsettelse av Nortura SA

Jakob Myking og Johannes Narum

Veileder: Leif Atle Beisland

Selvstendig arbeid, masterstudiene i regnskap og revisjon og finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiene i regnskap og revisjon og 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

Denne masterutredningen er en verdivurdering av egenkapitalen i slakte- og videreforedlingsforetaket Nortura SA (Nortura). Nortura er et samvirkeforetak og er følgelig ikke børsnotert.

Norturas egenkapital er gjennom en fundamental analyse av foretakets finansielle stilling verdsatt til 1 322 096 000 kroner per 01.01.2019. Dette tilsvarer 46,8 prosent av bokført egenkapital per 31.08.18. Det er også utført en komparativ verdsettelse med utgangspunkt i sammenlignbare selskaper i utlandet. Denne analysen tillegges kun begrenset vekt på grunn av usikkerhet rundt selskapenes faktiske sammenlignbarhet, men understøtter like fullt et lavt pris/bok-forhold.

Nortura er en dominerende aktør i kjøttbransjen med markedsandeler rundt 70 og 50 prosent i henholdsvis slakte – og videreforedlingsleddet. I tiden fremover utfordres Nortura av at merkevarene Gilde og Prior gradvis presses ut av butikkhyllene av dagligvarekjedenes egne merkevarer og at flere trender i samfunnet tilsier stagnasjon og kanskje også tilbakegang i nasjonalt kjøttkonsum. På den andre siden taler foretakets størrelse for en posisjon som kostnadsleder i bransjen, hvilket representerer et lønnsomhetspotensiale.

Norturas organisasjonsform er et sentralt moment i oppgaven. Foretaket er organisert som et samvirke og er eid av 18 800 kjøttproduserende bønder (medlemmer). Det er delte meninger i samvirkespesifikk verdsettelseslitteratur hvorvidt det er meningsfullt å verdsette samvirkeforetak gjennom fundamental verdsettelse. Dette skyldes at det er diskutabelt i hvilken grad samvirkeforetak maksimerer profitt, hvilket er en forutsetning for at det skal være hensiktsmessig å verdsette et foretak basert på resultater og frie kontantstrømmer. Oppgavens hypotese er at samvirkeforetak driver med aktiviteter en profittmaksimerende aktør ikke ville drevet med, og at foretaket derfor skaper verdier for medlemmene, medlemsverdier, som ikke fremgår gjennom fundamental verdsettelse. Følgelig vil en tradisjonell fundamental verdsettelse undervurdere foretakets verdi for eierne. Dette problemet blir forsøkt løst ved å kvantifisere medlemsverdiene og addere dem til foretakets fundamentale verdi. Medlemsverdiene er estimert til 1 344 482 000 kroner, og Norturas samlede verdi for eierne er dermed 2 666 578 000 kroner. Siden medlemsverdiene utgjør omtrent halvparten av foretakets samlede verdi, er de helt sentrale for å forstå verdien av Nortura.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en del av masterstudiet på Norges Handelshøyskole. Vi går masterprofilene revisjon og regnskap og finansiell økonomi, og fant det naturlig å skrive en oppgave om verdsettelse ettersom temaet ligger i skjæringspunktet mellom masterprofilene. Oppgaven har gitt oss muligheten til å anvende en betydelig del av det vi har lært i løpet av bachelor – og mastergraden.

Nortura SA er et samvirkeforetak og valget av et samvirke som analyseobjekt er begrunnet med et ønske om å gjøre noe originalt. Vår hypotese er at samvirkeforetak driver med aktiviteter en profittmaksimerende aktør ikke ville drevet med, og at foretaket skaper verdier for eierne som ikke fremgår gjennom fundamental verdsettelse. For å estimere samvirkeforetakets faktiske verdi for eierne vil verdien av eventuelle medlemsytelser kvantifiseres og adderes til foretakets fundamentale verdi. Valget av Nortura fremfor andre samvirkeforetak er begrunnet med at foretaket eksponeres for endrede livsstilstrender og hardt press fra dagligvaremarkedet, og altså er inne i en utfordrende periode. Det fremstår derfor som et aktuelt foretak.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder, professor Leif Atle Beisland, for hans konkrete tilbakemeldinger og imponerende responstid, og Nortura for deres interesse for og bidrag til oppgaven.

Bergen, desember 2018

Jakob Myking

Johannes Narum

Innholdsfortegnelse

FORORD ..... **III**
INNHOLDSFORTEGNELSE ..... **IV**
1. INNLEDNING **1**
1.1 MOTIVASJON 1
1.2 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING 2
1.3 AVGRENSNINGER 3
1.4 STRUKTUR 4
1.5 HABILITET 4
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN **5**
2.1 VERDIKJEDE 5
2.2 MARKEDSAVGRENSNING 6
2.3 SAMVIRKEMODELLEN 9
2.4 MAKROFORHOLD 11
3. BEDRIFTSPRESENTASJON AV NORTURA **22**
3.1 HISTORIE 22
3.2 NORTURA I DAG 23
3.3 HISTORISK UTVIKLING 29
3.4 KONKURRENTER 31
4. LITTERATURGJENNOMGANG **37**
4.1 GENERELL VERDSETTELSESMETODIKK 37
4.2 SAMVIRKESPESIFIKK VERDSETTELSESLITTERATUR 53
4.3 VALG AV VERDSETTELSESMETODIKK 58
5. STRATEGISK ANALYSE **66**
5.1 MAKROANALYSE (PEST-ANALYSE) 68
5.2 KONKURRANSEANALYSE 80
5.3 AKTIVITETSBASERT ANALYSE 104
5.4 RESSURSBASERT ANALYSE 110
5.5 SWOT - ANALYSE AV STRATEGISK RISIKO 116
6. REGNSKAPSANALYSE **120**
6.1 PRAKTISKE ANALYSEVALG 120

6.2 PRESENTASJON AV RAPPORTERTE ÅRSREGNSKAP 122

6.3 ANALYTISKE ÅRSREGNSKAP 125

6.4 KREDITTANALYSE 152

6.5 HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV 190

6.6 LØNNSOMHETSANALYSE 209

7. FREMTIDSREGNSKAP 218

7.1 SCENARIOTILNÆRMING 219

7.2 PROGNOSTISERING AV PRISER TIL GROSSISTER OG LEVERANDØRER 221

7.3 FREMTIDSREGNSKAP 227

8. FREMTIDSKRAV 246

8.1 EGENKAPITALKRAV 246

8.2 NETTO FINANSIELT GJELDSKRAV 249

8.3 EGENKAPITALKRAV OG NETTO DRIFTSKRAV 250

9. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE 252

9.1 VERDIESTIMAT BASERT PÅ PROGNOSTISERTE KAPITALVEKTER 253

9.2 VERDIESTIMAT BASERT PÅ VIRKELIGE KAPITALVEKTER 260

9.3 USIKKERHETSANALYSE 263

10. KOMPARATIV VERDIVURDERING 272

10.1 IDENTIFIKASJON AV KOMPARATIVE VIRKSOMHETER 273

10.2 VALG OG BEREGNING AV MULTIPLER 274

10.3 BEREGNING AV SAMLET VERDIESTIMAT VED BRUK AV MULTIPLER 281

11. MEDLEMSVERDIMODELLEN 283

11.1 BAKGRUNN 283

11.2 DISKUSJON AV MEDLEMSVERDIER 284

11.3 VERDSETTELSE OG OPPSUMMERING AV MEDLEMSVERDIER 302

12. KONKLUSJON 306

13. LITTERATURLISTE 308

1. Innledning

Denne masteroppgaven er en verdivurdering av slakte – og videreforedlingsforetaket Nortura SA, heretter Nortura. Verdivurderingen innebærer en strategisk regnskapsanalyse og fastsettelse av et verdiestimat.

Oppgaven er relativt lang. Dette skyldes at vi har forsøkt å dekke alle relevante momenter på best mulig måte og at oppgavens særpreg i form av at virksomheten som verdsettes er et samvirkeforetak, er viet betydelig plass. Det siste innebærer mer konkret at det er gjort en litteraturstudie knyttet til samvirkeverdsettelse og at det er utarbeidet en supplerende verdsettelse av verdier som tilfaller medlemmene utover Norturas frie kontantstrømmer.

I det følgende vil vår motivasjon for oppgaven, samt dens problemstillinger, avgrensninger og struktur presenteres. Kapittelets siste del er en begrunnelse for vår habilitet.

1.1 Motivasjon

Nortura er en dominerende aktør i norsk kjøttindustri med markedsandeler rundt 70 og 50 prosent i henholdsvis slakte- og videreforedlingsleddet. Foretaket er eid av over 18 800 bønder fra hele landet og har 5 200 ansatte (Nortura SA, 2018). Merkevarene Gilde og Prior er blant de sterkeste i Norge (Kantar TNS, 2017). Til tross for Norturas størrelse og betydning, er det tilsynelatende ikke gjort noen forsøk på å verdsette foretaket. Vi anser muligheten til å være de første til å gjøre nettopp dette som spennende. Siden heller ingen av de andre store, norske samvirkeforetakene er forsøkt verdsatt, vil litteraturgjennomgangen bli et viktig moment i oppgaven.

Norturas organisasjonsform som samvirkeforetak vil stå sentralt i oppgaven. Mens aksjeselskaper har som målsetting å maksimere eiernes profitt, innebærer eiernes nærhet til foretakets kjernevirksomhet at dette ikke nødvendigvis er tilfellet for Nortura. Foretaket tilbyr sine eiere blant annet rådgivningstjenester, finansieringsløsninger og medlemsbutikker. Det er dermed ikke opplagt at årsresultatet reflekterer alle verdiene Nortura skaper for eierne gjennom året. Vår hypotese er at Nortura driver med aktiviteter en profittmaksimerende aktør ikke ville drevet med, og at fundamental verdsettelse undervurderer medlemmenes verdi av foretaket.

Norturas nåværende situasjon gjør at vi mener at dette er et interessant tidspunkt å verdsette foretaket. Samvirkemodellen har de senere årene vært under hard kritikk for å være en lite hensiktsmessig organisasjonsform (Sandbu, 2015). Nortura leverte et svakt resultat i 2017 (Nortura SA, 2017d)[1] og så langt har 2018 vært enda svakere (Nortura SA, 2018a). Samtidig utfordres norsk kjøttindustri av forbrukertrender og tøffere konkurranseforhold (Nortura SA, 2018). Mest fremtredende er fokuset på lavere kjøttkonsum (Nortura SA, 2018) og dagligvareaktørenes forsøk på å selge sine egne produkter på bekostning av kjøttprodusentenes merkevarer (Solem & Kleppe, 2016). Mye tyder dermed på at Nortura står overfor store utfordringer, og deres forutsetninger for å håndtere disse vil være avgjørende for foretakets fremtid.

Landbruket har i lengre tid vært gjenstand for betydelig politisk oppmerksomhet som følge av sine subsidieordninger og importvern (Hatlevik, 2018). Fremtredende samfunnsdebattanter og økonomer har uttalt seg skeptiske til om det er riktig å verne om en næring på en måte som fra et rent økonomisk perspektiv ikke kan forsvares (Andressen, 2010) (Haugen, 2012). EØS-avtalen krever at Norge og EU med to års mellomrom skal gå i forhandlinger med sikte på en gradvis liberalisering i handel med basis landbruksvarer (Regjeringen, 2017). Nortura og norsk landbruk som helhet kan altså risikere tøffere konkurranse fra internasjonal matproduksjon i fremtiden.

Oppsummert bygger vår motivasjon for nettopp denne oppgaven på å gjøre noe ingen har gjort før oss. Samvirkeforetak har i liten grad vært gjenstand for verdivurdering i Norge, og det blir spennende å gjøre seg kjent med det som finnes av litteratur om emnet. Videre er Nortura og bransjen foretaket er en del av inne i en utfordrende periode, hvilket gjør den strategiske analysen særlig interessant.

1.2 Formål og problemstilling

Det primære formålet med masterutredningen er å utarbeide et verdiestimat for egenkapitalen tilhørende Norturas majoritetseiere per 01.01.2019. Av praktiske hensyn vil majoritetenes egenkapital omtales kun som egenkapital ellers i oppgaven. Verdsettelsen

[1] Årlige rapporter er nummerert fra a til d der a, b og c er henholdsvis første, andre og tredje tertialrapport, mens d er årsrapport.

bygger på en strategisk regnskapsanalyse som består av både på kvalitative og kvantitative metoder. Med utgangspunkt i disse analysene vil vi forsøke å predikere foretakets fremtidige utvikling og utarbeide et verdiestimat. Siden Nortura ikke er børsnotert vil det ikke være mulig å sammenligne vårt estimat med en børskurs. Oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon supplert med noe informasjon tilsendt fra Nortura, men ingenting av det som skrives i oppgaven er å anse som konfidensielt. Ettersom det vil være usikkerhet knyttet til verdiestimatet er det naturlig å kritisk drøfte metoder og estimater.

Det er også et sekundært formål med oppgaven utover å verdsette Norturas egenkapital. Som nevnt i delkapittel 1.2 er oppgavens hypotese at Nortura som et leverandøreid samvirkeforetak yter sine medlemmer tjenester det ikke er rasjonelt for foretaket å yte fra et profittmaksimerende perspektiv. Verdiene av disse tjenestene vil ikke hensyntas i fundamental verdsettelse, som derfor kan undervurdere Norturas verdi for medlemmene. Oppgavens sekundære formål er følgelig å identifisere og kvantifisere verdien av tjenestene Nortura yter sine medlemmer. Dette leder til følgende hoved – og underproblemstillinger:

Hovedproblemstilling: *«Hva er verdien av egenkapitalen i Nortura SA per 01.01.2019?»*
Underproblemstilling: *«Hva er verdien av Nortura SAs medlemsytelser per 01.01.2019?»*

1.3 Avgrensninger

Det er nærliggende å gjøre visse avgrensninger knyttet til hva som vektlegges i analysen. Nortura driver i tillegg til slakte og- videreforedlingsvirksomhet med flere aktiviteter som i varierende grad er relatert til kjernevirksomheten. Mange av konsernets datterselskaper benytter plussprodukter fra slakting i sin virksomhet. Disse selskapenes verdiskaping vil inngå som en del av konsernverdsettelsen og nevnes der de aktualiseres, men det er likevel naturlig å hovedsakelig fokusere på kjernevirksomheten.

Videre presiseres det at Nortura tilsynelatende har større omfang av aktiviteter utenfor kjernevirksomheten enn konkurrentene. Dette kan ha implikasjoner for analysene der Nortura sammenlignes med konkurrentene, og vil bli kommentert der det er relevant.

1.4 Struktur

På grunn av oppgavens lengde er det nærliggende å kort gjennomgå dens ulike deler. Kapittel to er en presentasjon av bransjen Nortura opererer i, mens foretaket Nortura presenteres i kapittel tre. I kapittel fire blir relevant litteratur knyttet til verdsettelse generelt og verdsettelse av samvirkeforetak gjennomgått. Videre gjennomføres en strategisk analyse av eksterne og interne forhold i kapittel fem. Kapittel seks er en regnskapsanalyse som består av kredittanalyse, beregning av historiske avkastningskrav og lønnsomhetsanalyse. De foregående analysene danner utgangspunktet for fremtidsregnskapet som presenteres i kapittel syv. Videre beregnes avkastningskrav for prognoseperioden og terminalperioden i kapittel åtte. Kapittel ni tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet og fremtidskravet for å gjennomføre en fundamental verdsettelse. I kapittel ti gjennomføres en komparativ verdsettelse for å øke det fundamentale verdiestimatets robusthet. I det siste kapittelet, kapittel elleve, brukes medlemsverdimodellen til å beregne verdien av tjenestene Nortura yter sine medlemmer.

1.5 Habilitet

Som det fremgår av delkapittel 1.2 om formål og problemstilling, er oppgavens underproblemstilling å kvantifisere verdien av Norturas tilleggsytelser. For å kvantifisere disse verdiene er vi avhengige av noe informasjon fra Nortura som ikke er offentlig tilgjengelig. Dette innebærer at vi har hatt jevnlig kontakt med Nortura mens vi har skrevet oppgaven. Vi ønsker derfor å understreke at vi ikke har noe avhengighetsforhold til Nortura. Vi mottar ingen økonomiske ytelser fra Nortura for å verdsette foretaket, og både valg av foretak og vinkling av oppgaven var vår egen idé. Følgelig mener vi det er rimelig å anse oss som habile og verdiestimatene som fremkommer i oppgaven som våre beste estimat.

2. Presentasjon av bransjen

2.1 Verdikjede

Verdikjeden for norsk kjøttproduksjon viser produksjon, bearbeidelse og distribusjon av kjøttet fra bonde til forbruker. Verdikjeden starter med bondens innsatsfaktorer. Bonden kan kjøpe livdyr til egen produksjon fra produsenter som driver med avl eller avle opp livdyr selv. Når dyrene er slakteklare fraktes de til et slakteri. Her avlives de før de skjæres opp og klargjøres for videreforedling. Slakteren kan stå for videreforedlingen selv eller selge dyrene til en annen aktør som videreforedler. Når produktene er ferdig foredlet og pakket selges de til en grossist. Grossistene er i hovedsak eid av dagligvareaktørene. De distribuerer varene videre til dagligvareaktørene, som igjen selger varene fra butikk til kunde (Østfold BU, 2013). Det understrekes at ikke alt videreforedlet kjøtt selges til grossistene, men verdikjeden som er vist i figur 2.1.1 er representativ for majoriteten av kjøttet som produseres.

Figur 2.1.1: Verdikjeden for norsk kjøttproduksjon

Kilde: (Østfold BU, 2013)

Frakt, pakking og distribusjonsledd er holdt utenfor verdikjeden

Flere av leddene i verdikjeden har de siste årene gjennomgått konsolidering (Chaddad & Cook, 2005). Dette er tydeligst i dagligvareleddet, hvor det kun er tre dominerende aktører igjen (Lien m. fl., 2016). Utviklingen er den samme for antall gårder, som er redusert fra 49 962 i 2007 til 40 269 i 2017 (Statistisk sentralbyrå, 2018). For slakteri, skjæring og videreforedling har det vært en motsatt trend, og flere mindre aktører har etablert seg[2]. Dette kan ha sammenheng med økt etterspørsel etter lokale nisjeprodukter (Matmerk, 2014).

En annen utvikling i bransjen er vertikal integrasjon. Bøndene er som eiere av samvirkeforetak til stede i verdikjeden fra produksjon av innsatsfaktorer til videreforedling (Nortura SA, u.d.). (Nortura SA, 2018). Fra den andre siden av verdikjeden er forbrukerne

[2] Basert på tall hentet fra Proff Forvalt

integrert bakover i verdikjeden gjennom samvirkeeierskap av Coop Norge og Coop Norge Handel (Ekberg, 2017), mens Rema 1000 og Reitangruppen eier Norsk Kylling AS og dermed er integrert enda lenger inn i verdikjeden (Rema 1000, 2010).

2.2 Markedsavgrensning

Som det fremgår i presentasjonen av Nortura er foretakets formål å gi sine medlemmer best mulig økonomisk resultat for sin husdyrdrift gjennom slakting, skjæring, foredling, eggpakking, salg, markedsføring, omsetning av rugeegg, livdyromsetning, ullomsetning og rådgivningstjenester (Nortura SA, 2017). Samvirkeforetaket driver både med storfe, småfe, svin, fjærfe og egg, og opererer følgelig med en bred produkt - og tjenestelinje (Nortura SA, u.d.). Dette innebærer at det ikke er opplagt hvem som er deres viktigste konkurrenter og hva som er deres viktigste markeder.

Følgelig er det nærliggende å foreta en markedsavgrensing. Det vil imidlertid være vanskelig å gjøre noen meningsfull markedsavgrensning dersom alle konsernets aktiviteter inkluderes, og det er derfor nærliggende å avgrense markedet med utgangspunkt i Norturas kjernevirksomhet. Det er rimelig å legge til grunn at denne er slakting, skjæring og foredling av rødt kjøtt (storfe, småfe, svin) og hvitt kjøtt (fjærfe, altså kylling og kalkun).

Norturas konkurrenter er i varierende grad integrert gjennom verdikjeden, hvilket kompliserer markedsavgrensningen. Utgangspunktet for analysen vil være at ethvert foretak som yter Nortura konkurranse på et av foretakets kjerneområder er egnet til å være en konkurrent.

Kriterier for avgrensingen

Hensikten med markedsavgrensningen er å trekke opp grensene rundt det som skal analyseres. Dette gjøres ved å skille produktene og tjenestene som er innenfor markedet, rivalene, fra dem som er utenfor, substituttene og ikke-substituttene. For å vurdere dette benyttes en kvalitativ metode der produktenes og tjenestenes substituerbarhet analyseres for å vurdere hvilke som er henholdsvis rivaler, substitutter og ikke-substitutter. Produktenes og tjenestenes substituerbarhet bestemmes ved å lete etter brudd i kjeden av substitutter på bakgrunn av egenskapene ytelse, bruksanledning og geografisk tilgjengelighet.

Ytelseskriteriet handler om hvorvidt to produkter har de samme egenskapene eller ikke. Følgelig foreligger det et brudd i substituerbarheten knyttet ytelseskriteriet dersom to produkter har ulike egenskaper. Med bruksanledning menes hvorvidt to produkter brukes i de samme situasjonene eller ikke. Geografisk tilgjengelighet handler på sin side om produktene er tilgjengelig i det samme området eller ikke. Dersom to produkter har like egenskaper (ytelse) og brukes i de samme situasjonene (bruksanledning), men ikke er tilgjengelig i det samme området, foreligger det et brudd i substituerbarheten og produktene er ikke en del av det samme markedet (Lien m. fl., 2016).

Produkter og tjenester som ligger innenfor markedet kalles rivaler. De som faller utenfor det som defineres som markedet omtales som substitutter. De tjenestene og produktene som har så lav substituerbarhet med markedets tjenester og produkter at det gir mening å se bort fra dem i analysen kalles ikke-substitutter (Lien m. fl., 2016).

Faktorer med betydning for avgrensningen

Det er nødvendig å dele Norturas aktiviteter i to for å inkludere konkurrenter som kun driver med deler av Norturas virksomhet, men som likevel har funksjon som en konkurrent. Dette fører til at aktivitetene deles i slakting og skjæring av rødt og/eller hvitt kjøtt og videreforedling av rødt og/eller hvitt kjøtt. Noen virksomheter driver med mange av de samme aktivitetene som Nortura, mens andre kun driver med noen få. En aktør som bare driver med en eller noen få av de samme aktivitetene som Nortura er imidlertid egnet til å være en sterk konkurrent dersom den yter Nortura sterk konkurranse på de områdene der de konkurrerer. Videre er det naturlig å presisere at fokuset i analysen er på hvilke tjenester og produkter som kan erstatte dem som leveres i markedet. Det vil si at fokus i slakte - og skjæreleddet er å levere tilsvarende eller nesten tilsvarende tjenester, mens fokus i videreforedlingsleddet er å levere tilsvarende eller nesten tilsvarende produkter. Det interessante er hva kjøperne av tjenestene eller produktene anser som rivaler, substitutter og ikke-substitutter. Det er også nødvendig å legge et vesentlighetskriterium til grunn for virksomhetene som kan regnes som konkurrenter. Selv om en virksomhet driver med et svært likt sett av aktiviteter regnes den ikke som en konkurrent dersom den er svært liten sammenlignet med Nortura.

Avgrensning i slakte- og skjæreleddet

De første aktivitetene som vurderes er slakting og skjæring av rødt og hvitt kjøtt. Det er vanskelig å identifisere tjenester som kan være substitutter til slakting og skjæring. Dette skyldes at dersom en kunde av et slakte - og skjæreri, typisk en foredler, må få slaktet noen dyr av en av de aktuelle dyreartene vil det ikke være aktuelt å henvende seg til noen som ikke driver med akkurat slakting og skjæring av rødt og hvitt kjøtt. Det er følgelig lite aktuelt å lete etter brudd i substituerbarheten for egenskapene ytelse og bruksanledning som fører til at en tjeneste kan være et substitutt for slakting og skjæring. Den eneste måten det kan oppstå substitutter på er som følge av brudd i substituerbarheten i egenskapen geografisk tilgjengelighet. Dersom et slakte - og skjæreri er akkurat så langt unna at det faller utenfor markedet, men likevel ikke så langt unna at det er grunn til å se bort fra det, vil det være et substitutt. På grunn av Norturas brede nasjonale tilstedeværelse er det mest sannsynlig at de fleste slakt - og skjæreriene av betydelig størrelse innenfor Norges grenser er rivaler. Dette gir opphav til konkurrentene Furuseth, Fatland, Den Stolte Hane og Norsk Kylling.

Avgrensning i videreforedlingsleddet

Videre må markedet for videreforedling avgrenses. Her vil det være naturlig å legge forbrukernes syn på substituerbarhet for produktene til grunn. Naturlige ytelseskriterier for både rødt og hvitt kjøtt er at det skal utgjøre en smakfull, mettende og proteinrik del av måltidet. Det er vanskelig å se at noe annet enn kjøttprodukter kan være rivaler ettersom ulikheter i smak gir tydelige brudd i substituerbarheten. For egenskapen bruksanledning er det naturlig å dele kjøttindustrien inn i middagsmat og pålegg, hvor førstnevnte er den største kategorien. For middagssegmentet vil fisk og en del kjøtterstattende vegetarprodukter ha høy substituerbarhet for kundene ettersom de er proteinrike og mettende. Substituttene i middagssegmentet er altså ikke-kjøttmat som typisk finnes på samme sted på tallerkenen. Som pålegg regnes alle andre pålegg som substitutter ettersom forbrukerne typisk er mindre bevisste på hvilken type pålegg de eventuelt erstatter kjøttpålegg med enn hva de kan erstatte kjøtt med på middagstallerkenen. Egenskapen geografisk tilgjengelighet er lite relevant.

Det poengteres at å dele inn kjøttindustrien som markedet kan anses som en svært bred avgrensning ettersom produkter som for eksempel kjøttdeig og kokt skinke har lav substituerbarhet. Norturas brede produktlinje gjør imidlertid at nærmest alle norske kjøttprodusenter av betydelig størrelse i større eller mindre grad er konkurrenter. Dette åpner

for konkurrentene Fatland, Norsk Kylling, Den Stolte Hane, Nordfjord og Grilstad. Det er naturlig å presisere at selv om alle disse konkurrerer med Nortura i et eller flere markeder, er de ikke nødvendigvis å anse som komparative selskaper.

En liten bemerkning

I den videre oppgaven vil Norturas «eiere», «medlemmer», «leverandører» og «bønder» omtales ofte. Bøndene eier Nortura og leverer kjøttet sitt dit, og de er også medlemmer ettersom Nortura er et samvirkeforetak. Ulike navn brukes fordi de er relevante i ulike roller og for å gi flyt i språket, men de er i praksis den samme aktøren.

2.3 Samvirkemodellen

Samvirke er en organisasjonsform for økonomisk virksomhet. Hovedprinsippet er at de som driver eller drar nytte av virksomheten, også skal eie den, slik at overskuddet ikke tilfaller utenforstående kapitaleiere (Brønnøysundregistrene, 2018). I Norge er det typisk fire grunnleggende prinsipper som fastsetter medlemmenes rettigheter.

- Alle som driver med den aktuelle virksomheten kan være med i samvirkeforetaket
- Det er demokratisk kontroll i styrende organer, og alle medlemmer har en stemme hver uavhengig av innsats i foretaket
- En begrenset kapitalrente benyttes dersom innskutt kapital skal deles ut
- Utbytte fordeles basert på den enkeltes omsetning med foretaket, ikke etter innskutt kapital (Samvirkesenteret, u.d.).

Et samvirkeforetak kjennetegnes altså av at virksomheten skal dekke eiernes behov. Dekningen av dette behovet er viktigere enn kapitalavkastningen i seg selv (Norsk landbrukssamvirke, 2017). Eksempler på ulike former for samvirkeforetak er som følger:

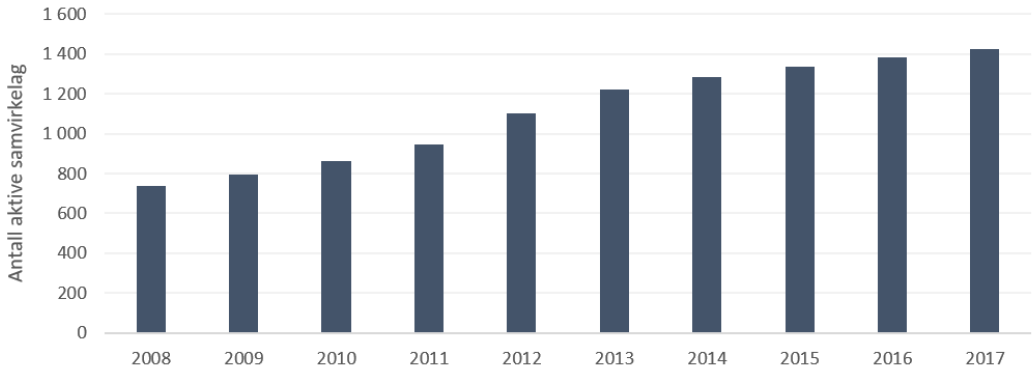
- Produsentsamvirke eller salgssamvirke, hvor produsentene sammen eier en videreforedlingsbedrift eller salgsleddet
- Forbrukersamvirke, hvor kjøpere går sammen om å danne salgsledd
- Boligsamvirke, hvor folk samarbeider om å bygge boliger (Loen, 2014)
- Innkjøpssamvirke, hvor produsenter sammen eier innkjøpsledd som kjøper inn driftsmidler (Almås, 2015)

Nortura er et produsentsamvirke hvor bøndene er eiere (Nortura SA, u.d.). Foretaket eies altså av sine egne leverandører. Dette skiller seg fra for eksempel Coop, som er et forbrukersamvirke og som dermed eies av sine egne kunder (Ekberg, 2017). Bøndene benytter denne organisasjonsformen for å få best mulig priser for det de selger, mens Coop-medlemmene har organisert seg slik for å stå samlet som kunder og øke sin kundemakt. Det er nok i landbruket samvirkemodellen brukes mest, men den har vært og er også benyttet av sparebanker og livsforsikringsforetak (Sørum, u.d.). Populariteten blant bøndene kan forklares av at hver bonde produserer samme vare som mange andre og at hver av dem produserer et lite volum sammenlignet med hele markedet. Dersom de stod alene ville muligheten for å markedsføre sitt eget produkt og oppnå en rimelig og forutsigbar pris vært svært begrenset (Norsk landbrukssamvirke, 2017). Bøndene ville da ha konkurrert mot hverandre på pris, og dermed sammen svekket sin egen forhandlingsmakt. Ved å danne et samvirkeforetak forhandler de istedenfor som én stor, samlet aktør, hvilket naturligvis gir langt bedre forutsetninger i forhandlinger med grossistene. Det virker altså å være noe ved matindustriens natur som tilsier at samvirkemodellen er mer hensiktsmessig i denne bransjen enn ellers.

Samvirkemodellen har imidlertid sine svakheter. Siden eierne ikke er med i virksomheten utelukkende for en kapitalavkastning, er de heller ikke like opptatt av å legge press på ledelsen og virksomheten ellers for å produsere så effektivt som mulig. Dette vil typisk gjøre virksomheten mindre effektiv enn den ellers ville vært. Siden mange samvirkeforetak har en stor eiermasse har hver enkelt eier dermed rett på en svært liten del av overskuddet. Den enkelte eiers gevinst av en litt mer effektiv virksomhet vil dermed være liten, hvilket også gir dårlige insentiver til effektivitet (Staatz, u.d.).

Oppsummert er hensikten med samvirkemodellen at dem som driver virksomheten også skal eie den og motta det økonomiske overskuddet. Dette skaper utfordringer knyttet til insentiver til effektivitet, men har også åpenbare fordeler for bøndenes forhandlingsmakt.

Figur 2.3.1: Utvikling i antall aktive norske samvirkeforetak



Kilde: Proff Forvalt (2018). Kan ikke refereres til på vanlig måte ettersom kilden krever innlogging. Et samvirkeforetak er definert som aktivt dersom har omsetning over null.

2.4 Makroforhold

2.4.1 Politiske forhold

Norsk landbruk mottar hvert år betydelig statlig støtte og beskyttelse, og er som en konsekvens stadig gjenstand for politisk debatt. Ettersom opprettholdelse av statlig støtte og beskyttelse er forutsetninger for at norsk matproduksjon ikke skal utkonkurreres av billigere importvarer er det naturlig å omtale hvordan disse ordningene fungerer (Landbruks - og matdepartementet, 2015). De tre grunnleggende forutsetningene for norsk landbruk er jordbruksoppgjøret, importvern og markedsbalansering (Nortura SA, 2018).

Jordbruksoppgjøret

Jordbruksoppgjøret er de årlige forhandlingene mellom staten og bondeorganisasjonene Norsk Bondelag og Norsk bonde - og småbrukarlag (Regjeringen, 2018). Forhandlingene i jordbruksoppgjøret resulterer i jordbruksavtalen. Forhandlingsprosessen reguleres av Hovedavtalen, som fastsetter at det skal føres årlige forhandlinger mellom staten og jordbruket om prisen på jordbruksvarer og andre bestemmelser for næringen. Med andre bestemmelser menes markedsbalansering og overføringer til landbruket (Regjeringen, 2015). Markedsbalansering er et prinsipp i landbruket og vil forklares i et eget underkapittel, mens overføringer omtales i det følgende.

Det understrekes at overføringer til landbruket ikke treffer Nortura direkte, men ettersom overføringer er en forutsetning for at bøndene kan drive er det også en forutsetning for

Norturas drift. Det er derfor naturlig å omtale strukturen og omfanget av overføringene i landbruket.

Budsjett og fordeling

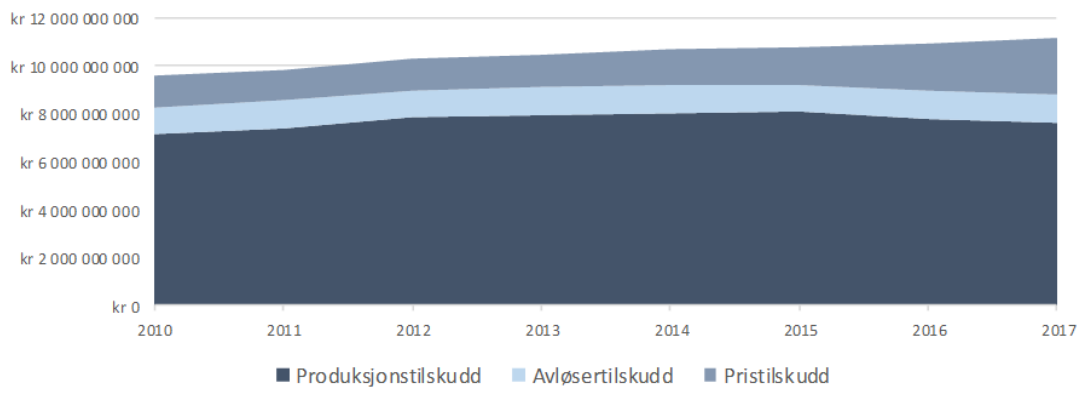
Totalbudsjettet i jordbruksavtalen for 2017 var på ca. 15 milliarder. Av denne totalrammen utgjør tilskudd til landbrukets utviklingsfond ca. 1,1 milliard, pristilskudd ca. 3,3 milliarder, direkte tilskudd ca. 8,4 milliarder og velferdsordninger ca. 1,5 milliarder. Mindre beløp brukes også på markedsregulering og utviklingstiltak. Direkte tilskudd gis i hovedsak gjennom areal - og kulturlandskapstilskudd, produksjonstilskudd til husdyr, driftstilskudd til melkeproduksjon og beitetilskudd. Velferdsordninger er tilskudd øremerket hjelp på gården i forbindelse med ferie og fritid. Pristilskudd gis i hovedsak til melk, kjøtt og korn (Regjeringen, 2017).

Formål med overføringene

Overføringene gis med ulike formål. Hovedformålet er å øke lønnsomheten i landbruket, men de ulike tilskuddene gis også for å skape ønskede vridninger i produksjonen. Det gis tilskudd til bevaringsverdige husdyrraser og distriktstillegg for å øke produksjonen og dermed bosettingen i distriktene. Husdyrtilskudd gis per dyr, men er begrenset oppad for å opprettholde mindre gårdsbruk (Landbruksdirektoratet, 2017).

I tillegg til interne overføringer til bøndene har staten tidligere praktisert eksportstøtte for et bredt utvalg kjøttprodukter. Denne ordningen er avskaffet noen år tilbake og er følgelig ikke relevant for videre analyse (Regjeringen, 2015).

Figur 2.4.1.1: Overføringer til norske bønder



Kilde: (Landbruksdirektoratet, 2017)

Importvern

Det norske importvernet kan forenklet deles i grupper med produkter med høyt, moderat og lavt tollvern. Gruppen med varer med høyt tollvern består av kjøtt, melk, ost og korn. Importen av denne typen varer er begrenset. Moderat tollvern benyttes typisk for bearbeidede jordbruksprodukter og lavt tollvern benyttes hovedsakelig for varer som ikke produseres i Norge (Regjeringen, 2018). De mest beskyttede produktene er altså norske jordbruksvarer, hvilket innebærer at jordbruksvarene som er tilgjengelige i Norge primært produseres av norske aktører.

Hensikten med importvernet er å legge til rette for import av landbruksvarer som et supplement til norsk produksjon, samtidig som internasjonale forpliktelser ivaretas. Det første innebærer at import kan benyttes som et substitutt til norskproduserte varer i perioder der det er behov for det. I praksis skjer dette ved at tollsatsene på de aktuelle varene settes ned i en bestemt tidsperiode (Landbruksdirektoratet, 2018). Det andre betyr at selv om det er innenrikspolitisk oppslutning for å verne om hjemlig matproduksjon, er Norge likevel forpliktet gjennom handelsavtaler til å gi ut importkvoter også for varer med høy toll. Disse handelsavtalene er fremforhandlet med WTO, EØS og EFTA (Regjeringen, 2018). Resultatet av importvernpolitikken er likevel at store deler av norsk landbruk i liten eller svært liten grad er utsatt for utenlandsk konkurranse.

Markedsbalansering

Generelt

Markedsbalansering er politikk og virkemidler for å bringe markedet for råvarer fra landbruket i balanse. I Norge består virkemidlene for å opprettholde balansen i markedet av løpende prissetting fra markedsregulator, markedsregulerende tiltak og produksjonsregulerende tiltak. Hensiktene med markedsbalansering er å sikre en stabil forsyning til alle markeder til relativt lik pris, og sikre produsentene stabil avsetning og stabile priser i tråd med jordbruksoppgjøret (Landbruks - og matdepartementet, 2015).

Nortura er i henhold til jordbruksavtalen markedsregulator for kjøtt -og eggproduksjon. Dette innebærer at foretaket har det overordnede ansvaret for å gjennomføre Landbruksdepartementets markedsreguleringer, iverksette målprissystemet og prissystem for

planlagt gjennomsnittlig engrospris og gi råd til Landbruksdepartementet i forbindelse med administrative tollnedsettelser (Landbruks - og matdepartementet, 2015).

Som det fremgår av avsnittet over er det to prissystemer for norsk landbruksvarer; målprissystemet og prissystemet for planlagt gjennomsnittlig engrospris. Målprissystemet gjelder for svin, korn og melk (Landbruks - og matdepartementet, 2015), mens engrosprissystemet gjelder for storfe, småfe og egg (Nortura Medlem, 2016). Systemene er basert på at markedsprisen settes først, og at markedsregulator benytter sin markedsmakt til å styre markedet mot denne prisen. Markedsregulator styrer markedet for eksempel ved å redusere kvantum. Ettersom Nortura har ansvaret for denne ordningen i kjøttindustrien er foretaket prissetter i markedet. Systemene gjør at markedet fungerer motsatt av et uregulert marked der markedsprisen settes løpende som et resultat av tilbud og etterspørsel (Landbruks - og matdepartementet, 2015).

Målprissystemet

Målprissystemet er prissystemet for svin, korn og melk. Målprisene skal være priser jordbruket reelt sett skal kunne oppnå ut fra balanserte markedsforhold, det fastsatte importvernet og de markedsreguleringsmulighetene som er til disposisjon (Landbruksdirektoratet, u.d.). Systemet innebærer at det forhandles frem en maksimal gjennomsnittlig pris for året (målpris) i jordbruksoppgjøret som jordbruket skal oppnå under balanserte markedsforhold. Markedsregulator registrerer de løpende prisene gjennom året og vekter dem etter det omsatte volumet til hver pris slik at det kan beregnes en faktisk gjennomsnittspris for året (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Dersom den faktiske gjennomsnittprisen er høyere enn målprisen skal det fastsettes en særskilt styringspris i det påfølgende året. Styringsprisen fastsettes ved å trekke differansen mellom faktisk gjennomsnittspris og målpris i forrige år fra målprisen i det påfølgende avtaleåret. Hvis prisen på en målprisvare overstiger målprisen to uker på rad skal det ifølge jordbruksavtalen åpnes for tollnedsettelser på den aktuelle varen (Landbruksdirektoratet, u.d.). Resultatet av disse reglene er at ingen aktører i markedet har insentiver til å forsøke å drive prisene for høyt.

Engrosprissystemet

Engrospris er markedsprisen ved omsetning av egg og helt slakt av storfe og småfe (Landbruks - og matdepartementet, 2015) (Regjeringen, 2018). Prisen danner utgangspunktet for beregning av avregningsprisen som er prisen bøndene får. Avregningsprisen er engrosprisen justert for slaktekostnader, transportkostnader og avgifter (Nortura Medlem, 2016). Planlagt gjennomsnittlig engrospris fastsettes ikke i jordbruksavtalen, men hvert halvår av markedsregulator som forsøker å sette en pris som sikrer markedsbalansen. I jordbruksavtalen fastsettes det imidlertid en øvre prisgrense en gitt prosentsats over den planlagte, gjennomsnittlige engrosprisen. I tillegg til engrosprisen fastsettes det hvert halvår en prisløype som skal gi optimal markedsdekning på kort og mellomlang sikt. Prisdannelsen under engrosprissystemet er friere enn under målprissystemet (Landbruks - og matdepartementet, 2015).

Markedsregulerende tiltak

Markedsregulerende tiltak kan deles i avsetningstiltak, faglige tiltak og opplysningsvirksomhet. Avsetningstiltak er tiltak for å fjerne midlertidige overskudd i form av lagring, eksport, prisnedskrivning og produksjonsregulering. Sistnevnte innebærer å oppfordre til å avslutte produksjon tidligere enn normalt fordi dyrene da er mindre, samtidig som produksjonen da spres utover året (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Faglige tiltak er langsiktige tiltak rettet mot primærprodusentene. Dette kan være blant annet avlstiltak, produksjonsveiledning, matsikkerhet og markedstilpasning (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Opplysningstiltak er kortsiktige og langsiktige tiltak rettet mot forbrukerne for å påvirke etterspørselen. Dette kan være varedemonstrasjoner eller andre former for reklame. Produksjonsregulering er tiltak som settes i verk så tidlig som mulig i verdikjeden for å forhindre tilbudsoverskudd av jordbruksråvarer (Landbruks - og matdepartementet, 2015).

Mottaks - og forsyningsplikt

Et annet sentralt aspekt ved Norturas rolle som markedsregulator er mottaksplikten. Mottaksplikten innebærer at Nortura plikter å kjøpe alle norskproduserte varer de har markedsreguleringsansvar for (med unntak av fjærfe) til de til enhver tid rådende prisene (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Dette innebærer at Norturas ledelse i likhet med bøndene har insentiver til å sørge for et balansert marked, da overproduksjon rammer både

bøndenes og Norturas priser. I tillegg har Nortura også forsyningsplikt. Forsyningsplikten innebærer at foretaket plikter å forsyne uavhengige norske aktører med råvarer (ikke fjærfe) til like vilkår (Landbruks - og matdepartementet, 2015).

Som markedsregulator har Nortura altså virkemidler for å stimulere eller begrense etterspørsel gjennom priser og markedsføring, og for å balansere produksjonen gjennom målprissystemet, systemet for planlagt gjennomsnittlig engrospris og produksjonsveiledning.

2.4.2 Prisdannelse i kjøttindustrien

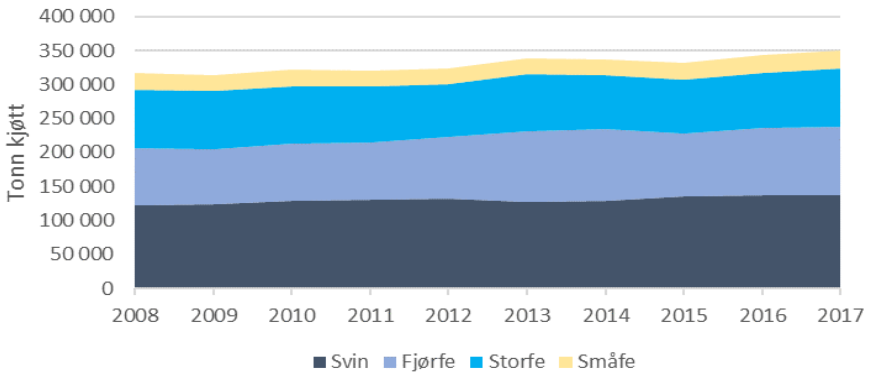
Generelt

Som forklart under *Politiske forhold* er det av politiske årsaker naturlig å anse kjøttindustrien som en nasjonal bransje ettersom verken import eller eksport er av omfang av betydning. Marginene i kjøttbransjen avgjøres av prisene som betales til bøndene for slakteklare dyr og prisene grossistene betaler til kjøttbransjens aktører.

Tilbudssiden

Prisene som betales til bøndene fra Nortura fastsettes som forklart i underkapittelet om "*Markedsbalansering"*. Disse settes enten i Jordbruksavtalen eller av Nortura (avhengig av om det er tale om målpris eller engrospris), og har til hensikt å skape balanse i markedet. Både Jordbruksavtalen og Nortura søker å opprettholde lønnsomheten hos bøndene (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Dette innebærer at prisene i tider med overproduksjon trolig ikke faller like dypt som de ville gjort i et vanlig marked. Hvordan prisene settes i praksis er forklart i underkapittelet "*Markedsbalansering*" og vil ikke bli repetert her. Figuren under viser økningen i kjøttproduksjon de siste ti årene.

Figur 2.4.2.1: Godkjente slakt til folkemat

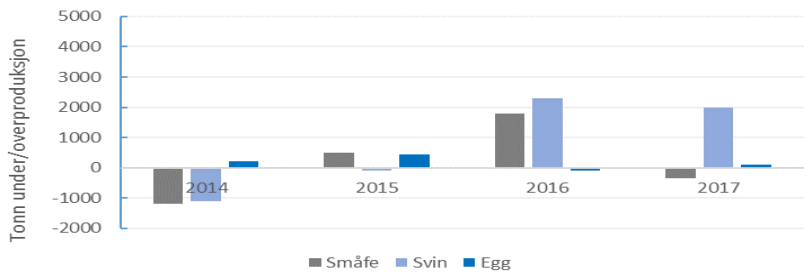


Kilde: (Statistisk sentralbyrå, 2018)

Overproduksjon

Slik det fremgår av figur 2.4.2.2, har det i løpet av de siste årene vært overproduksjon av småfe og svin. Mens private aktører uten mottaksplikt nokså enkelt kan tilpasse egen og dermed tilknyttede bønders produksjon for å skape markedsbalanse, er dette vanskeligere for Nortura som til enhver tid må ta imot det medlemmene leverer. Ettersom det som nevnt over er begrenset vilje til å sette prisene svært lavt for å presse ut de minst effektive bøndene, må andre tiltak brukes for å skape balanse i markedet. Disse er omtalt under "*Markedsbalansering*" i delkapittel 2.3.2. Å redusere produksjon uten markedsmessig prisreduksjon er imidlertid krevende ettersom bøndene har insentiver til å opprettholde egen produksjon uavhengig av hva andre bønder gjør. Dette gjelder selv om det er mer lønnsomt for alle om alle reduserer sin produksjon og dermed hever prisene. Det som er lønnsomt for den enkelte bonden er altså det motsatte av det som er lønnsomt for bransjen som helhet. Følgelig hindrer fangens dilemma markedet fra å komme raskt i balanse ved overproduksjon (Hansen, 2004).

Figur 2.4.2.2: Markedsbalansen for svin, småfe og egg



Kilde: (Nortura, 2014d), (Nortura, 2015d), Nortura (2016d), Nortura (2017d)

Inneholder ikke tall for storfe grunnet nasjonalt tilbudsunderskudd

Etterspørselssiden

Kjøttkonsumet i et land kan forklares med kjøttkonsum per person multiplisert med antall innbyggere i landet. Det er altså disse to variablene som må studeres for å kunne si noe om utviklingen av kjøttkonsumet i framtiden.

Kjøttkonsum per innbygger

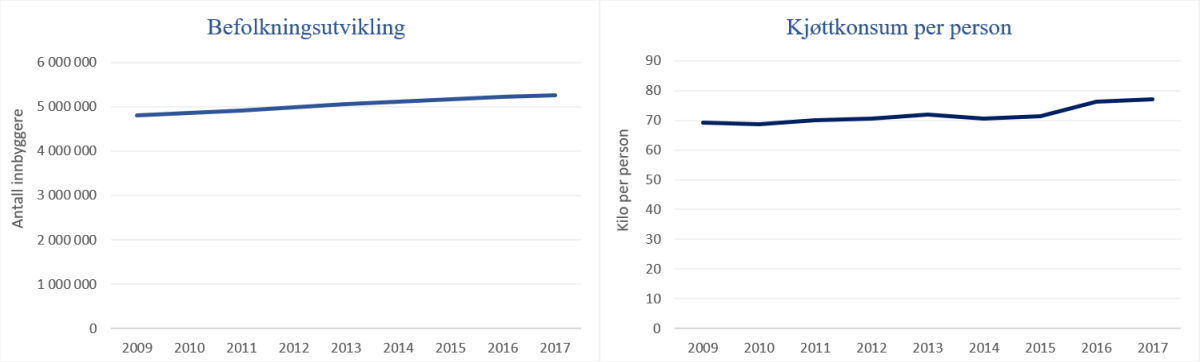
Det har i lengre tid vært vekst i kjøttkonsumet per person i Norge. Slik det fremgår av figur 2.4.2.4 økte kjøttkonsumet per person i perioden 2009 - 2017 med 11,1 prosent og i 2017 var det 77 kilo per person (Animalia, 2018). Dette tilsvarer en årlig vekst på 1,33 prosent i perioden. Det har altså vært en klar trend til økende kjøttkonsum det siste tiåret. Veksten i

kjøttkonsumet de siste to tiårene har i hovedsak vært drevet av kylling og delvis av svin, mens konsumet av kjøtt fra storfe og småfe har vært relativt stabilt (Animalia, 2017).

Befolkningsvekst

Fra 2009 til 2018 har befolkningen økt fra 4,8 millioner til 5,3 millioner, hvilket tilsvarer en årlig vekst på 1,15 prosent (Statistisk sentralbyrå, 2018). De siste ti årene har det altså vært en svak, men tydelig veksttrend både i befolkningen og kjøttkonsum per person. Hvorvidt veksten i disse komponentene vedvarer i de kommende årene vil være av stor betydning for kjøttbransjen.

Figur 2.4.2.4: Befolkningsutvikling og utvikling i kjøttkonsum per person



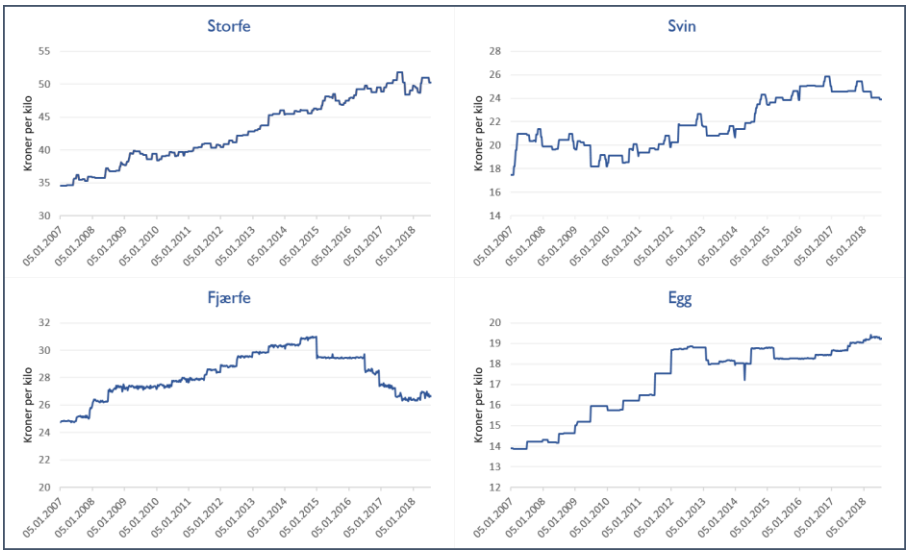
Kilde: (Statistisk sentralbyrå, 2018) (Animalia, 2018)

Priser

Leverandørene

For storfe er ikke norsk produksjon stor nok til å møte nasjonal etterspørsel og underskuddet dekkes av import. Som et resultat av tilbudsunderskuddet har prisene for storfekjøtt vært stabilt økende over tid. For svin, småfe og fjærfe er imidlertid nasjonal produksjon tilnærmet stor nok (eller for stor) til å dekke hele det norske markedet (Nortura SA, 2018). Periodevis oppstår det over- og underproduksjon av disse dyreartene, og kjøttprisene oppfører seg derfor syklisk. Ved underproduksjon stiger prisene og motsatt. Høyere priser tiltrekker nye aktører samtidig som eksisterende aktører øker produksjonen. Dette fører typisk til overproduksjon, lavere priser og igjen lavere produksjon som følge av at noen aktører gir seg eller reduserer produksjonen. Både sesongmessige og sykliske variasjoner hos de ulike dyreartene fremgår delvis i grafen under.

Figur 2.4.2.4: Historisk prisutvikling for storfe, svin, fjærfe og egg



Kilde: (Landbruksdirektoratet, Prisutvikling på storfe- oktober 2018, 2018) (Landbruksdirektoratet, Prisutvikling på svin- oktober 2018, 2018) (Landbruksdirektoratet, Prisutvikling på fjærfe- oktober 2018, 2018) (Lanbruksdirektoratet, Prisutvikling på egg- oktober 2018, 2018)

Lignende tall for småfe er ikke tilgjengelig på landbruksdirektoratets sider.

Grossistene

Aktørene i kjøttindustrien selger majoriteten av sine produkter til grossistene (som er eid av dagligvareaktørene og i praksis derfor er samme aktør), og det er disse som utgjør kundeleddet (Regjeringen, 2011). Grossistene er imidlertid ikke omtalt her fordi det er etterspørselen til forbrukerne som driver grossistenes etterspørsel. Dette betyr imidlertid ikke at grossistenes handlinger ikke har betydning for aktørene i kjøttbransjen, og hvordan grossistene påvirker Nortura vil primært omtales i konkurranseanalysen.

Andre betraktninger

I et uregulert marked vil overkapasitet i leverandørleddet føre til at leverandørene konkurrerer hardt seg imellom, noe som vil gi lavere innkjøpspriser (Lien m. fl., 2016). Slik fungerer det imidlertid ikke kjøttbransjen. Ettersom Nortura har mottaksplikt skyves eventuell overproduksjon videre til kjøttbransjen slik at slakt må lagres på aktørenes regning og risiko[3]. Kjøttoverskuddet vil typisk føre til at kundeleddet (grossistene) presser prisene nedover. Tilbudsoverskudd i leverandørleddet påvirker derfor prisene også i kundeleddet og den samlede effekten av overskuddsproduksjon blir fort negativ for aktørene i kjøttbransjen. Dette var tilfellet for Nortura i 2017 (Nortura SA, 2017d).

[3] Informasjon fra møte med Nortura 26/09-18

2.4.3 Konjunkturfølsomhet

Som nevnt tidligere er det naturlig å se på kjøttbransjen som en nasjonal bransje. Tilbudssiden består av norske aktører og import benyttes hovedsakelig bare for å dekke tilbudsunderskudd på storfekjøtt (Nortura SA, 2018). Etterspørselssiden består i all hovedsak av norske forbrukere, og eventuell eksport av norsk kjøtt er å anse som ubetydelig (Landbruksdirektoratet, u.d.). Globale økonomiske faktorer har dermed liten betydning utover at påvirkning på norsk økonomi. Dette innebærer at alle relevante makroøkonomiske faktorer kan analyseres ved å ta utgangspunkt i norsk økonomi ettersom eventuelle globale påvirkningskrefter uansett vil gi utslag i norsk økonomi.

På generelt grunnlag er matindustrien lite konjunkturfølsom (Tine SA, u.d.). Dette kan forklares med at mat er et nødvendighetsgode, og forbrukernes etterspørsel etter billig mat er dermed lite sensitiv for endringer i kjøpekraft. Dersom dette er tilfellet også for kjøttindustrien, innebærer det at forventninger knyttet til utvikling i makroøkonomiske forhold som rente, inflasjon og arbeidsledighet i mindre grad er egnet til å si noe om utviklingen i kjøttindustrien de kommende årene. Spørsmålet blir følgelig om den lave konjunkturfølsomheten som kjennetegner matbransjen generelt også er tilfellet for kjøttindustrien, eller om kjøtt, som er dyrere enn mye annen mat, er mer konjunkturfølsomt enn annen mat.

Sammenlignbare internasjonale aktører

Norturas konjunkturfølsomhet kan estimeres ved å estimere foretakets beta. Beta er et mål på den enkelte aksjens risiko relativt til markedet, og hvor eksponert aksjen er for systematisk risiko. Graden av eksponering for systematisk risiko handler om sterkt selskapet påvirkes av overordnet konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon. Noen selskaper påvirkes mer av dette enn andre, og disse har høyere beta. I snitt er beta lik 1, og en beta lik 1 betyr at aksjen svinger i takt med aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016). Beta vil bli utdypet i delkapittel 6.5. Ettersom ingen norske selskaper i kjøttindustrien er børsnoterte, finnes det ingen komparative selskaper med beta som kan hentes ut fra Oslo børs.

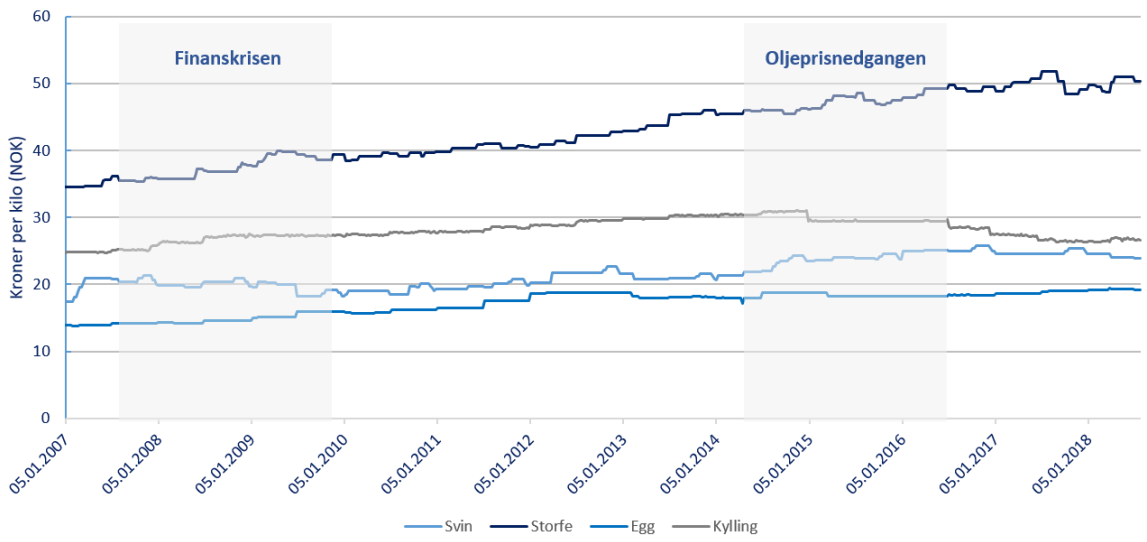
De tilsynelatende mest sammenlignbare børsnoterte selskapene er de finske selskapene HKScan og Atria og det sveitsiske selskapet Bell Food Group. HKScan er tilstede i hele verdikjeden fra bonde til ferdig produkt (HKScan, u.d.), og driver med både storfe, svin og

fjærfe (HKScan, u.d.). Selskapets justerte beta er 0,61 (Bloomberg, 2018). Atria slakter og videreforedler storfe, svin og fjærfe (Atria, u.d.), og har en justert beta på 0,54 (Bloomberg, 2018). Bell Food Group har nylig gjort et oppkjøp innen produksjon av dagligvarer, men over 75 prosent av omsetningen er fortsatt fra videreforedling av kjøtt (Bell Food Group, 2018). Selskapets justerte beta er 0,72 (Bloomberg, 2018). Det er altså en tydelig tendens til at kjøttprodusenter ligger vesentlig under gjennomsnittlige børssvingninger. Det er sannsynlig at denne tendensen reflekterer svingningene også i den norske kjøttindustrien.

Påvirkning av økonomiske kriser

I figuren under er prisene på de ulike dyreartene sett i sammenheng med de to store nedturene i norsk økonomi de siste ti årene. Det er ingen åpenbar sammenheng mellom finanskrisen og oljeprisfallet og prisutviklingen på de ulike dyreartene. Figuren kan dermed sies å underbygge antagelsen om begrenset konjunkturfølsomhet i kjøttindustrien.

Figur 2.4.3.1: Prisutvikling vs. finanskrisen og oljeprisnedgangen



Kilde: (Landbruksdirektoratet, Prisutvikling på storfe- oktober 2018, 2018) (Landbruksdirektoratet, Prisutvikling på svin- oktober 2018, 2018) (Landbruksdirektoratet, Prisutvikling på fjærfe- oktober 2018, 2018) (Lanbruksdirektoratet, Prisutvikling på egg- oktober 2018, 2018)

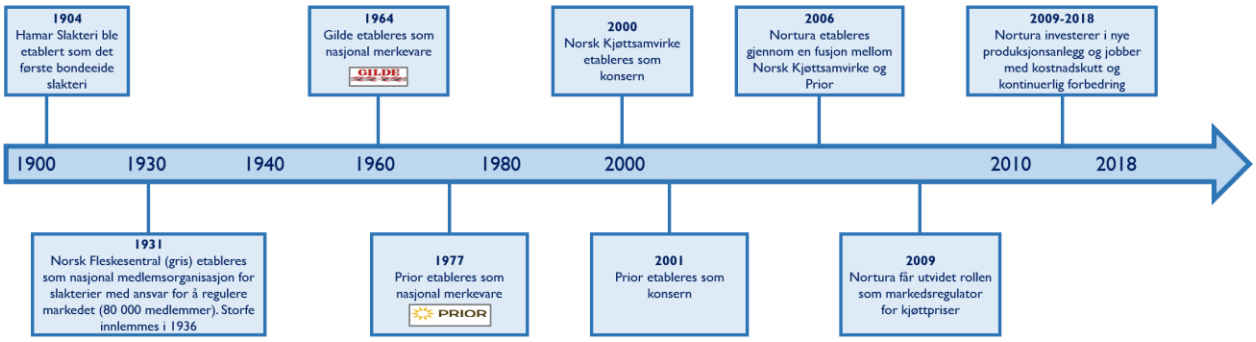
3. Bedriftspresentasjon av Nortura

3.1 Historie

Fællesslagteriet ble etablert av norske bønder i 1911 på Løren i Oslo. Etableringen markerte starten på bøndenes industrialisering av norsk matproduksjon gjennom sine selveide merkevarer og integrerte verdikjede. De neste tiårene utviklet foretaket seg både strategisk og industrielt gjennom opprettelse av distriktsorganisasjoner i andre byer, innføring av nye lovverk og bygging av fabrikker og eggsentraler. Blant de viktigste nyvinningene var omsetningsloven som i 1930 ble innført for å regulere markedet av flesk og for å sikre stabile priser for bønder og forbrukere. I 1931 ble Norges Fleskesentral (Norges Kjøtt og Fleskesentral (NKF) fra 1934) etablert som en nasjonal medlemsorganisasjon for slakterier og direkte medlemmer. Den nye organisasjonen fikk markedsregulering som en av sine viktigste oppgaver og overtok Fællesslagteriet i 1936. I 1958 ble 17 distriktsorganisasjoner over hele landet tilknyttet NKF. Samarbeidet blant norske bønder økte 1960-årene, og de påfølgende tiårene ble det etablert en rekke regionale samarbeid for å følge markedsutviklingen og industrialiseringen. Dette ga blant annet opphav til Gildes utvikling fra et nord-norsk til et nasjonalt merke i 1964 og til etableringen av Samvirkekylling AS (senere Prior) i 1976 (Nortura SA, u.d.).

Etter oppgangstider for norske bønder etter innføring av politiske støtteordninger på 1970-tallet, økte konsentrasjonen i dagligvarebransjen på 1990-tallet. Samtidig var flere private aktører i ferd med å slå seg ordentlig inn i markedet. Dette utfordret de regionale kjøttsamvirkene og fremmet et behov for bedre nasjonalt samarbeid. Som et resultat ble Norsk Kjøttsamvirke BA, som NKF het fra 1990, etablert som samvirkekonsern med regionale Gilde-bedrifter som heleide datterbedrifter i år 2000. Prior ble omorganisert til et konsern eid av egg- og fjærfeprodusenter året etter. Etter relansering av merkevarer og konsolidering av underselskaper de kommende årene, fusjonerte Gilde og Prior til Nortura i 2006. I 2009 endret Nortura selskapsform fra å ha begrenset ansvar til å bli et samvirkeforetak (Nortura SA, u.d.).

Figur 3.1.1: Tidslinje for Nortura

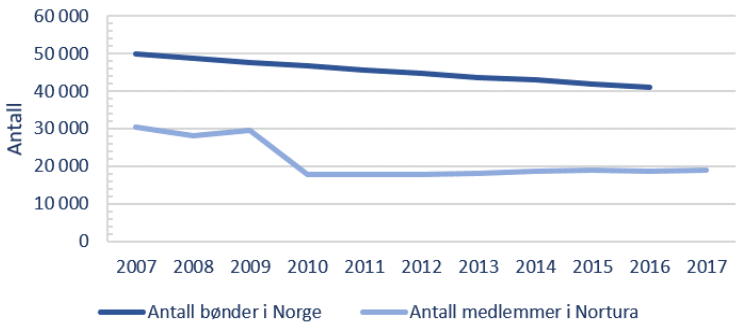


Kilde: (Nortura SA, 2018)

3.2 Nortura i dag

Nortura er organisert som et samvirkeforetak. I henhold til vedtektene er foretakets formål å gi sine medlemmer best mulig økonomisk resultat for sin husdyrdrift gjennom slakting, skjæring, foredling, eggpakking, salg, markedsføring, omsetning av rugeegg, livdyromsetning, ullomsetning og rådgivningstjenester. Kjernevirksomheten i foretaket er slakting, skjæring og foredling av kjøtt fra storfe, småfe, svin og fjærfe (Nortura SA, 2017). Nortura er altså en horisontalt integrert aktør som er tilstede både i slakte- og videreforedlingsleddet av verdikjeden. Foretaket har 18 800 medlemmer som hver har betalt et andelsinnskudd på 12 000 kr for å være medlem (Nortura SA, 2017). Norturas hovedkontor ligger på Sinsen i Oslo, og 5200 ansatte er fordelt på 33 produksjonsstedet i 13 fylker (Nortura Tønsberg, 2018). Omsetningen var i 2017 23,5 milliarder kroner (Nortura SA, 2017d).

Figur 3.2.1: Antall medlemmer i Nortura sammenlignet med antall bønder i Norge



Kilde: (Statistisk sentralbyrå, 2017) (Nortura SA, 2007d-2017d)

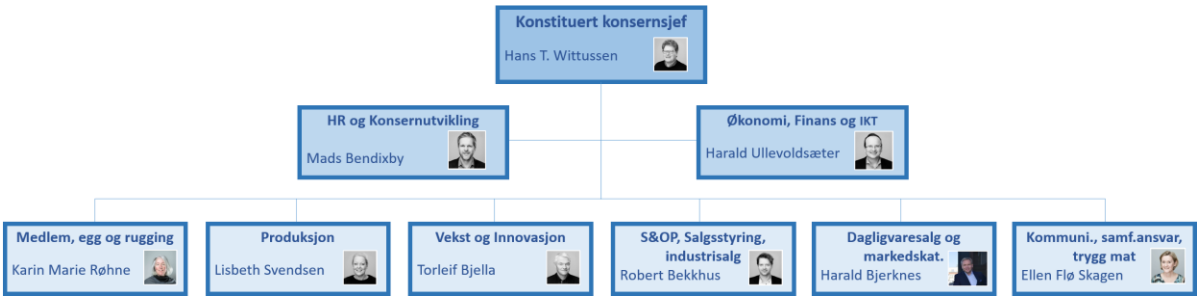
Norturas strategi

Nortura har utarbeidet en strategiplan med fokus på fem områder. Det første området er "grunnfjellskategoriene" (disse vil forklares senere). Det andre fokusområdet er S&OP (sales & operations planning), som nylig har fått utnevnt en egen konserndirektør. Dette området omhandler samspillet mellom salg og produksjon hos bøndene, og Norturas målsetting er å bedre koordinere samhandlingen. Som det tredje og fjerde området har Nortura definert "proaktiv forretningspartner" og "redusere og håndtere kompleksitet", uten at disse blir nærmere forklart. Det femte området er innovasjon (Nortura SA, 2018).

Konsernstruktur, underselskaper og produksjon

Arne Kristian Kolberg måtte fratre som konserndirektør 21. november 2018, og Hans Thorn Wittussen har siden det vært konstituert konserndirektør (Nortura SA, 2018). Konsernstrukturen i Nortura er vist i figuren under. Økonomi, finans, IKT, HR og konsernutvikling er avdelinger på tvers av konsernet. De driftsrelaterte avdelingene er inndelt i seks områder; (1) Medlem, egg og ruging, (2) Produksjon, (3) Vekst og Innovasjon, (4) Salg, (5) Dagligvaresalg og markedskategorier og (6) Kommunikasjons, samfunnsansvar og trygg mat. Medlem, egg og ruging har ansvar for råvareinnkjøp, inntransport, ruging og klekking, produksjon egg og eggprodukter, eierorganisasjon, næringspolitikk og rammevilkår og nettsiden totalmarked.no. Produksjonsavdelingen jobber med slakting, skjæring og foredling av alle dyreslag, leieproduksjon, driftsplanlegging, produktutvikling og kvalitet. Vekst- og innovasjonsavdelingen har proffsalg, innovasjon, FoU, Kjøttcompagniet og nye salgskanaler som sitt hovedansvar. Salgsavdelingen jobber med industrisalg, salgsstyring, lager og logistikk. Avdelingen for dagligvaresalg og markedskategorier er ansvarlig for salg til dagligvarekjedene (Nortura SA, 2017d).

Figur 3.2.2: Konsernstruktur



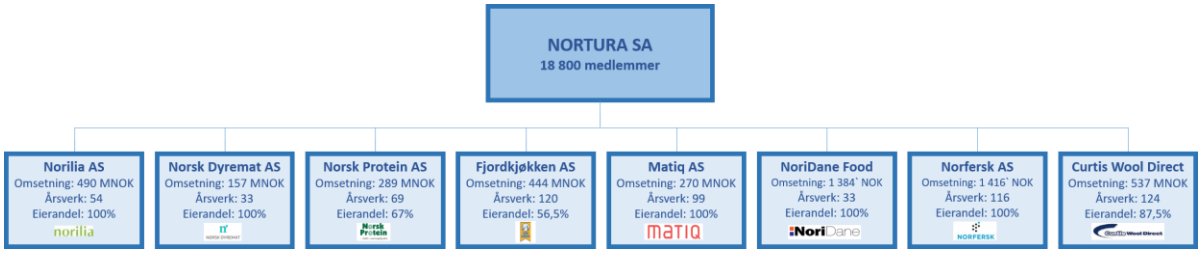
Kilde: (Nortura SA, 2018)

Datterselskaper

Norturas kjernevirksomhet er slakting, skjæring og videreforedling av rødt og hvitt kjøtt. Noen av konsernets underselskaper er knyttet til konsernets kjernevirksomhet, men majoriteten av kjernevirksomheten foregår i morselskapet. Norfersk og Fjordlandkjøkken er underselskaper som er etablert for å skreddersy videreforedlede produkter for samarbeidspartnere. NoriDane driver med trading av kjøtt mens Matiq leverer Nortura-konsernets IT-tjenester. Flere av datterselskapene driver med ressursutnyttelse i henhold til "Bruk hele dyret"-strategien (Nortura SA, u.d.). Norsk Protein, Norsk Dyremat AS og Curtis Wool Direct er eksempler på selskaper som selger biprodukter i form av kjøttavfall og ull videre, og sikrer bedre utnyttelse av hvert dyr og økt verdiskaping for Nortura (Nortura SA, 2017d).

Datterselskapene stod i 2017 for en betydelig del av Norturas omsetning og EBITDA. Mens Nortura SA omsatte for 16,6 milliarder og leverte EBITDA på 394 millioner, omsatte datterselskapene for 5,9 milliarder og hadde 336 millioner i EBITDA (Nortura SA, 2017d) (Nortura SA, 2018). Datterselskapene leverte altså høyere driftsmarginer enn Nortura SA i 2017.

Figur 3.2.3: Datterselskaper



Kilde: (Nortura SA, 2017d) (Nortura SA, 2018)

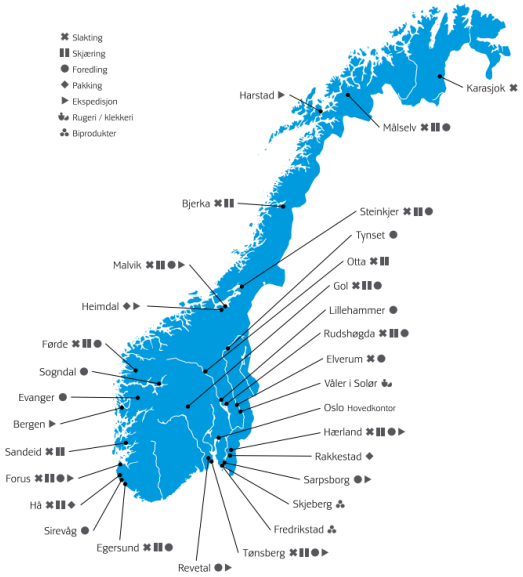
Note: Illustrasjonen av underselskaper er ikke uttømmende. Andre underselskaper Nortura eier helt eller delvis, men med lavere omsetning, er Prima, Slakt AS, Telespor AS, Norsk Duroc AS, Det Nye Kjøkken AS, Karasjok Slakteeiendom AS, Animalia AS, NoriDane Foods AS, (NOR) Scandinavian Poultry Research AS og Hå Rugeri AS Nortura SA, 2017d).

Produksjon

Norturas produksjon foregår i 33 fabrikker i 13 fylker. Majoriteten av disse er på Østlandet, på Vestlandet og i Midt-Norge. Norturas tilstedeværelse i distriktene kan forklares av krav om begrenset frakttid for dyr til slakteri og et ønske om kort avstand fra slakteri til butikk for å unngå problematikk med utløpsdatoer. Ved noen slakterier foregår også skjæring og

foredling, mens noen fabrikker kun driver med skjæring, foredling og pakking. Rugeriet og klekkeriet i Solør og fabrikkene for biprodukter i Østfold er eksempler på fabrikker som ikke driver med kjøttproduksjon (Nortura SA, 2017d).

Figur 3.2.4: Geografisk utbredelse



Kilde: (Nortura SA, 2017d)

Norturas kunder og omsetningskanaler

Dagligvareaktørene er svært viktige kunder for Nortura som selger til både Coop, Rema og NorgesGruppen (Nortura SA, 2018). Som illustrert i figur 3.2.5 utgjør dagligvare, storhusholdning og industri 77 prosent av omsetningen til Nortura (Nortura SA, 2018), og spesielt innen storhusholdning forventes det sterk vekst (Nortura SA, 2017d). Proffkunder er typisk bensinstasjoner (servicehandel), hoteller, restauranter, catering og offentlige institusjoner (storhusholdning). Nortura har også industrielle aktører som kunder, der Orkla som stor eggkunde er den mest fremtredende (Nortura SA, 2017d).

Figur 3.2.5: Salgskanaler og kunder

Kilde: (Nortura SA, 2018)

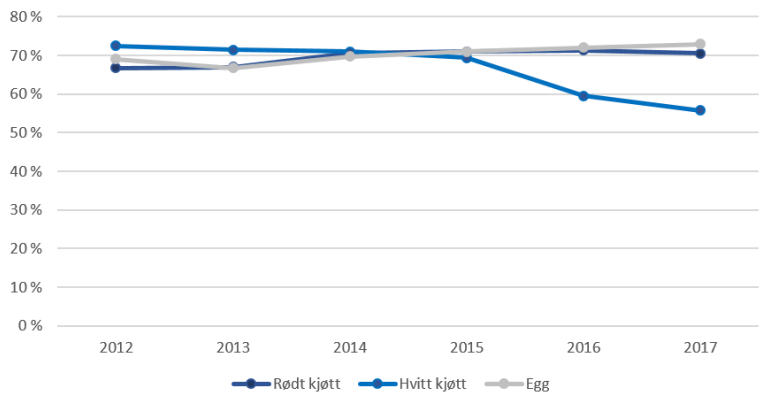
Merkevarer og kategorier

Nortura har to sterke merkevarer, Prior og Gilde, som er ledende merkevarene innenfor henholdsvis hvitt og rødt kjøtt i Norge. I følge Kantar TNS sin årlige omdømmeundersøkelse gjennomført blant et utvalg av Norges største og mest kjente merkevarer i 2017 var Gilde inne på topp ti listen, mens Prior var topp 20 (Kantar TNS, 2017). Andre merkevarer Nortura eier og leverer selv er Thulefjord (lam), Eldhus (pinnekjøtt og spekemat), Terina og Joika (hermetikk) (Nortura SA, 2017d).

Markedsandeler

Figur 3.2.6 viser markedsandeler i slakteleddet. Det mest iøynefallende er utviklingen til Norturas markedsandeler innen hvitt kjøtt. Denne falt rundt 15 prosent fra 2015 til 2017 som følge av at Rema i desember 2014 sa opp samarbeidsavtalen med Nortura i Trøndelag og Nortura i 2015 mistet 61 av 77 produsenter i Trøndelag (Nortura SA, 2015d). Fallet i markedsandeler hadde imidlertid begrenset betydning for omsetningen i 2017 ettersom hvitt kjøtt utgjør en relativt liten andel av Norturas totalomsetning. Utviklingen er likevel bekymringsverdig ettersom hvitt kjøtt er det segmentet det er knyttet størst vekstforventninger til (Animalia, 2017). For rødt kjøtt har markedsandelen ligget relativt stabilt rundt 70 prosent de senere årene. Egg utgjør i likhet med hvitt kjøtt en relativt liten del av omsetningen til Nortura. En økning i markedsandel på over ti prosent siden 2013 er uansett positivt (Nortura SA, 2018).

Figur 3.2.6: Markedsandeler på kjøtt fra leverandør

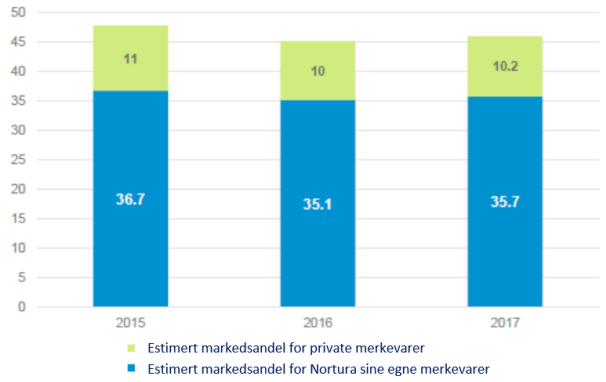


Kilde: (Nortura SA, 2018)

Dagligvarekjedenes egne merkevarer

Norturas produkter selges både gjennom foretakets egne merkevarer, hovedsakelig Gilde og Prior, og gjennom dagligvarekjedenes egne merkevarer (Nortura SA, 2017d). De senere årene har dagligvareaktørene i økende grad forsøkt å introdusere sine egne merkevarer i butikkene, noe som har gått på bekostning av salget av matindustriens merkevarer. Mellom 2003 og 2016 økte dagligvarekjedenes egne merkevarer som andel av den totale omsetningen i dagligvaremarkedet fra 8,4 prosent til 15,2 prosent (Solem & Kleppe, 2016) (Retailmagasinet, 2018). Utviklingen er uheldig for Nortura som tjener bedre på å selge sine egne merkevarer i butikkene enn å produsere dagligvarekjedenes merkevarer[4]. Som figur 3.2.7 viser klarte Nortura å øke markedsandelen til sine merkevarer i 2017 (Nortura SA, 2018), men denne falt til 35,3 prosent i andre tertial 2018 (Nortura SA, 2018b). Samtidig økte dagligvarekjedenes egne merkevarer sine markedsandeler med en prosent (Nortura SA, 2018b). Det ser altså ut til at Norturas merkevarer fortsetter å tape markedsandeler til dagligvarekjedenes egne merkevarer.

Figur 3.2.7: Markedsandeler på varer i butikk



Kilde: (Nortura SA, 2018)

Norturas "Grunnfjellprodukter"

"Grunnfjellproduktene" er Norturas samlebetegnelse på sine tre viktigste produkttyper; pølser, behandlet kjøtt (kjøtt som er saltet, røkt og lignende) og kjøttpålegg. Siden Nortura er markedsledende innen disse produktkategoriene og de er blant markedets største, er utviklingen her av stor betydning for Nortura (Nortura SA, 2018).

[4] Opplyst fra Nortura på møte 26/09-18

Tabell 3.2.8: Nortura viktigste kategorier

Produkt	2016	2017	Δ%	Markeds-posisjon
Pølser	67,6%	70,1%	2,5%	1
Behandlet kjøtt	38.9%	39,6%	0,7%	1
Kjøttpålegg	57,4%	57,4%	0,0%	1

Kilde: (Nortura SA, 2018)

Bærekraft

Nortura har de siste årene fremmet bærekraft som en stadig viktigere del av forretningsutviklingen. Ambisjonen er å styrke bærekraften og Norturas klimasmarte identitet på kort og lang sikt (Nortura SA, 2017). For å realisere denne strategien har foretaket pekt ut syv målområder i det grønne skiftet; klimanøytrale fabrikker, klimanøytral transport, redusert matsvinn, miljøvennlig emballasje, klimasmarte gårdsbruk, klimasmarte produkter og økt verdiskaping gjennom sirkulærøkonomi. For alle disse områdene har Nortura satt måltall i henholdsvis 2021 og 2030 og oppgitt nåsituasjonen:

Tabell 3.2.9: Bærekraftsmål for Nortura

	Klimanøytrale fabrikker	Klimanøytral transport	Redusere matsvinn	Miljøvennlig emballasje	Klimasmarte gårdsbruk	Klimasmarte produkter	Økt verdiskaping ved sikulærøkonomi
Nåsituasjon 2018	0 %	5 %	12 %	20 %	0 %	0 %	0,50 %
Mål 2021	25 %	25 %	22 %	40 %	6 %	10 %	2 %
Mål 2030	80 %	50 %	60 %	70 %	20 %	50 %	5 %

Kilde: (Nortura SA, 2017)

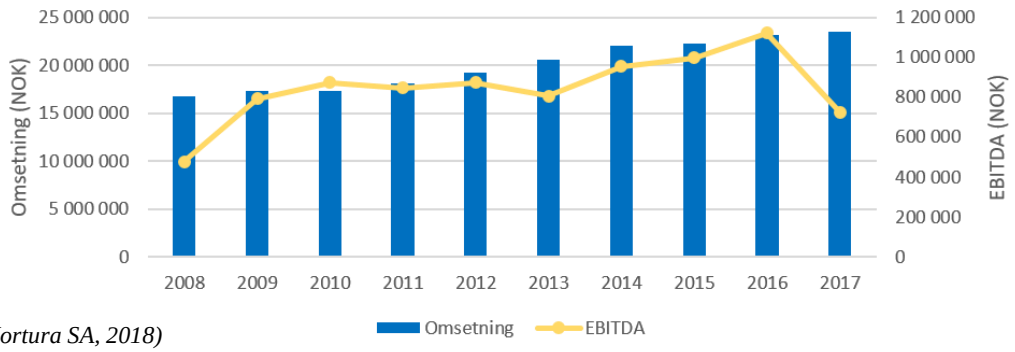
3.3 Historisk utvikling

3.3.1 Resultatutvikling

Nortura har det siste tiåret hatt relativt stabil vekst i omsetningen, med en tilhørende økning i EBITDA. 2017 ble imidlertid et krevende år for Nortura. EBITDA falt fra 1121 millioner i 2016 til 725 millioner i 2017. Driftsresultatet falt i samme periode fra 546 millioner til 153 millioner. Nortura legger vekt på flere forhold for å forklare utviklingen. Spesielt trekkes overgangen til grossiststyrt distribusjon og pakking i papp istedenfor i den tradisjonelle Gilde-bakken fram. Dette har medført betydelige driftsmessige utfordringer ettersom infrastruktur i anlegg, lager og utekspedering i stor grad har vært konsentrert for å håndtere varer pakket i bakk. Videre peker Nortura på ubalanse mellom produksjon og etterspørsel.

Spesielt har overskudd av lam ført til lave priser for å stimulere etterspørselen. Resultatene så langt i 2018 tilsier at dette blir et enda svakere år (Nortura SA, 2017d).

Figur 3.3.1.1: Historisk EBITDA- og omsetningsutvikling



Kilde: (Nortura SA, 2018)

3.3.2 Kapitalstruktur

Bildet til venstre i figur 3.3.2.1 viser at Nortura har økende gjeld og netto gjeld/EBITDA (Nortura SA, 2018). Ettersom Nortura vokser og det er nærliggende å finansiere noe av veksten med gjeld er det naturlig at gjelden vokser noe. Den sterke økningen i netto gjeld/EBITDA i 2017 skyldes primært det sterke fallet i EBITDA.

Figur 3.3.2.1: Kapitalstruktur: Netto gjeld vs. Netto gjeld / EBITDA og Egenkapital vs. Egenkapitalandel

Kilde: (Nortura SA, 2018)

Figuren til høyre viser at Norturas bokførte egenkapitalandel har vært relativt stabil de senere årene (Nortura SA, 2018). Nortura opererer i en bransje med relativt små svingninger, og har som et utgangspunkt ikke behov for spesielt høy egenkapitalandel (Petersen m. fl., 2017). Det er derfor liten grunn til å vektlegge den marginale nedgangen i egenkapitalandel i 2017.

Det er særlig to forhold ved Norturas kapitalstruktur som er interessante. Det er krevende for samvirkeforetak å innhente egenkapital (Limnios m. fl , 2016) og eiernes krav om utbytte reflekterer ikke nødvendigvis investeringens risiko siden de får avkastning gjennom å drive virksomheten sin gjennom samvirkeforetaket (Walker, 2012). Miller-Modigliani-teoremet sier at et selskaps markedsverdi er uavhengig av utbyttepolitikk og av hvordan det er finansiert (Modigliani & Miller, 1958). Det siste innebærer at det ikke spiller noen rolle for verdien av selskapet hvordan finansieringen er fordelt mellom egenkapital eller gjeld. Hvorvidt dette teoremet gjelder for samvirkeforetak er usikkert. Ettersom eierne har gevinster av å investere i samvirkeforetaket utover kapitalavkastningen kan det tenkes at de krever lavere avkastning på sin investerte kapital enn investeringens risiko tilsier. I så tilfelle vil ikke Miller-Modigliani-teoremet gjelde fordi avkastningskravet til egenkapitalen er for lavt.

Samvirkeforetakets finansiering skiller seg også fra finansiering av vanlige aksjeselskap ved at det er vanskeligere å justere egenkapitalandelen. Mens et aksjeselskap kan gjennomføre en emisjon der ulike eiere kan skyte inn ulike beløp, er det mer krevende for et samvirkeforetak å hente inn egenkapital. Dersom det skal hente egenkapital fra sine medlemmer må alle være med, hvilket er egnet til å gå på bekostning av antall medlemmer. I 2010, året da Nortura sist hentet egenkapital, falt antall medlemmer fra 29 445 til 17 756 (Nortura SA, 2009d) (Nortura SA, 2010d). I tiden før og etter har medlemsantallet vært relativt stabilt (Nortura SA, 2017d. Det er altså klare forskjeller mellom finansiering av samvirkeforetak og aksjeselskap.

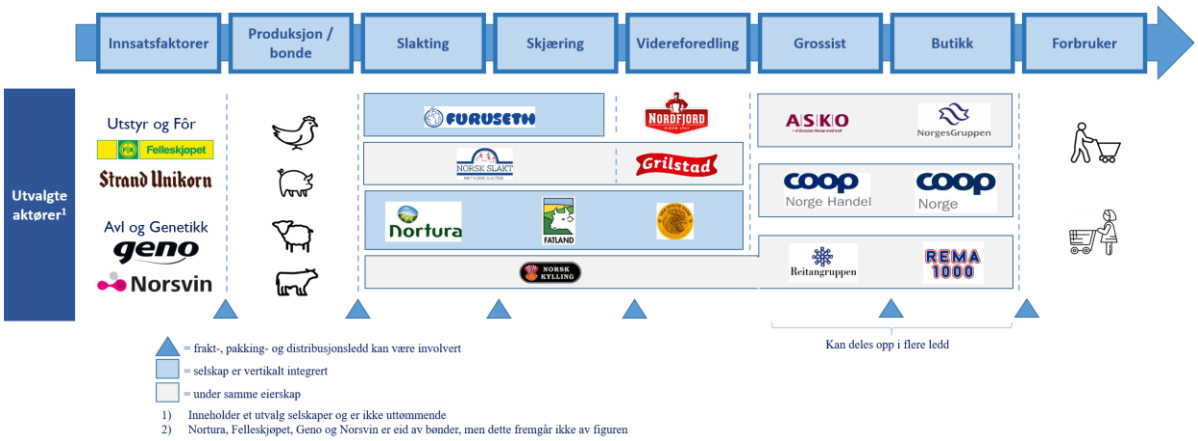
3.4 Konkurrenter

I dette delkapittelet vil Norturas konkurranselandskap bli gjennomgått. Nortura er en dominerende aktør i kjøttbransjen. Dette understrekes av at Fatland og Nordfjord er de eneste andre selskapene i bransjen som omsetter for over to milliarder. Ytterligere fire selskaper, Furuseth, Grilstad, Norsk Kylling og Den Stolte Hane, har en omsetning over 650 MNOK[5]. Figur 3.4.1 viser aktørenes vertikale og horisontale integrasjon. Vertikal integrasjon handler om tilstedeværelse innen de ulike delene av verdikjeden (slakting,

[5] Tallene er hentet fra Proff Forvalt

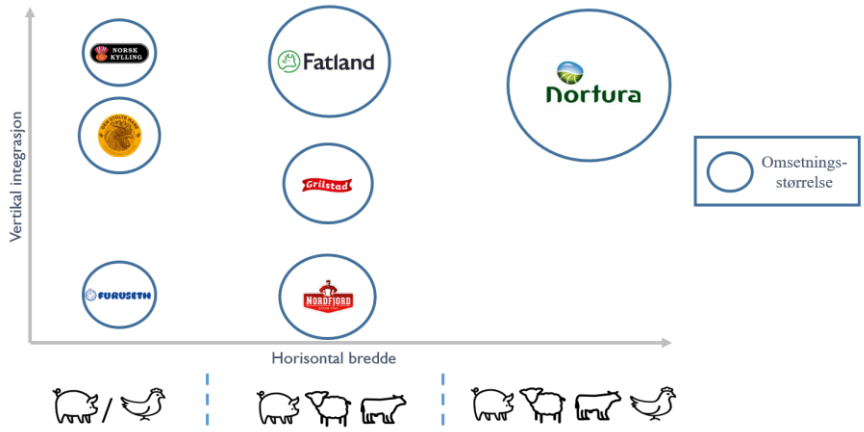
skjæring og videreforedling), mens horisontal integrasjon handler om hvor mange segmenter (dyrearter) de er tilstede i.

Figur 3.4.1: Overordnet konkurranselandskap – utvalgte aktører og vertikal integrasjon[6]



Det fremgår av figur 3.4.2 at Nortura er den eneste aktøren i markedet som er tilstede innen både rødt (storfe, småfe, svin) og hvitt kjøtt (fjærfe). Foretaket har altså større bredde i sortimentet enn sine konkurrenter. Omsetningsmessig er Nortura langt større enn Fatland innen rødt kjøtt og jevnstore med Norsk Kylling og Den Stolte Hane innen hvitt kjøtt.

Figur 3.4.2: Overordnet konkurranselandskap – horisontal bredde, vertikal integrasjon og omsetning[7]



[6] Informasjon om hvert enkelt selskap vertikale integrasjon er hentet fra det enkelte selskapets hjemmeside

[7] Informasjon om hvert enkelt selskap vertikale integrasjon er hentet fra det enkelte selskapets hjemmeside

Fatland

Fatland er den største private kjøttprodusenten i Norge og følgelig Nortura sin største konkurrent. Med en konsernomsetning på 4,5 milliarder[8] og betydelig virksomhet innen slakting, skjæring og videreforedling av rødt kjøtt (Fatland AS, u.d.), er Fatland det selskapet som ligner mest på Nortura både i størrelse og drift. Selskapet har mer enn 5 000 tilknyttede kjøttprodusenter (Fatland AS, 2015). Det konkurrerer altså med Nortura både på leverandør- og kundesiden av verdikjeden. I likhet med Nortura tilbyr Fatland også rådgivningstjenester til tilknyttede bønder (Fatland AS, u.d.).

Fatland har den siste femårsperioden vokst betydelig og investert tungt i moderne produksjonsfasiliteter. I likhet med de fleste andre i bransjen sliter imidlertid også Fatland med lave marginer, senest understreket av en driftsmargin på 1,6 prosent i 2017[9].

Grilstad og Nordfjord

Grilstad og Nordfjord er de to største selskapene i bransjen som kun driver med videreforedling av rødt kjøtt. De kjøper slaktet og skåret kjøtt fra andre selskaper som Nortura, Fatland og Furuseth, for å så videreforedle det (Nordfjord Kjøtt AS, u.d.) (Grilstad AS, u.d.). Grilstad og Nordfjord er altså både potensielle kunder av Nortura for slaktet og skåret kjøtt, men også konkurrenter ved salg av videreforedlet kjøtt til grossistene. Mens Nordfjord har en bred produktlinje ikke ulik Norturas (Nordfjord Kjøtt AS, u.d.), satser Grilstad på spekepølser, spekemat, bacon og hamburgere (Grilstad AS, u.d.). Grilstad er altså en nisjeaktør. Nordfjord selger majoriteten av varene under sin egen merkevare til samarbeidspartneren REMA 1000 (Nordfjord Kjøtt AS, u.d.). Grilstad har også en merkevare med samme navn, i tillegg til at de selger merkevarene Stranda og Tind (Grilstad AS, u.d.). I 2017 presterte begge selskapene bedre driftsmargin enn bransjesnittet.

Furuseth

Furuseth er det eneste selskapet i bransjen med betydelig omsetning som utelukkende driver med slakting og skjæring. Selskapet er spesialisert innenfor slakt av svin, der det har en årlig slaktekapasitet på ca. 15 400 tonn (Furuseth AS, u.d.). Det betyr at Furuseth ikke er en

[8] Tall hentet fra Proff Forvalt

[9] Tall fra Proff Forvalt

direkte konkurrent med Nortura ut mot grossistene, men at de konkurrerer med Nortura i slakte - og skjæreleddet. Furuseth har de siste fire årene hatt synkende lønnsomhet og hadde i 2017 en negativ margin på driften med 1,9 prosent[10].

Norsk Kylling og Den Stolte Hane

Norsk Kylling og Den Stolte Hane er Norturas største konkurrenter i egg og fjærfesegmentet[11]. Den Stolte Hane er en kjedenøytral kylling- og eggprodusent som både leverer egne merkevarer og dagligvarekjedenes merkevarer innen hvitt kjøtt og egg (Den Stolte Hane AS, u.d.). Selskapet hadde i 2016 en markedsandel på 30 prosent for kylling i dagligvare og storhusholdning og 25 prosent på egg til dagligvare (Den Stolte Hane AS, u.d.). Den Stolte Hane hadde i 2017 en driftsmargin på 7,5 prosent, hvilket var høyest i bransjen[12].

Norsk Kylling er i likhet med Nortura og Den Stolte Hane tilstede i hele verdikjeden for kylling (Den Stolte Hane AS, u.d.) (Norsk Kylling AS, u.d.). Selskapet skiller seg imidlertid fra de andre aktørene ved at de satser på kun en type kylling, Hubbardkyllingen. Denne kyllingrasen vokser tregere og lever lengre enn tradisjonelle kyllingtyper, og er ment som et svar på kritikken kyllingprodusenter har fått for dyrevelferd Hubbardkylling (Norsk Kylling AS, u.d.). Som nevnt tidligere er Norsk Kylling en del av Reitangruppen. Norsk Kylling oppgir å ha en markedsandel på 30 prosent for hvitt kjøtt (Reitangruppen, 2018). Selskapet har hatt varierende lønnsomhet de siste årene og hadde i 2017 en driftsmargin på -1,8 prosent[13].

Rentabilitet i bransjen

Som det fremgår av tabell 3.4.3 er det svært varierende avkastning i bransjen. Dette understreker poenget i markedsavgrensningen i delkapittel 2.2 om at det er diskutabelt hvorvidt alle konkurrentene er sammenlignbare selskaper. Rentabilitetstallene i tabell 3.4.3 er beregnet som årsresultat dividert på eiendeler, og er et svært grovt tall. Det er likevel

[10] Basert på tall fra Proff Forvalt

[11] Basert på segmentanalyser fra Proff Forvalt

[12] Basert på tall fra Proff Forvalt

[13] Basert på tall fra Proff Forvalt

egnet til å si noe om lønnsomheten i bransjen som helhet. I 2017 er det kun Den Stolte Hane og Grilstad som leverer relativt god rentabilitet.

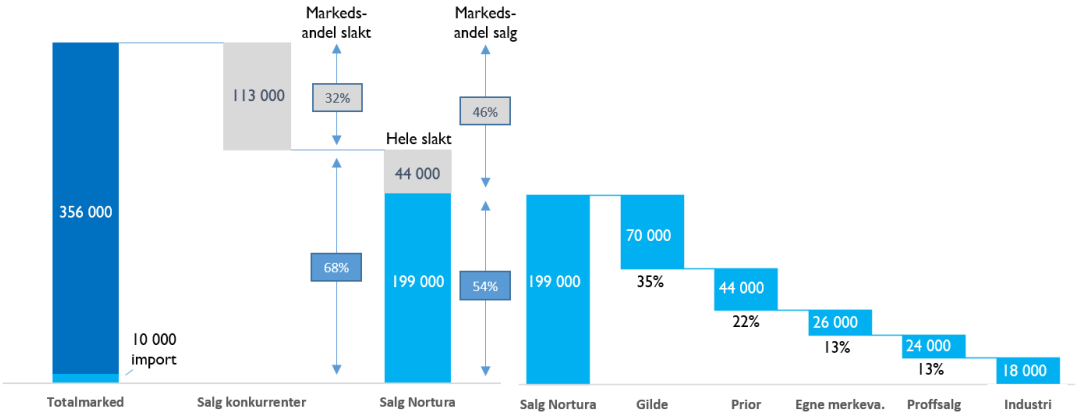
Tabell 3.4.3: Rentabilitet blant kjøttprodusentene[14]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Den Stolte Hane	51 %	59 %	20 %	6 %	17 %	20 %
Norsk Kylling	3 %	-28 %	-33 %	0 %	12 %	-5 %
Furuseth	13 %	3 %	4 %	3 %	1 %	-4 %
Fatland	3 %	6 %	3 %	7 %	5 %	3 %
Nordfjord	24 %	20 %	11 %	11 %	9 %	3 %
Grilstad	0 %	0 %	0 %	11 %	8 %	8 %

3.4.1 Oversikt over Norturas markedsandeler i verdikjeden

Figur 3.4.1.1 viser til venstre hvordan slaktedelen av verdikjeden fordeles mellom Nortura og deres konkurrenter. I midten vises fordelingen av Norturas slakt mellom salg til konkurrenter og til egen videreforedling. Til høyre vises fordelingen av hvordan det videreforedlede kjøttet distribueres til ulike merkevarer.

Figur 3.4.1.1: Volum og markedsandeler, Nortura vs. konkurrentene



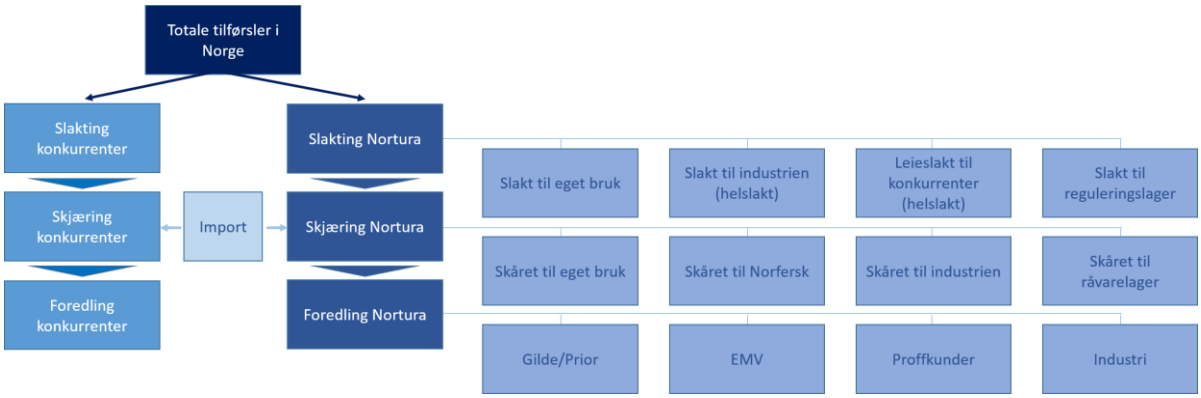
Kilde: (Nortura SA, 2018)

For bedre forståelse av vareflyten i markedet kan figur 3.4.1.1 ses i sammenheng med figur 3.4.1.2. Norturas markedsandel i slaktedelen av verdikjeden er 68 prosent (Nortura SA, 2017d). Slaktet kan enten skjæres i Nortura, selges som helslakt til industrien eller konkurrentene eller legges på reguleringslager. Eget slakt kan også suppleres med import (aktuelt for storfe). Skåret kjøtt benyttes enten til foredling, legges på Norturas egne råvarelager eller selges gjennom Norfersk eller til

[14] Basert på tall fra Proff Forvalt

industrien. Det Nortura velger å videreforedle selges i hovedsak til butikkene som Prior-, Gilde- eller dagligvarekjedens egne merkevarer, til proffkunder eller til industrien (Nortura SA, 2018).

Figur 3.4.1.2: Vareflyt i markedet for rødt kjøtt[15]



[15] Basert på illustrasjon tilsendt fra Nortura

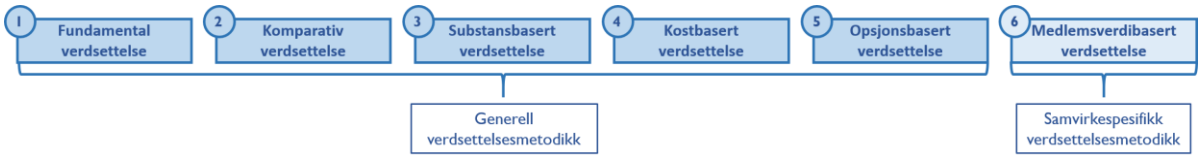
4. Litteraturgjennomgang

I dette kapittelet vil litteratur som er relevant for oppgaven bli gjennomgått. Den første delen omhandler generell verdsettelsesmetodikk, mens relevant samvirkespesifikk litteratur presenteres i andre del. Valg av verdsettelsesmetodikk drøftes i siste del av kapittelet.

4.1 Generell verdsettelsesmetodikk

I denne delen av kapittelet vil aktuell verdsettelsesmetodikk bli presentert og vurdert. Kaldestad & Møller (2016) deler de ulike verdsettelsesmetodene inn i fem overordnede kategorier; fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse, substansbasert verdsettelse, kostbasert verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Disse anses ikke som gjensidig utelukkende, men derimot som supplerende for å beregne et robust verdiestimat. Fundamental verdsettelse innebærer å analysere interne og eksterne faktorer ved et selskap for å kunne vurdere nivåene på avkastning, vekst, investeringsrate og kapitalkostnad (Kaldestad & Møller, 2016). Komparativ verdsettelse tar utgangspunkt i observerbare markedsverdier på andre selskaper og overfører disse til selskapet som skal verdsettes (Damodaran, 2012). Substansbasert verdsettelse legger til grunn hva selskapets eiendeler kan selges for i markedet i dag. Metoden forutsetter at det eksisterer et aktivt marked, eller at det er mulig å identifisere en takstverdi (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden er mye brukt for samvirkeforetak (Newman, 1999). Kostbasert verdsettelse legger til grunn at en kjøper ikke er villig til å betale mer for en eiendel enn det koster å erstatte eller gjenanskaffe den samme eiendelen (Kaldestad & Møller, 2016). Opsjonsbasert verdsettelse tar utgangspunkt i at verdien av å eie en aksje kan avvike fra forventet nåverdi av fremtidig kontantstrøm. Dersom denne nåverdien er null, kan aksjen likevel ha en verdi fordi aksjens verdi i fremtiden kan være ulik det som forventes. Det eksisterer altså en opsjonsverdi ved å eie aksjen (Damodaran, 2012). I tillegg til disse fem metodene vil medlemsverdibasert verdsettelse gjennomgås i litteraturdelen om samvirkeforetak.

Figur 4.1.1: Oversikt over verdsettelsesmetodikk som vil bli gjennomgått



Det kan virke inkonsekvent at formlene i det videre inneholder engelske forkortelser, mens resten av oppgaven er på norsk. Årsaken til dette er at noen av formlene inneholder begreper som ikke har noen utbredt norsk forkortelse eller oversettelse, eller at det engelske begrepet er tatt inn i det norske begrepsapparatet. Det anses dermed som en bedre og mer konsekvent løsning å skrive samtlige formler på engelsk. Samtlige engelske forkortelser er likevel forsøkt forklart på norsk i tabellen under.

Tabell 4.1.2: Begrepsoversikt

Hva	Beskrivelse	Hva	Beskrivelse
CF	Kontantstrøm	EBIT	Driftsresultat
FCF	Operasjonell kontantstrøm fratrukket investeringsaktiviteter	AOIG	Driftsresultat etter dividende minus normalisert driftsresultat
FCFE	Fri kontantstrøm til egenkapital	EBITDA	Driftsresultat før avskrivninger
FCFF	Fri kontantstrøm til selskapet	EBITA	Driftsresultat før amoritisering
DIV	Dividende	NOPAT	Driftsresultat etter skatt
ROE	Avkastning på egenkapital	RI	Superprofitt: (ROE - k_e) x BVE
MVE	Markedsverdien av egenkapital	AEG	Unormal inntjeningsvekst
MVD	Markedsverdien av gjeld	RR	Tilbakeholdt overskudd (ratio)
V	Verdi av egenkapital	TV	Terminalverdi
EV	Selskapsverdi	NAV	Substansverdi
BVE/B	Bokført verdi av egenkapital	SVA	Salgsverdi eiendeler
IC	Investert kapital	DT	Latent skatt
ROIC	Avkastning på investert kapital	VOF	Verdi av særlig fleksibilitet
NI	Totalresultat	g	Vekstraten
DEPR	Avskrivninger	a	Avskrivningsatsen
INV	Investeringer	t	Selskapsskatt
WC	Arbeidskapital	k_e	Avkastningskrav til egenkapital
IE	Rentekostnad	k_d	Avkastningskrav til gjeld
D	Gjeld	k_f	Risikofri rente
P	Pris (selskapsverdi)	k_m	Markedets avkastning
E	Egenkapital	B_e	Betaverdi for egenkapitalen
NPV	Netto nåverdi	k_t	Avkastningskrav i år t
ND	Netto finansiell gjeld	WACC	Vektet avkastningskrav til selskapet
REOI	Driftsinntekter etter skatt minus nødvendig inntekt på netto driftsresultat	CAPM	Kapitalverdimodellen
PF	Foretrukket utbytte	VMI	Verdi minoritetsinteresser

4.1.1 Fundamental verdsettelse

En eiendels teoretiske verdi tilsvarer dens neddiskonterte frie nettokontantstrøm gjennom levetiden (Damodaran, 2012). Som forklart i innledningen legges de fundamentale forholdene ved eiendelen til grunn for å estimere nivået på den frie kontantstrømmen og diskonteringsraten. Hvordan fri kontantstrøm defineres vil variere i ulike modeller, men et naturlig utgangspunkt er å definere det som operasjonell kontantstrøm fratrukket investeringsaktiviteter.

(1) $$Value_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{1 + k_t}$$

Damodaran (2012) deler fundamental verdsettelse inn i to ulike metoder; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. De to metodene skal gi samme resultat til tross for at fremgangsmåten ved dem i praksis er ulik.

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelsesmetode ettersom kontantstrømmen til egenkapitalen verdsettes direkte (Damodaran, 2012). Verdsettelsen gjøres ved å neddiskontere forventet utdeling til aksjonærene eller ved å neddiskontere kontantstrøm som kunne vært delt ut til aksjonærene. Dette gir opphav til fire ulike modeller; dividendemodellen, fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FCFE-modellen), superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Ettersom disse modellene verdsetter kontantstrømmen til egenkapitalen benyttes selskapenes egenkapitalavkastningskrav som diskonteringsrente. Egenkapitalkravet kan beregnes med kapitalverdimodellen (Kaldestad & Møller, 2016):

(2) $$k_e = k_f + \beta_e(k_m - k_f)$$

Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden tar utgangspunkt i verdien av selskapet og verdsetter selskapets egenkapital indirekte. Ettersom egenkapital er eiendeler fratrukket gjeld kan egenkapitalen verdsettes ved å beregne residualen mellom selskapets eiendeler og netto rentebærende gjeld (Koller m. fl., 2015). Dette gir opphav til fri kontantstrøm fra drift-modellen (FCFF-modellen), superprofitt fra drift-modellen og vekst i superprofitt fra drift-modellen. Kontantstrømmen som verdsettes under selskapskapitalmetoden tilhører, i motsetning til kontantstrømmen i egenkapitalmetoden, fremmedkapitalinvestorer i tillegg egenkapitalinvestorer. Dette må hensyntas i avkastningskravet fordi ulike typer investorer har ulik risiko og dermed krever ulik avkastning. I praksis gjøres ved å vekte kapitalkostnaden fra de ulike investorene etter markedsverdier (WACC) (Koller m. fl., 2015):

(3) $$WACC = \frac{MVD}{MVD + MVE} * k_d * (1 - s) + \frac{MVE}{MVD + MVE} * k_e$$

Egenkapital - og selskapskapitalmetoden gir samme verdiestimat ved konsistente forutsetninger. I teorien er altså valget mellom de to metodene trivielt. I praksis kan det imidlertid være enklere å benytte selskapskapitalmetoden enn egenkapitalmetoden fordi det er krevende å beregne resultat, kontantstrøm og avkastningskrav direkte til egenkapital (Koller m. fl., 2015).

Egenkapitalmetodens modeller

Modellene som vil bli gjennomgått i dette delkapitlet er dividendemodellen, fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FCFE-modellen), superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen.

Dividendemodellen

Dividendemodellen sier at verdien av selskapets egenkapital er nåverdien av fremtidige dividendeutbetalinger (Petersen m. fl. 2017):

(4) $$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+k_e)^t}$$

I følge dividendemodellen bestemmes selskapets markedsverdi utelukkende av de fremtidige utbyttebetalingene og av avkastningskravet (Damodaran, 2012). Avkastningskravet som benyttes i modellen er egenkapitalkravet som er vist i ligning to.

Ved å legge selve dividendeutbetalingen til grunn for egenkapitalverdien forutsettes det at utbytte betales ut hvert år. Dersom selskapet ikke betaler ut utbytte og ikke forventes å gjøre det i overskuelig framtid er selskapsverdien null i henhold til dividendemodellen. Dette er en begrensning ved modellen da utbytteutbetalinger kan variere stort mellom ulike år ettersom utbyttets størrelse fastsettes diskresjonært av selskapets styre (Damodaran, 2012).

Utbyttet må estimeres ut fra forhold ved selskapets inntjening og kapitalbehov. Sammenhengen mellom selskapets vekst og utdelingsforhold er gitt ved (Damodaran, 2012):

(5) $$g = ROE(1 - Div)$$

Ved å legge til grunn uendelig levetid og en fast vekstrate for selskapet kan Gordons vekstformel inkluderes i dividendemodellen og dermed estimere en nåverdi som hensyntar fremtidig vekst (Petersen m. fl. 2017):

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{Div_t}{(1+k_e)^t} + \frac{Div_{n+1}}{(k_e - g)} * \frac{1}{(1+k_e)^n} \tag{6}$$

Modellen i ligning seks åpner for å estimere dividendeutbetalingene i en eksplisitt periode. Deretter forutsettes det at selskapet har balansert vekst lik g. Modellen er begrenset matematisk av at veksten ikke kan være større enn avkastningskravet. Petersen m. fl. (2017) forklarer at lengden på den eksplisitte perioden avhenger av hvor selskapet er i livssyklusen. Selskaper med høy vekst må benytte en lengre eksplisitt periode enn modne selskaper fordi det vil ta lenger tid før vekstraten stabiliseres (Petersen m. fl. 2017).

Damodaran (2012) mener at forutsetningene om konstant vekst, utbytterate og avkastningskrav kun vil holde for modne selskaper med nominell vekst tilnærmet lik veksten i økonomien, stabil kapitalstruktur og høy utbetalingsratio. Han foreslår en løsning på dette i form av en modell som hensyntar at selskapet i løpet av levetiden har varierende veksttakt og avkastningskrav:

$$V_0 = \frac{Div_0 * (1+g) * \left(1 - \frac{(1+g)^n}{\left(1+k_{e,høy\ vekst}\right)^n}\right)}{k_{e,høy\ vekst} - g} + \frac{Div_{n+1}}{\left(k_{e,stabil\ vekst} - g_n\right)\left(1+k_{e,høy\ vekst}\right)^n} \tag{7}$$

Damodaran (2012) understreker at modellen er best egnet for selskaper med høy, men forbigående vekstrate og som på sikt forventes å ha vekst relativt lik økonomien som helhet. Det første leddet neddiskonterer utbyttet til og med høy vekstperiode, mens det andre leddet er nåverdien av perioden med stabil vekst. Inndelingen åpner for å justere avkastningskrav og vekst på ulike tidspunkt i livssyklusen. Det er også hensiktsmessig å kunne legge til grunn ulik utdelingsratio, ettersom det er rimelig å dele ut mer i en stabil vekstfase enn i en fase der selskapet vokser raskt og nødvendigvis trenger kapital. Damodaran understreker imidlertid også at modellen har enkelte svakheter. Det er blant annet krevende å estimere lengden på perioden med høy vekst og det er mer sannsynlig at veksten vil avta over tid enn fra en dag til en annen slik modellen legger til grunn (Damodaran, 2012).

Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen (FCFE-modellen)

FCFE-modellen legger til grunn at markedsverdien av egenkapitalen er fri kontantstrøm til egenkapitalen diskontert med et egenkapitalkrav (Petersen m. fl. 2017)

(8) $$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}$$

I ligningen er FCFE operasjonell kontantstrøm etter investeringer og nedbetaling av gjeld (Damodaran, 2012):

(9) $$FCFE = NI - (INV - \mathrm{DEPR}) - \Delta WC + \Delta ND$$

FCFE-modellen forklarer markedsverdien av egenkapitalen med størrelsen på fri kontantstrøm til egenkapitalen og egenkapitalkravet. I motsetning til dividendemodellen påvirkes ikke FCFE-modellen av selskapets utdelingspolitikk ettersom kontantstrøm til egenkapitalen antas å ha en verdi for investor selv om den ikke deles ut i året. Dersom FCFE deles ut i sin helhet vil imidlertid FCFE-modellen og dividendemodellen gi samme resultat (Petersen m. fl. 2017):

I likhet med dividendemodellen kan FCFE-modellen dekomponeres i en to-stegsmodell (Petersen m. fl. 2017):

(10) $$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{k_e - g} * \frac{1}{(1+k_e)^n}$$

Superprofittmodellen

Superprofittmodellen legger selskapets bokførte egenkapital til grunn og adderer nåverdien av fremtidig superprofitt for å beregne markedsverdien av selskapets egenkapital (Petersen m. fl. 2017):

(11) $$V_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+k_e)^t}$$

RI er superprofitt (Petersen m. fl, 2017):

(12) $$RI_t = NI_t - k_e * BVE_{t-1}$$

Superprofittmodellen kan utledes fra dividendemodellen og viser hvorvidt et selskap handles over eller under bokført verdi av egenkapital. Dersom nåverdien av fremtidig superprofitt er positiv er markedsverdien av egenkapitalen høyere enn den bokførte verdien og selskapet

handles over bokført verdi. Dette gjelder også motsatt. For at markedsverdien av egenkapitalen skal tilsvare den bokførte verdien må forventet superprofitt være null (Petersen m. fl. 2017).

I likhet med de ovennevnte modellene kan superprofittmodellen dekomponeres i en to-stegsmodell (Petersen m. fl. 2017):

$$V_0 = BVE + \sum_{t=1}^{n} \frac{RI_t}{(1+k_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{k_e - g} * \frac{1}{(1+k_e)^n} \tag{13}$$

Superprofittvekstmodellen (AEG-modellen)

Som nevnt kan dividendemodellen reorganiseres til superprofittmodellen. Superprofittmodellen kan videre uttrykkes slik at verdien av selskapets egenkapital tilsvarer kapitalisert resultat en periode frem pluss kapitalisert superprofittvekst i fremtiden (Ohlson & Juettner-Nauroth, 2005). Dette gir opphav til superprofittvekstmodellen:

$$V_0 = \frac{NI_1}{k_e} + \frac{1}{k_e} * \left(\frac{AEG_2}{1+k_e} + \frac{AEG_3}{(1+k_e)^2} + \frac{AEG_4}{(1+k_e)^3} + \cdots \right) = \frac{1}{k_e} * \left(NI_1 + \frac{AEG_2}{1+k_e} + \frac{AEG_3}{(1+k_e)^2} + \frac{AEG_4}{(1+k_e)^3} + \cdots \right) \tag{14}$$

$$AEG\ (abnormal\ earnings\ growth)_t = Cum\ dividend\ earnings_t - Normal\ earnings_t \tag{15}$$

$$Cum - dividend\ earnings_t = Earnings_t + k_e \cdot dividend_{t-1} \tag{16}$$

$$Normal\ earnings_t = (1 + k_e) \cdot Earnings_{t-1} \tag{17}$$

Cum-dividend earnings er periodens resultat pluss dividende fra forrige periode multiplisert med avkastningskravet. Normal earnings er forrige periodes resultat multiplisert med 1 pluss avkastningskravet. Superprofittvekst oppstår når cum-dividend er større enn normal earnings. Dette er tilfellet når periodens resultat er større enn forrige periodes resultat multiplisert med 1 pluss avkastningskravet (Penman, 2013).

Modellen viser eksplisitt at det kun er resultatvekst høyere enn avkastningskravet som er verdiskapende. En eiendel er verdt mer enn sine kapitaliserte resultater bare hvis veksten i cum-dividend earnings er høyere enn avkastningskravet. Hvis cum-dividend earnings er lik normal earnings vil nåverdien av AEG være 0 og verdien av egenkapitalen vil være lik årets

resultat dividert med avkastningskravet. Selskapets verdi er i henhold til superprofittvekstmodellen uavhengig av utdeling til aksjonærer (Penman, 2013).

Selskapskapitalmetodens modeller

Mens de ovennevnte modellene estimerer markedsverdien av egenkapitalen, estimerer de følgende verdien av selskapskapitalen. Disse er fri kontantstrøm fra drift-modellen, superprofitt fra drift-modellen og vekst i superprofitt fra drift-modellen.

Fri kontantstrøm fra drift-modellen (FCFF-modellen)

I følge FCFF-modellen er nåverdien av et selskap dets fremtidige kontantstrømmer diskontert med et vektet avkastningskrav (Petersen m. fl., 2017):

(18) $$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

FCFF-modellen legger til grunn at selskapsverdien bestemmes utelukkende av fri kontantstrøm fra drift og det vektede avkastningskravet (WACC) (Petersen m. fl. 2017). Sammenhengen mellom FCFF og FCFE er som følger (Damodaran, 2012):

(19) $$FCFF = FCFE + IE * (1 - s) - \Delta NFD + PF$$

Forskjellen mellom FCFF og FCFE er transaksjonene med fremmedkapitalinvestorene (Petersen m. fl. 2017). FCFF er altså kontantstrømmen som tilhører alle som har skutt inn kapital i selskapet, ikke bare egenkapitalinvestorene. For å beregne markedsverdien av egenkapitalen må markedsverdien av netto finansiell gjeld trekkes fra verdien av selskapskapitalen (Petersen m. fl. 2017). Det forutsettes i ligning 19 og 20 at bokført verdi av gjeld er lik markedsverdi av gjeld (Damodaran, 2012):

(20) $$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)_t} - NFD_0$$

Det har i denne modellen ikke betydning hvorvidt den frie kontantstrømmen betales ut som utbytte eller ikke ettersom den forutsetter at den frie kontantstrømmen enten går direkte til utbytte eller reinvesteres med avkastningskravet. Investor vil være indifferent mellom disse alternativene (Damodaran, 2012).

Også FCFF-modellen kan også vises som en to-stegsmodell der modellen deles i en eksplisitt periode og periode med i balansert vekst (Petersen m. fl. 2017):

(21) $$EV_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Superprofitt fra drift-modellen (ReOI-modellen)

Den tidligere omtalte superprofittmodellen finnes også i en alternativ form; superprofitt fra drift-modellen. Denne tar utgangspunkt i driftsinntekt og driftsrelaterte eiendeler (Penman, 2013):

(22) $$EV_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ReOI_t}{(1+WACC)}$$

Modellen er basert på at driftsresultatet skal forrente investert kapital (investert kapital defineres i delkapittel 6.3.1). Sammenlignet med den ordinære superprofittmodellen er verdsettelse med superprofitt fra drift-modellen enklere fordi det ikke er nødvendig å predikere netto finanskostnader og netto gjeld i fremtiden, men kun fokusere på driftsresultat og investert kapital (Penman, 2013). Penman (2013) viser også at verdien av egenkapitalen kan beregnes ved å trekke netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien:

(23) $$V_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{ReOI_t}{(1+WACC)} - NFD_0$$

Også superprofitt fra drift-modellen kan vises som en to-stegsmodell:

24) $$EV_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{n} \frac{ReOI_t}{(1+WACC)^t} + \frac{ReOI_{n+1}}{(WACC - g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Vekst i superprofitt fra drift-modellen (AOIG-modellen)

Superprofittvekstmodellen har tidligere blitt gjennomgått. Denne finnes også i en annen utgave kalt vekst i superprofitt fra drift-modellen. Bakgrunnen for å fokusere utelukkende på drift er at det er selskapets drift og ikke finansieringsaktiviteter som skaper verdi. Siden superprofittvekstmodellene handler om vekst, er det naturlig å studere den delen av virksomheten som skaper vekst (Penman, 2013):

(25) $$EV_0 = \frac{OI_1}{WACC} + \frac{1}{WACC}\left(\frac{AOIG_2}{1+WACC} + \frac{AIOG_3}{1+WACC} + \frac{AIOG_4}{1+WACC} + \cdots\right)$$

Verdien av egenkapitalen beregnes ved å trekke fra markedsverdi av gjeld selskapets gjeld (Penman, 2013):

$$V_0 = \frac{OI_1}{WACC} + \frac{1}{WACC}\left(\frac{AOIG_2}{1+WACC} + \frac{AIOG_3}{1+WACC} + \frac{AIOG_4}{1+WACC} + \cdots\right) - NFD_0 \tag{26}$$

Modellen er lik superprofittmodellen med unntak av at inntekt er byttet ut med driftsinntekt og at egenkapitalkravet er byttet ut med WACC. AOIG forenkler imidlertid verdsettelsen ettersom det nå er irrelevant hvordan selskapet er finansiert. Det er derfor bare nødvendig å predikere fremtidens driftsinntekt (Penman, 2013).

Bruk av terminalverdi i verdsettelse

Modellene som er gjennomgått over estimerer selskapets verdi ved å finne en nåverdi av fremtidige kontantstrømmer og resultater. Dette innebærer at det legges til grunn en tidshorisont som i teorien er uendelig. Ettersom det utover i prognosen blir vanskelig å estimere innvirkningen til hver enkelt driver i det enkelte året, er det sjelden hensiktsmessig å lage detaljerte prognoser for mer enn fem til ti år. Lengden på den eksplisitte perioden bør tilpasses hvor lang tid det estimeres å ta før selskapet når den stabile vekstfasen. Dersom den eksplisitte perioden er for kort, og selskapet vokser mye også etter det er anslått å ha nådd stabil vekstfase vil verdien av selskapet undervurderes betydelig (Koller m. fl., 2015).

4.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse går ut på å estimere en selskapsverdi basert på prisingen av sammenlignbare selskaper eller eiendeler i markedet (Kaldestad & Møller, 2016) (Damodaran, 2012). Nåverdien av fremtidige kontantstrømmer estimeres altså indirekte ettersom det antas at det samme forholdet mellom verdi (teller) og base (nevner) gjelder for selskapet som skal verdsettes som for selskapene som legges til grunn for den komparative verdsettelsen. Metoden er sett på som enklere og mindre arbeidskrevende enn fundamental metode (Damodaran, 2012).

Multippelverdsettelse

Verdivurdering ved bruk av multipler gjøres ved å multiplisere et tall i resultatoppstillingen, balansen eller kontantstrømmen med en bestemt faktor; en multippel (Kaldestad & Møller, 2016). Multippelen beregnes ved å analysere forholdstallet mellom selskaps- eller egenkapitalverdi i telleren og en base fra resultatoppstillingen, balansen eller en annen ikke-

finansiell indikator i nevneren hos sammenlignbare selskaper. Ofte beregnes faktoren ved å legge til grunn transaksjoner av lignende selskaper, og deretter gjøre nødvendige justeringer for det relevante selskapet. Multipler deles typisk opp i selskaps- og egenkapitalmultipler (Penman, 2013).

Sammenhengen mellom fundamentalverdier og multipler

Det kan vises matematisk hvordan fundamentale verdsettelsesteknikker og multipler er relatert. Dette gjøres typisk ved å utlede egenkapitalmultiplene fra dividendemodellen og selskapskapitalmultiplene fra fri kontantstrøm fra drift-modellen. Konstant vekst forutsettes i begge tilfellene (Petersen m. fl. 2017).

Fra dividendemodellen til egenkapitalmultipler

(27) $$V = \frac{DIV}{k_e - g}$$

Ved å ta utgangspunkt i markedsverdien til egenkapitalen kan resultat multiplisert med utbytteforholdet substitueres inn for dividende. Videre kan avkastning på egenkapital multiplisert med bokført verdi av egenkapital settes inn for resultat og utbytteforholdet substitueres ut for én minus ratioen for tilbakeholdt overskudd. For å finne et utrykk for P/B-multippelen kan begge sider så deles på bokført verdi av egenkapitalen (Petersen m. fl. 2017):

(28) $$\frac{P}{B} = \frac{ROE\ x\ (1 - RR)}{k_e - g}$$

I ligning 28 er én minus ratioen for tilbakeholdt overskudd ekvivalent med vekstraten g. Ved å sette inn dette og multiplisere nevneren med avkastning på egenkapitalen fremkommer et utrykk for P/E-multippelen (Petersen m. fl. 2017):

(29) $$\frac{P}{E} = \frac{ROE - g}{k_e - g} x\ \frac{1}{RO}$$

Fra fri kontantstrøm fra drift til selskapsmultipler

(30) $$EV = V + ND = \frac{FCFF}{WACC - g}$$

Selskapsmultiplene utledes ved å ta utgangspunkt i fri kontantstrøm fra drift-modellen som vist i ligning 30. Her vises kun de endelige multiplene, men de er alle utledet ved hjelp av substitusjon og matematiske overganger (Petersen m. fl. 2017):

(31) $$\frac{EV}{EBIT} = \frac{ROIC - g}{WACC - g} \; x \; \frac{1}{ROIC} x \; (1 - t)$$

(32) $$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{ROIC - g}{WACC - g} \; x \; \frac{1}{ROIC} x \; (1 - t) \; x \; (1\text{-}a)$$

(33) $$\frac{EV}{Sales} = \frac{ROIC - g}{WACC - g} \; x \; \frac{1}{ROIC} x \; (1 - t) \; x \; (1\text{-}a) \; x \; EBITDA\text{-}margin$$

Mye brukte multipler

Det er som nevnt vanlig å skille mellom egenkapitalmultipler og selskapsmultipler. For egenkapitalmultipler finnes markedsverdien av egenkapitalen direkte ved å multiplisere multippelen med basen. Ved bruk av selskapsmultipler finnes selskapsverdien direkte, og netto rentebærende gjeld må trekkes fra for å finne verdien av egenkapitalen.

EK-metode: Egenkapitalverdi = multiplikator · base
SK-metode: Egenkapitalverdi = multiplikator · base - netto gjeld

Egenkapitalmultipler

Price/Earnings er en mye brukt multippel i praksis, noe som ifølge Kaldestad & Møller (2016) skyldes at den er enkel å bruke og kommunisere. Dersom resultatet er et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen vil denne multippelen kunne gi gode estimater. Ulempen er som for de andre egenkapitalmultiplene at det ikke tas hensyn til kapitalstrukturen (Kaldestad & Møller, 2016).

Price/Book er mye brukt i bransjer med høy andel materielle verdier (Kaldestad & Møller, 2016). Multippelen er en indikasjon på selskapets forventede fremtidige verdiskaping. En P/B over 1 innebærer at det forventes at selskapet skal skape verdier for kundene gjennom god lønnsomhet eller fremtidig vekst, mens det i motsatt tilfelle forventes at selskapet skal ødelegge verdi for aksjonærene. Alternativt kan det tolkes som at det foreligger nedskrivningsbehov (Kaldestad & Møller, 2016).

Selskapskapitalmultipler

EV/Sales er mest brukt som primærmetode for selskaper som går med underskudd (Kaldestad & Møller, 2016). Siden metoden ikke inkluderer marginbildet, er den best egnet i bransjer der selskapene har relativt like marginer, eller i det minste der brukeren kjenner bransjens kostnadsstruktur godt. Det kan for eksempel bommes grovt i verdiestimatene ved

EV/Sales dersom en nisjeaktør med høye marginer sammenlignes med en større aktør som satser på volum. Det anbefales derfor at EV/Sales brukes som en sekundær multippel (Kaldestad & Møller, 2016).

EBITDA-, EBIT- og EBITA-multiplene sammenligner selskapenes underliggende drift med selskapsverdien. EBITDA-multippelen ignorerer fremtidig investeringsbehov, mens EBIT-multippelen til en viss en grad hensyntar dette ved å inkludere avskrivninger. EV/EBITA ekskluderer på sin side kun nedskrivninger.

Styrker og svakheter

Litteraturen synes å foretrekke selskapsverdi fremfor egenkapitalverdi i teller. Årsaken er i hovedsak at selskapsmultiplene tar hensyn til selskapets kapitalstruktur (Penman, 2013) (Koller m. fl., 2015). Det synes også å være konsensus i litteraturen om at EBITDA/EBITA foretrekkes fremfor resultat (earnings). Begrunnelsen for dette er at resultat inkluderer unormale elementer som nedskrivninger og engangshendelser, noe som gjør at multipler som tar utgangspunkt i resultat kan være misledende (Kaldestad & Møller, 2016). For eksempel kan et selskap med solid drift, men betydelige engangsposter se urimelig svakt ut dersom en resultatmultippel legges til grunn.

I likhet med fundamental verdsettelse har altså multippelverdsettelse generelt sine fordeler og ulemper. Det er en enkel og lite tidkrevende metode og kan være et nyttig supplement til andre verdsettelsesteknikker (Kaldestad & Møller, 2016). Ulempene er at verdiestimatet ikke er forankret i noe fundamentalt som er uavhengig av markedspriser (Penman, 2013) og at det antas et lignende forhold mellom verdi og base som for det komparative selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Det sistnevnte problemet vil trolig korrigeres over tid og oppdages gjennom sammenligning av multipler (Damodaran, 2012). Andre mulige ulemper er kortsiktig fokus, at metoden er enkel å misbruke og at det kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper (Kaldestad & Møller, 2016).

4.1.3 Substansbasert verdsettelse

Substansbasert verdsettelse legger til grunn at verdien av et selskap er markedsverdien av selskapets eiendeler, fratrukket rentebærende gjeld og latent skatt. Dette er en balanseorientert verdsettelsesmetode som tar utgangspunkt i hva eiendelene kan selges for i markedet i dag, om mulig ved å se på transaksjoner med lignende eiendeler.

Substansverdimetoden ser prinsipielt bort fra eiendelenes nåværende bruk og nåverdi av diskonterte kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016).

I følge Kaldestad & Møller (2016), er det vanlig å skille mellom tilfeller der (1) markedsverdien antas å være omsetningsverdien til eiendelene og der (2) likvidasjonsverdien legges til grunn. I førstnevnte tilfelle finnes substansverdien ved å justere markedsverdien av eiendelen(e) for netto rentebærende gjeld og latent skatt:

(31) $$NAV = SVA - MVD - DT$$

I tilfellet der likvidasjonsverdi legges til grunn er det av omstendighetenes årsaker ikke mulig å oppnå full markedspris. Dette skyldes typisk at eiendelene må omsettes raskt i et illikvid marked eller at kjøperne kjenner til at virksomheten skal likvideres. I begge tilfeller vil selger være i en dårlig forhandlingssituasjon. Den rabatterte salgsprisen justert for salgskostnader legges da til grunn (Kaldestad & Møller, 2016).

Substansverdimetoden kan gi andre verdier enn diskontert kontantstrømmetode av flere årsaker (Kaldestad & Møller, 2016):

- Diskontert kontantstrømmetode tar utgangspunkt i kontantstrømmene eiendelen forventes å generere i framtiden, og disse er vanligvis basert på hvordan selskapet planlegger å bruke den. Substansverdimetoden er derimot basert på hva eiendelen kan selges for i markedet i dag. Diskontert kontantstrømmetode legger altså til grunn bruksverdi mens substansverdimetoden tar utgangspunkt i markedsverdi. Disse verdiene vil avvike dersom kjøperne ikke kan anvende eiendelen på samme måte som selger. Dette er typisk tilfellet for spesialiserte eiendeler med høy intern bruksverdi, men lav markedsverdi.
- Markedsprisene som legges til grunn i substansverdimetoden er følsomme overfor skift i tilbud og etterspørsel. Dersom det oppstår kredittskvis eller tvangssalg kan tilbudsoverskuddet presse prisene langt under det fundamentale forhold tilsier.
- Det finnes ikke markedsverdier for immaterielle eiendeler og strukturkapital som ikke kan selges særskilt. Substansverdimetoden er følgelig lite egnet for verdsettelse av denne typen eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016).

4.1.4 Kostbasert verdsettelse

Metodens utgangspunkt er at en eiendel ikke er verdt mer enn gjenanskaffelseskost. En rasjonell kjøper vil ikke være villig til å betale mer for en eiendel enn det vil koste å erstatte den med en identisk eller lignende eiendel med identisk ytelse. For investeringer gjelder dette tilsvarende da en rasjonell investor ikke vil betale mer enn at han kan oppnå akseptabel avkastning ved planlagt bruk (Møller og Kaldestad, 2016).

Modellen kan deles inn i to trinn:

1. Utarbeidelse av et estimat på hva det koster å anskaffe en ny og teknologisk moderne eiendel. Prisen på denne representerer en øvre grense for gjenanskaffelseskost. Dersom ikke prisen på en ny og moderne eiendel kan observeres direkte må de ulike kostnadselementene som inngår i å produsere eiendelen estimeres.
2. Prisen på den nye eiendelen må reduseres for ulike former for ukurans ettersom en eldre eiendel alltid er mindre verdt enn en ny.
    a. Fysisk ukurans: Eiendeler har begrenset levetid som følge av slitasje.
    b. Funksjonell ukurans: Teknologisk utvikling fører til at eldre eiendeler er dyrere å drifte og har dårligere produksjonsevne enn nye eiendeler. Funksjonell ukurans blir minst nåverdien av økte driftskostnader.
    c. Økonomisk ukurans: Eiendeler kan ha lav verdi uavhengig av fysisk tilstand og funksjonalitet dersom det ikke er behov for den lenger (Kaldestad & Møller, 2016).

4.1.5 Opsjonsbasert verdsettelse

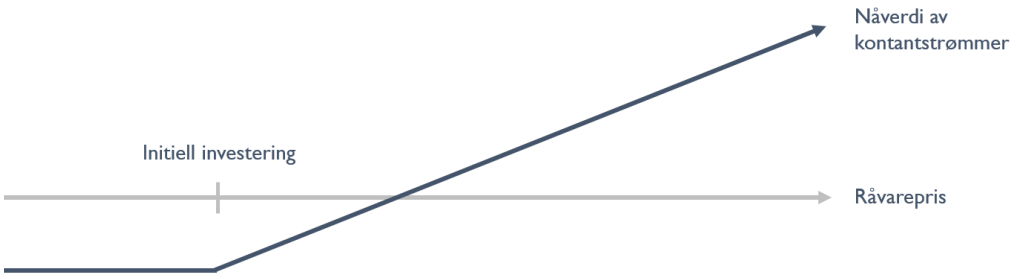
Den opsjonsbaserte tankegangen kombinerer teorien bak prising av finansielle instrumenter og opsjoner med investeringer i realaktiva. En finansiell opsjon gir eier rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til en bestemt pris. Et selskap kan tilsvarende ha en rettighet, men ingen plikt, til å gjøre en bestemt investering. Denne fleksibiliteten medfører verdier som kan undervurderes i fundamental analyse (Kaldestad & Møller, 2016). Kaldestad & Møller (2016) deler realopsjonene inn i muligheten til å utsette, utvide, avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt.

Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario pluss verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2016):

(32) $$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{1+k_t} + \text{VOF}$$

Verdien av et prosjekt som en kjøpsopsjon illustrert i Kaldestad & Møller (2016):

4.1.5.1: Verdien av en kjøpsopsjon



Kilde: (Kaldestad & Møller, 2016, s. 262)

Figuren illustrerer at nåverdien av et prosjekt i fremtiden kan gå fra å være negativ til positiv.

Damodaran (2012) mener at to forutsetninger må være oppfylt for at regelen om at nåverdien av eiendelens fremtidige kontantstrømmer ikke skal reflektere eiendelens verdi:

1. Eiendelens verdi er utledet fra en underliggende eiendel
2. Eiendelens verdi avhenger av fremtidige hendelser

Det finnes flere tilnærminger til å prise finansielle opsjoner. Blant disse er Black-Scholes-modellen og den binomiske modellen. Opsjonsteori er imidlertid vanskelig å anvende på realopsjoner, og spesielt Black-Scholes er lite egnet til verdsettelse av realopsjoner ettersom modellen ofte vil overvurdere verdien av dem. Binominalmodellen er derimot noe mer anvendelig. Modellen tar utgangspunkt i sannsynligheten for ulike utfall for verdiutvikling av prosjektet i perioden realopsjonen kan benyttes og vekter en forventningsverdi (Kaldestad & Møller, 2016).

4.2 Samvirkespesifikk verdsettelseslitteratur

Samvirkeforetak (SA) skiller seg fra aksjeselskap (AS) på flere områder og disse forskjellene kan ha betydning for hvilke verdsettelsesmetoder som er hensiktsmessige. Denne delen av kapittelet handler derfor om samvirkespesifikk verdsettelseslitteratur. Samvirkeforetakets målsetting, livssyklus og avkastningskrav vil bli gjennomgått før en verdsettelsesmodell spesialtilpasset samvirkeforetak vil bli presentert.

Om hvilken type samvirkeforetak som omtales

Det finnes flere ulike organisasjonsformer blant samvirkeforetak. Den mest utbredte er "åpent medlemskap"-modellen (Chaddad & Cook, 2004) som heretter vil bli kalt tradisjonelle samvirkeforetak.

4.2.1 Samvirkeforetakets målsetting og utfordringer ved verdsettelse

Tradisjonell verdsettelsesmetodikk er tilpasset profittmaksimerende foretak, og legger til grunn at eierne har investert i foretaket for å motta fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016). Ettersom foretaket forsøker å maksimere sine frie kontantstrømmer, og eierne har investert i foretaket utelukkende for å motta disse, vil kontantstrømbaserte og resultatbaserte modeller måle den teoretisk riktige verdien av foretaket. For at slike verdsettelsesmodeller skal være hensiktsmessige for et samvirkeforetak er det en forutsetning at deres målsetting også er å maksimere kontantstrøm til eierne (Newman, 1999). Det er imidlertid flere som hevder samvirkeforetakene ikke maksimerer sin kontantstrøm.

Ifølge United States Department of Agriculture (1993) er samvirkeforetakets primære funksjon å levere en tjeneste til medlemmene til lavest mulig kostnad, heller enn å generere profitt for foretaket. Newman (1999) mener samvirkeforetaket i likhet med det profittmaksimerende foretaket har til hensikt å maksimere eiernes profitt, men på ulike måter. Samvirkeforetaket maksimerer eiernes profitt direkte ved å på lang sikt enten maksimere inntektene deres eller minimere kostnadene deres. Den grunnleggende forskjellen mellom profittmaksimerende virksomheter og samvirkeforetak er altså hvordan de generer avkastning for sine eiere. Mens profittmaksimerende virksomheter genererer kapitalavkastning, genererer samvirkeforetakene avkastning gjennom blant annet rabatterte

priser og bonuser. Samvirkeforetaket maksimerer i praksis avkastning til eierne ved å minimere egen kontantstrøm. Uten dividende eller fri kontantstrøm er det vanskelig å verdsette foretaket etter kontantstrømmodeller (Newman, 1999). Hoeven og Prill (1989) konkluderte med at det for samvirkeforetak er mer hensiktsmessig med eiendelsbasert verdsettelse enn verdsettelse basert på inntekt eller kontantstrøm fordi samvirkeforetaket ikke er profittmaksimerende (Newman, 1999).

Samvirkemodellen gir også andre utfordringer knyttet til verdsettelse. Roger (2014) forklarer at samvirkeforetak ofte er komplekse virksomheter med flere ulike funksjoner og målsettinger. Foretaket har derfor ikke nødvendigvis en enkelt målsetting, slik de fleste virksomheter har profittmaksimering som sin primære målsetting. Et samvirkeforetak kan forfølge flere målsettinger på samme tid, for eksempel å nå et bestemt resultatmål, maksimere prisen per enhet medlemmene leverer, minimere medlemmenes innskudd eller å maksimere utbyttet til medlemmene. Mangelen på en definert målsetting gjør det vanskelig å verdsette et samvirkeforetak (Roger, 2014).

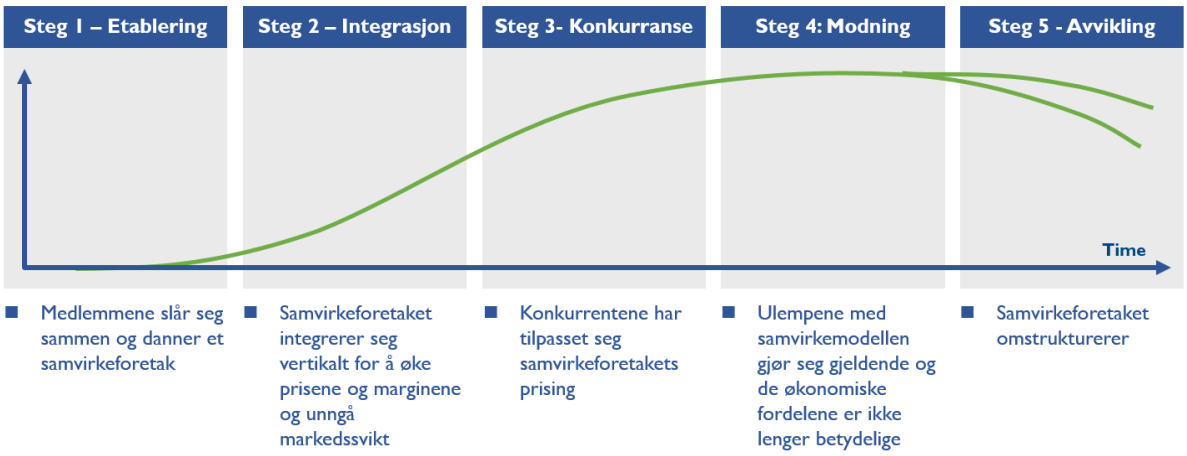
Ifølge Reynolds (2013) har samvirkeforetakene til hensikt å utjevne et fravær av maktbalanse mellom leverandør og kunde. Ved å samle alle enkeltmedlemmenes markedsmakt, kan et samvirkeforetak påvirke markedet og sørge for blant annet bedre priser enn det enkelte medlemmet ville klart dersom det stod alene (Reynolds, 2013). Reynolds er imidlertid av en annen oppfatning enn flere av de ovennevnte og mener at samvirkeforetakene priser sine produkter og tjenester kompetitivt og betaler ut overskudd ved slutten av året (Reynolds, 2013).

4.2.2 Samvirkeforetakets livssyklus

Fundamental verdsettelse brukes ofte i verdsettelse av modne selskaper, mens komparativ verdsettelse ofte benyttes som primærmetode for verdsettelse av selskaper tidlig i livssyklusen (Koller m. fl., 2015). Det er dermed hensiktsmessig å bestemme hvor i livssyklusen selskapet befinner seg. Cook (1995) definerer en 5-stegs modell for samvirkets livssyklus. Det poengteres at et steg kan vare svært lenge for et selskap og at det derfor kanskje er mer rimelig å anse stegene som faser selskapet gjennomgår.

Steg én i livssyklusen er etableringen av samvirkeforetaket. I steg to integrerer samvirkeforetaket vertikalt for å kunne øke prisene og marginene og unngå markedssvikt. I steg tre har konkurrentene til samvirket tilpasset seg samvirkeforetak(enes) prising og samvirkets utfordringer er derfor knyttet til at medlemmene ikke lenger er like bundet til samvirket. I det fjerde steget i livssyklusen har ulempene med samvirkemodellen gjort seg gjeldende og de økonomiske fordelene er ikke lenger betydelige. Dette er en krevende situasjon for samvirkeforetaket og medlemmene må velge hvorvidt de skal satse på videre drift, omstrukturere selskapet eller avslutte driften. I steg fem beskriver Cook samvirkets to alternativer dersom det velger å avslutte driften. Disse er enten å likvidere eller restrukturere foretaket til et privat selskap (Cook, 1995). I følge Schrader (1989) vil ofte samvirkeforetak med bedre resultater omstrukturere selskapet til aksjeselskap, mens de med svakere resultater gjerne fusjonerer med andre aktører eller likviderer selskapet. Ved omstrukturering kan det også være en mulighet å etablere et New Generation Cooperative. Cook foreslår dette som en aktuell eierskapsform etter omstrukturering. Kort forklart er dette en hybridmodell der samvirkemodellen ligger til grunn, men det hentes inspirasjon fra aksjeselskapsstrukturen på enkelte områder (Coltrain, m. fl., 2000).

Figur 4.2.2.1: Samvirkeforetakets livssyklus



Kilde: (Cook, 1995)

4.2.3 Avkastningskrav i samvirkeforetak

Avkastningskravet bestemmes av risikofri rente, markedspremie, forretningsbeta og gjeldsandel (Johnsen, 2017). For å være konseptuelt riktig må avkastningskravet reflektere risikofri rente med passende justeringer for risiko, illikviditet og mangel på kontroll (Walker, 2012). Risiko justeres for ved å inkludere et risikotillegg som reflekterer risikoen ved den

aktuelle investeringen (Johnsen, 2017). Siden risikotillegget ikke er spesielt for samvirkeforetak vil det ikke omtales i den samvirkespesifikke litteraturdelen, men istedenfor behandles under kapittel 6.5 om avkastningskrav.

Illikviditet er en negativ egenskap ved en aksje som vil gi en rabatt i kjøpsprisen. Illikviditetsrabatt innarbeides i prisen for virksomheter som er lite omsettelige (Finanskomiteen på Stortinget, 2006). Det eksisterer ikke noe aktivt marked for samvirkeforetak, hvilket innebærer at de er lite omsettelige. Illikviditetspremie i avkastningskravet har vært benyttet svært lite i amerikanske samvirkeforetak til tross for at en slik justering potensielt kan heve avkastningskravet betydelig (Walker, 2012).

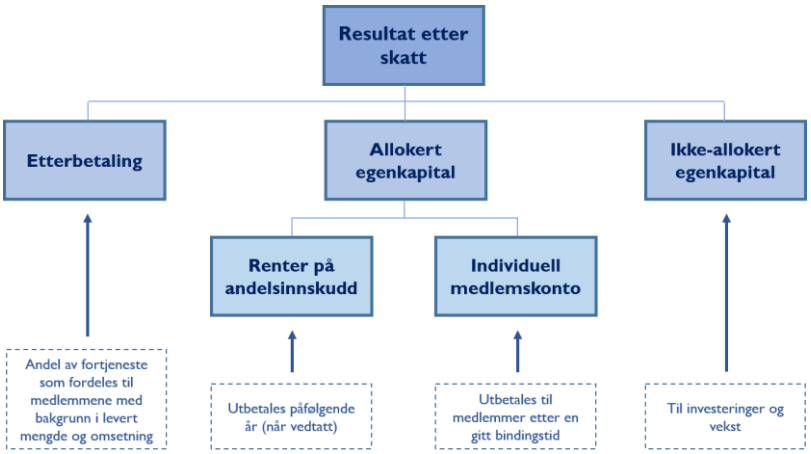
Walker (2012) argumenterer for at en justering for illikviditet er mer kompleks for samvirkeforetak enn den er for profittmaksimerende foretak. Investeringer i sistnevnte type foretak gjøres fra et rasjonelt perspektiv utelukkende for å generere avkastning og det vil være naturlig å kreve høyere avkastning for en investering i et illikvid foretak. For en bonde som har investert i et landbrukssamvirkeforetak er samvirkeforetaket imidlertid en forlengelse av gårdsvirksomheten. Bøndene har dermed insentiver til å investere i samvirket utover direkteavkastningen samvirket potensielt kan generere fordi også deres egen gårdsvirksomhet avhenger av samvirkeforetaket. Siden samvirkeforetaket de har investert i typisk ligger i nærheten av gården, gir det kostnadsbesparelser knyttet til transport og eventuelle andre tjenester, hvilket kan bidra til å heve gårdens lønnsomhet. Ettersom samvirkeforetaket er integrert med bondens egen virksomhet, gjør synergieffekter og byttekostnader at det ikke nødvendigvis vil være rimelig å heve avkastningskravet for landsbrukssamvirkeforetak som følge av lav omsettelighet (Walker, 2012).

4.2.4 Medlemsverdimodellen - Metodikk spesifikk for samvirkeforetak

Kenkel & Walker (2016) foreslår å benytte medlemsverdimodellen for å verdsette samvirkeforetak. Ettersom utdelinger fra samvirkeforetak til medlemmer skiller seg fra utbytte fra aksjeselskap til aksjonærer (Kenkel & Walker, 2016), er det naturlig å gjennomgå utdelinger i samvirkeforetak før modellen presenteres.

I tradisjonelle samvirkeforetak kan medlemmene bli med når som helst under forutsetning av at de betaler inn et engangsbeløp (medlemskapital). Medlemskapet gir stemmerett og rett på etterbetaling. Etterbetaling er den andelen av samvirkets samlede fortjeneste som hvert enkelt medlem har rett på, og andelen bestemmes for hvert medlem av deres omsetning med foretaket. Egenkapitalen til et samvirkeforetak er dermed summen av samlet innbetalt medlemskapital og tilbakeholdt overskudd (Kenkel & Walker, 2016). Resultat etter skatt kan i tillegg til etterbetaling fordeles til allokert og ikke-allokert egenkapital. Allokert egenkapital deles opp i to kategorier; renter på andelsinnskudd og overføring til individuelle medlemskontoer. Dette er illustrert i figur 4.2.4.1.

Figur 4.2.4.1: Allokering av overskudd i samvirkeforetak



Kilde: (Kenkel & Walker, 2016)

Medlemskapital har bindingstid slik at den utbetales på et senere tidspunkt, gjerne noen år etter den ble opptjent. Dette skal gi insentiver til fortsatt medlemskap. Ikke-allokert overskudd er midler som settes av til investeringer og vekst, og tilsvarer tilbakeholdt egenkapital i et vanlig aksjeselskap. Dette vil ikke tilfalle eierne med mindre samvirkeforetaket blir solgt, avviklet eller omorganisert. Medlemmer av samvirkeforetaket kan altså motta overskuddsutbetaling i flere, ulike former. Hos noen samvirkeforetak ligger denne allokeringsavgjørelsen fullt og helt hos styret, hos andre benyttes en forutbestemt plan (Kenkel & Walker, 2016).

Kontantstrømmene som tilfaller medlemmene kan altså bestå av etterbetaling, renter på andelstilskudd og utbetaling fra medlemskonto. Disse utgjør sammen CF-komponenten i medlemsverdimodellen (Kenkel & Walker, 2016):

(33) $$MV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{1 + k_t}$$

Medlemsverdimodellen slik den er beskrevet i ligning 33 er i praksis lik en dividendemodell og slik sett lite interessant ettersom disse vil gi samme verdiestimat.

I tillegg til utdelingene kan medlemmene av samvirket motta fordeler i form av eksempelvis gunstige priser og rådgivningstjenester (Kenkel & Walker, 2016). Dette innebærer at medlemmene i praksis kan motta verdier fra foretaket utover utdelingene. Det vil være rimelig å inkludere disse verdiene i medlemsverdien, men samvirkespesifikk verdsettelseslitteratur problematiserer i liten grad hvilke tilleggsytelser som burde inngå i kontantstrømkomponenten. Dersom det åpnes for å inkludere verdien av fordelaktige priser, rådgivningstjenester og andre ytelser vil medlemsverdimodellen og dividendemodellen gi forskjellige verdiestimat, og medlemsverdimodellen vil i så fall vise medlemmenes faktiske verdi av foretaket. Dette vil diskuteres og gjøres i kapittel 11.

I likhet med andre verdsettelsesmetoder er medlemsverdimodellen en modell som kan brukes i en prosess for å evaluere et tilbud om å selge eller fusjonere foretaket. Samvirkeforetakets medlemmer bør kun selge eller likvidere selskapet dersom salgs- eller likviditetsverdi er høyere enn medlemsverdien (Kenkel & Walker, 2016).

4.3 Valg av verdsettelsesmetodikk

Introduksjon

Hvilke verdsettelsesmetoder som er best egnet til en verdivurdering avhenger av flere faktorer. Kaldestad & Møller (2016) trekker frem tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet som faktorer av betydning. Noen metoder forutsetter at det utarbeides prognoser for fremtiden. Dersom informasjon om fremtiden er vanskelig å innhente og analysere vil det typisk være hensiktsmessig å benytte metoder som ikke krever utarbeidelse av prognoser. Selv om det finnes informasjon som er egnet til å bearbeides til prognoser kan dette også være svært tidkrevende. Hvor mye tid som er disponibelt til verdivurdering er derfor av betydning. Videre bør kravet til pålitelighet i prognosene vurderes. Det varierer i hvilken grad metodene er egnet til å gi presise verdiestimater, og hvis kravet til pålitelighet

er høyt vil det kanskje være hensiktsmessig å bruke andre metoder enn dersom det kun er behov for et grovt verdiestimat (Kaldestad & Møller, 2016).

Det er hensiktsmessig å benytte flere ulike tilnærminger. Normalt sett gir fundamentale og komparative metoder de mest pålitelige svarene, og det er derfor formålstjenlig å kombinere noen varianter av disse metodene (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å benytte flere ulike metoder oppdages sprikende verdiestimater og eventuelle feil i beregningene eller forutsetningene kan utbedres. De ulike metodene er altså å anse som supplementer til hverandre heller enn som gjensidig utelukkende (Kaldestad & Møller, 2016).

Kaldestad & Møller (2016) mener at valg av metode også avhenger av forhold ved selve virksomheten. Blant annet kan det ha betydning hvilken bransje som analyseres. Noen metoder er hensiktsmessige å bruke i enkelte bransjer og lite egnet i andre. For eksempel vil komparativ verdsettelse være mindre hensiktsmessig dersom bransjen har få eller ingen børsnoterte, komparative selskaper, mens substansverdimetoden er lite egnet dersom selskapet som verdsettes i hovedsak består av immaterielle verdier. Videre peker Kaldestad & Møller (2016) på betydningen av hvor i livssyklusen selskapet er. Ulike problemstillinger preger selskaper i ulike faser i livssyklusen. Et siste moment er hvorvidt det har betydning for verdsettelsesmetoden at foretaket som verdsettes er et samvirke istedenfor et aksjeselskap.

4.3.1 Vurdering av eksterne krav

Nortura er ikke børsnotert, men utarbeider en omfattende årsrapport. Supplert med relativt god informasjonstilgang om bransjen er det ingen klare begrensninger på informasjonstilgangen. Ettersom det er nærmere fire måneder tilgjengelig for å utarbeide verdiestimatet tilsier dette at det mulig å utarbeide prognoser for fremtiden.

Formålet med oppgaven er å utarbeide et verdiestimat på egenkapitalen til Nortura. Ettersom Nortura er et samvirkeforetak, en organisasjonsform som i liten grad har vært gjenstand for verdivurdering i Norge, og det heller ikke finnes noterte komparative selskaper i Norge, kan det anføres at verdiestimatet som utarbeides vil være så usikkert at det vil være lite hensiktsmessig med et strengt pålitelighetskrav. På den andre siden ligger det i oppgavens

natur at hensikten er å estimere en så presis verdi som mulig. Tatt i betraktning at tilgangen på informasjon om foretaket og bransjen er god, at det finnes anvendbar verdsettelsesmetodikk og at oppgavens løpetid er lang, er det nærliggende å legge til grunn et høyt pålitelighetskrav. Dette trekker i retning av å benytte metoder som krever grundighet, hvilket tilsier at det er nærliggende å utarbeide prognoser.

Det kan også være hensiktsmessig å ta brukervennlighet med i betraktningen. Med brukervennlighet menes hvor forståelig og hvor enkelt det er å beregne verdiestimatet. Mens komparativ verdsettelse er relativt intuitivt for brukeren, kan det være krevende å prognostisere flere av forutsetningene i fundamental verdsettelse, hvilket kan gjøre denne metoden mindre forståelig. Opsjonsbasert verdsettelse kan være basert på komplekse modeller og følgelig være vanskelig å forstå. Substansverdimetoden og kostnadsbasert tilnærming er i likhet med komparativ verdsettelse relativt enkel å forstå for de fleste med grunnleggende økonomisk forståelse.

Som en delkonklusjon er det nærliggende å legge fundamental metode til grunn som hovedmetode på grunn av informasjonstilgang, tid disponibelt og høyt pålitelighetskrav. Dette til tross for at det kan være utfordringer knyttet til forståeligheten av beregningene. Komparativ verdsettelse er på grunn av sin enkelhet hensiktsmessig som en sekundær metode.

4.3.2 Vurdering av forhold knyttet til Nortura

Bransjen

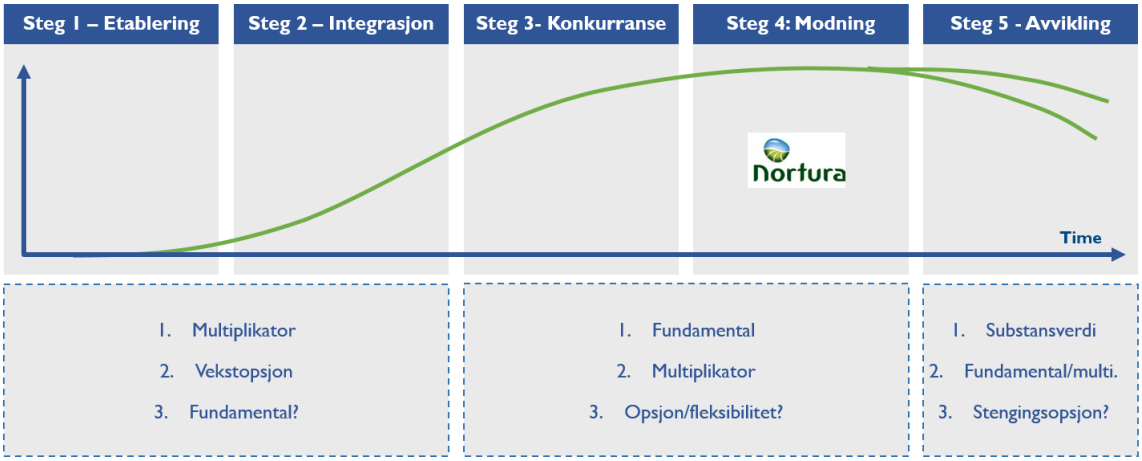
Det finnes ingen børsnoterte selskaper i norsk kjøttindustri, hvilket innebærer at komparativ verdsettelse forutsetter bruk av utenlandske selskaper. Nortura er også det desidert største foretaket i norsk kjøttindustri og har således ingen direkte sammenlignbare selskaper i Norge. Følgelig bør komparativ verdsettelse kun brukes som en sekundær metode. På grunn av enkelheten ved komparativ verdsettelse kan det imidlertid være interessant å sammenligne Norturas verdiestimat med verdier på sammenlignbare utenlandske selskaper. Komparativ verdsettelse kan dermed være aktuell som en sekundær verdsettelsesmetode til tross for at bransjen ikke tilsier at metoden er hensiktsmessig.

Norturas eiendeler består i stor grad av harde driftsmidler, varer, kundefordringer, kontanter og finansielle anleggsmidler. Immaterielle eiendeler utgjør relativt sett beskjedne verdier. Isolert sett tilsier dette at bruk av substansverdimodellen kan være hensiktsmessig. I denne oppgavens tilfelle vil imidlertid en slik tilnærming være vanskelig å gjøre på noen annen måte enn å ta utgangspunkt i eiendelenes balanseførte verdier og justere for eventuell illikviditet. Oppgavens løpetid og omfang tatt i betraktning vil dette være en meningsløs analyse og substansverdimetoden vil derfor ikke bli benyttet.

Fase i livssyklusen

Som nevnt tidligere er det ulike problemstillinger i ulike faser av livssyklusen til et selskap. De ulike fasene for samvirkeforetaket er gjennomgått i underkapittelet "*Samvirkeforetakets livssyklus*" i litteraturgjennomgangen. Det vil være naturlig å plassere Nortura i fase fire ettersom resultatene over tid har vært svake, hvilket tilsier at konkurrentene for lengst har tilpasset seg Norturas priser og ulempene med samvirkemodellen har gjort seg gjeldende. De økonomiske fordelene med samvirkeforetaket er ikke lenger tydelige. Av figuren under fremgår det at fundamentale og komparative metoder er de mest hensiktsmessige i disse fasene i livssyklusen. Dette virker rimelig ettersom selskaper i disse fasene normalt har relativt lav og stabil vekst i inntektene og det dermed er mulig å prognostisere selskapets inntekter og kontantstrømmer i årene framover. Mot å benytte fundamental verdsettelsesmetodikk kan det anføres at dette forutsetter evig drift (Penman, 2013). Ettersom Nortura er plassert i steg fire i livssyklusmodellen under er ikke det ikke åpenbart at foretaket vil drive lenge nok til at fundamental verdsettelse kan forsvares (figur 4.3.2.1). På den andre siden mener Penman (2013) at forutsetningen om evig drift ikke kan legges til grunn i praksis, og det er dessuten lite som tyder på fortsatt drift-problematikk for Nortura på nåværende tidspunkt. Å benytte fundamental verdsettelsesmetodikk som primær metode virker følgelig å være hensiktsmessig.

Figur 4.3.2.1: Valg av verdsettelsesmetodikk sett i forhold til steg i livssyklusen



Kilde: (Cook, 1995), (Penman, 2013)

Samvirkemodellen

Det står sentralt for valg av verdsettelsesmetodikk at virksomheten som skal verdivurderes er et samvirkeforetak istedenfor et aksjeselskap. Som det fremgår av delkapittel 4.2.1 er det bred skepsis i litteraturen mot å benytte fundamentale metoder for samvirkeforetak. Dette skyldes at samvirkeforetak, i motsetning til profittmaksimerende foretak, ikke nødvendigvis forsøker å maksimere den frie kontantstrømmen (Newman, 1999). Ettersom nåverdien av fri kontantstrøm ligger til grunn for verdien av selskapet etter alle fundamentale modeller, vil ikke disse modellene gi meningsfylte estimater på selskapets verdi dersom fri kontantstrøm ikke reflekterer selskapets faktiske verdiskaping. Årsaken til at samvirkeforetak ikke nødvendigvis maksimerer fri kontantstrøm er at de normalt er opprettet med formål å dekke et behov for medlemmene. I Norturas tilfelle består dette behovet i å omsette medlemmenes slakt, egg, livdyr og ull på best mulig måte, og slik bidra til at medlemmene får det best mulige økonomiske resultat av sin husdyrproduksjon på kort og lang sikt (Nortura SA, 2017). Det fremgår altså av Norturas egne vedtekter at foretakets målsetting er å maksimere sine egne leverandørers resultat, snarere enn sitt eget resultat. Dette tilsier, slik Newman (1999) og Hoeven og Prill (1989) hevdet i litteraturdelen, at fundamental analyse heller bør erstattes med andre metoder, for eksempel substansverdimetoden (Newman, 1999).

Det er likevel mye som tyder på at Norturas resultat og kontantstrøm er så representative for foretakets prestasjon og verdi at fundamental verdsettelse er likevel meningsfullt. For det første er Nortura avhengig av å levere habile resultater for å få lån og unngå unødvendig

høye lånekostnader[16]. For det andre viser prissammenligningene i kapittel 9.3 at Nortura tilsynelatende ikke betaler høyere priser enn sine privateide konkurrenter. Dette undergraver hypotesen om at Nortura betaler egne leverandører mer enn det som rasjonelt, og at prisene bidrar til å svekke eget resultat. Ettersom eventuelt overskudd går tilbake til medlemmene som utbyttelignende utbetalinger er det vanskelig å se at Nortura ikke har insentiver til å drive virksomheten så effektivt som mulig. Den rapporterte lønnsomheten i Norturas kjernevirksomhet bør i det vesentligste altså representere den faktiske lønnsomheten.

Det finnes imidlertid kostnadsposter utenfor kjernevirksomheten som fremstår mindre rasjonelle fra et profittmaksimerende perspektiv, og som tilsier at bruk av fundamentale metoder bør brukes med varsomhet. Nortura bruker årlig betydelige beløp på rådgivningstjenester, tilbud om gratis slakt av egne dyr og opprettholdelse av medlemsbutikker der medlemmer kan kjøpe billig kjøtt. Hvorvidt disse tilbudene oppstår som et resultat av at Nortura er et samvirkeforetak vil diskuteres i kapittel 11, men basert på hypotesen som ble presentert i kapittel en har Nortura insentiver til å levere tjenester til sine medlemmer utover det som styrker foretakets eget resultat. Som Newman (1999) og Hoeven og Prill (1989) påpeker reduserer dette relevansen av verdiestimat basert på fundamentale metoder. Dette problemet kan bli forsøkt løst ved å addere verdien av medlemstjenestene til den fundamentale verdien. Hensikten er altså å inkludere mest mulig av Norturas verdiskaping overfor medlemmene i verdiestimatet slik at dette skal reflektere Norturas faktiske verdiskaping for medlemmene.

Konklusjon

På bakgrunn av drøftelsen over velges fundamental verdsettelse som hovedteknikk. Komparativ verdsettelse vil brukes som sekundær metode. God informasjonstilgang, høyt pålitelighetskrav, god tid til disposisjon og passende fase i livssyklusen er avgjørende for valget av fundamental metodikk. Som det fremgikk under avsnittet om samvirkemodellen kan Norturas til dels manglende profittmaksimering redusere påliteligheten av et verdiestimat basert på fundamentale metoder. Dette vil bli forsøkt løst ved å legge verdiene av de aktuelle tjenestene til Norturas fundamentale verdi. Det vil utarbeides verdiestimat både med og uten disse verdiene inkludert.

[16] Basert på møte med Nortura 26/09-18

Den fundamentale verdsettelsen vil gjøres samlet for hele foretaket, ikke for hver enkelt dyreart. Sistnevnte hadde vært naturlig i Norturas tilfelle ettersom de ulike segmentene er tydelig adskilte, og det er ventet at de vil utvikle seg ulikt i årene fremover. Det er imidlertid ikke regnskapstall tilgjengelig for hvert enkelt segment. Dette gjør det problematisk å gjøre analyser på hvert segment med en slik presisjon at det hever presisjonen av det samlede verdiestimatet.

Det videre spørsmålet er hvilken fundamental modell som er mest hensiktsmessig å bruke. Selv om det, som tidligere nevnt, kan vises at samtlige av fundamentalmodellene som er gjennomgått i kapittel 4.1.1 gir samme svar ved bruk av konsistente forutsetninger er valg av modell ikke trivielt. De ulike modellene har ulike fordeler og ulemper (Kaldestad & Møller, 2016) og egner seg bedre for noen formål enn andre.

Superprofittmodellen fokuserer på verdidriverne i selskapet, og synliggjør strategiske fordeler og ulemper (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen gir dermed konsistens med den strategiske analysen da denne har til hensikt å identifisere strategiske fordeler og ulemper. Den retter også fokus mot investert kapital, og viser at vekst ødelegger verdier dersom den ikke øker superprofitten (Kaldestad & Møller, 2016). Dette kan være interessant for Nortura som potensielt kan stå overfor store investeringer knyttet til digitalisering og automatisering. Videre passer den godt til kapitalintensive foretak (Kaldestad & Møller, 2016), hvilket Nortura er. Resultatmodellene har en viss robusthet for effekten av ulike regnskapsprinsipper, men lønnsomheten kan variere vesentlig mellom selskaper som har vokst organisk og gjennom oppkjøp (Kaldestad & Møller, 2016).

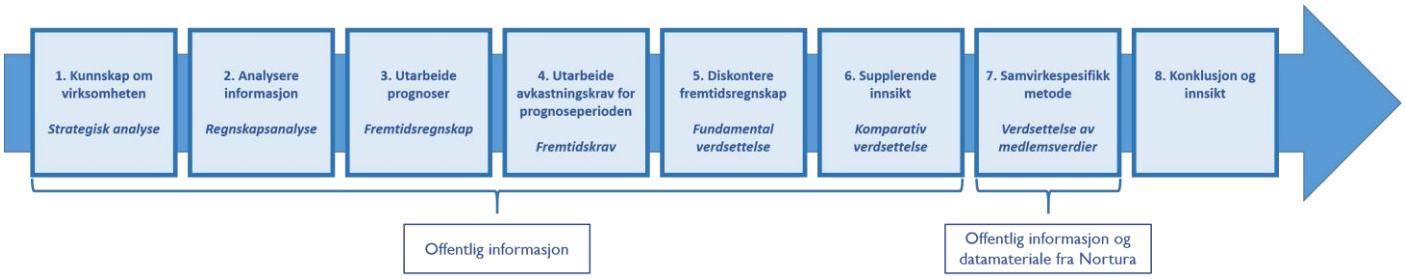
Dividendemodellen er teoretisk korrekt (Damodaran, 2012), men forutsetningene om konsistent utbyttepolitikk og konstant gjeldsandel målt etter markedsverdi er egnet til å skape problemer (Kaldestad & Møller, 2016). Fri kontantstrømmodellene er ikke påvirket av foretakets utbyttepolitikk, hvilket kan være en fordel i Norturas tilfelle. De kan også begrunnes teoretisk ettersom enhver teoretisk verdi er basert på fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2012). Denne kvaliteten faller imidlertid delvis bort ettersom kontantstrømestimatene må beregnes på bakgrunn av regnskapsprognoser. Dette medfører at regnskapsmessige forhold får en viss betydning også for kontantstrømestimatene. Fordelen med at regnskap legges til grunn er imidlertid at regnskap sammenstiller inntekter og

kostnader, hvilket eliminerer problemer med inn - og utbetalinger i ulike perioder (Kaldestad & Møller, 2016).

Komparativ verdsettelse vil benyttes som sekundær verdsettelsesmetodikk. Dette er en enkel måte å supplere den fundamentale verdsettelsen på, men det er noen utfordringer knyttet til komparativ verdsettelse. For det første er komparativ verdsettelse sårbar for ulike regnskapsprinsipper og engangsposter. Dette kan til en viss grad løses ved å bruke resultattall høyt oppe i regnskapet, fortrinnsvis EBITDA og EBIT. Sannsynligheten for at det benyttede resultattallet inneholder engangsposter øker lenger ned i regnskapet. Videre er det viktig at selskapene som brukes som komparative selskaper faktisk er komparative og har like vekstutsikter (Kaldestad & Møller, 2016).

Oppsummert er det svakheter og styrker ved de fleste modeller, men ved konsistente forutsetninger skal alle gi samme svar. Følgelig er det naturlig å benytte et bredt utvalg modeller for å kryssjekke svar og oppdage uriktige beregninger og inkonsistente forutsetninger. Med bakgrunn i valg av fundamental, komparativ og medlemsverdibasert verdsettelse illustreres rammeverk for verdivurderingen i figur 4.3.2.2.

Figur 4.3.2.2: Rammeverk for verdsettelsen



5. Strategisk analyse

Innledning

Van den Steen (2012) definerer en strategi som det minste settet av beslutninger som er tilstrekkelig for å gi retning til alle andre beslutninger for en bedrift (Van den Steen, 2013). Rumelt (2012) forklarer strategi som en bedrifts teori om hvordan og hvorfor den skal konkurrere for å oppnå suksess. Lien, Knudsen og Baardsen (2016) mener "strategi i bunn og grunn handler om valg og beslutninger om hva en bedrift skal og ikke skal gjøre for å nå sine mål" (Lien m. fl., s. 9, 2016). Fra dette kan det trekkes to slutninger. Den første er at det er vanskelig å enes om en felles definisjon på hva strategi er. Den andre er at alle de ovennevnte virker å være enige om at strategi er beslutninger på et overordnet nivå i virksomheten. Siden dette legger føringer for blant annet hvilke produkter bedriften skal levere, hvilke kunder den skal satse på, hvordan den skal vinne disse, hvordan den skal utføre aktivitetene for å vinne dem og hvilke ressurser som må til for å kunne gjøre dette (Lien m. fl., 2016), er dette beslutninger som har stor betydning for hvordan bedriften vil prestere i tiden fremover. Det er derfor naturlig å vie bedriftens strategi, strategiske posisjon og strategiske omgivelser betydelig oppmerksomhet.

Hovedmålsettingen med den strategiske analysen er å konkludere hvorvidt Nortura har en strategisk fordel eller ulempe. For å kunne gi en kvalifisert konklusjon er det viktig å forstå de underliggende økonomiske forholdene i Nortura og bransjen Nortura er en del av. Å forstå Norturas og bransjens muligheter og utfordringer i årene fremover er nødvendig for å kunne gjøre en kvalifisert framskrivning av dagens regnskap til fremtidsregnskap. Den strategiske analysen bidrar også til å forstå hvilke typer verdsettelsesmetodikk som er hensiktsmessig å bruke på Nortura og hvilke som er mindre hensiktsmessige. Virksomhetsforståelsen som opparbeides gjennom en slik analyse gir også viktig innsikt til den komparative verdsettelsen.

Kaldestad & Møller (2016) mener det er to sentrale forhold som kan generere meravkastning for en bedrift; at den opererer i en industri hvor den generelle bransjelønnsomheten er sterk, eller at bedriften har spesielle konkurransefortrinn som setter det i stand til å oppnå høyere avkastning enn andre aktører i samme bransje. Forhold som påvirker bransjelønnsomheten

kalles eksterne forhold, mens forhold som påvirker den enkelte bedrifts lønnsomhet sammenlignet med andre i samme bransje kalles interne forhold. Det er naturlig å dele den strategiske analysen i eksterne og interne forhold. Ved å analysere de eksterne og de interne forholdene hver for seg er det en målsetting å konkludere hvorvidt eventuelle fordeler eller ulemper er knyttet til eksterne bransjeforhold eller interne forhold ved bedriften.

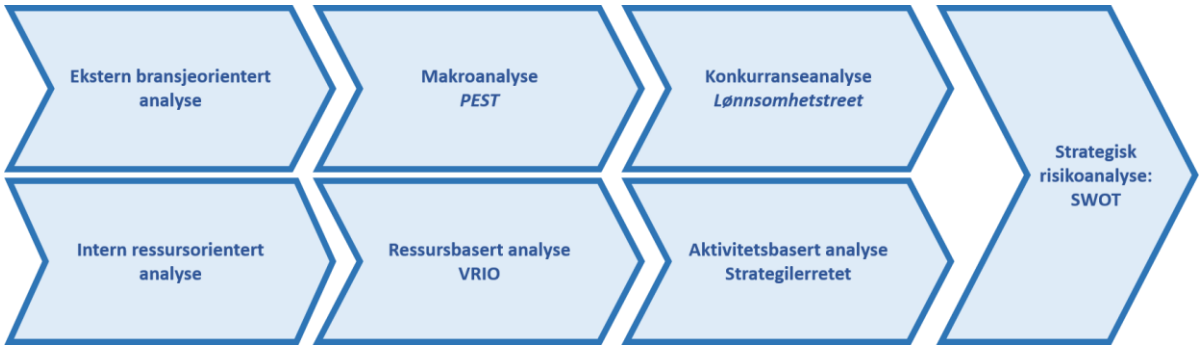
Eksterne forhold er altså forhold som påvirker lønnsomheten i en bransje. Disse vil først analyseres ved hjelp av makroanalyseverktøyet PEST som tar for seg ytre påvirkningskrefter på tilbud og etterspørsel på bransjenivå. PEST fokuserer på politiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold (Johnson m. fl., 2017). Deretter vil lønnsomhetstreet benyttes til å gjennomføre en konkurranseanalyse for å dekomponere bransjens lønnsomhet i verdiskaping og verdikapring (Lien m. fl., 2016).

Interne forhold er forhold som skaper lønnsomhetsforskjeller mellom aktørene i en bransje. Det finnes i hovedsak to ulike teorier om hvordan disse lønnsomhetsforskjellene oppstår; aktivitetsbasert teori og ressursbasert teori. Aktivitetsbasert teori legger til grunn at noen kombinasjoner av aktiviteter er komplementære og forsterker hverandre, og at kompleksiteten ved slike kombinasjoner gjør dem vanskelig å kopiere. Ressursbasert teori legger til grunn at forskjellene mellom bedriftene skyldes at de har ulike ressurser å sette inn i aktivitetene sine (Lien m. fl., 2016). Den ressursbaserte analysen vil gjennomføres med VRIO-rammeverket som vurderer hvorvidt en ressurs gir grunnlag for et varig konkurransefortrinn. For at en ressurs skal gi et varig fortrinn i henhold til VRIO må den være verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert (Johnson m. fl., 2017).

Den strategiske analysen avsluttes med en SWOT-analyse. SWOT-analysen benyttes til å vurdere hvordan en bedrift kan utnytte sine sterke sider og dra nytte av muligheter, samtidig som den minimaliserer risiko som følge av indre svakheter og trusler utenfra[17].

[17] Teorien knyttet til SWOT-analysen er basert på Dr. Charles Chow kurs MGMT 102 Strategy på Singapore Management University våren 2016

Figur 5.1: Rammeverk for strategisk analyse



Ekstern analyse

5.1 Makroanalyse (PEST-analyse)

I dette underkapittelet vil eksterne faktorer med potensiell påvirkningskraft på Nortura analyseres. Dette vil i hovedsak være faktorer Nortura har liten eller ingen påvirkningskraft på, men som kan ha betydning for bransjen. Til denne analysen vil PEST-rammeverket benyttes. Formålet med PEST-rammeverket er å identifisere hvordan politiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold kan påvirke bransjen. PEST-rammeverket er svært beslektet med PESTEL-rammeverket, som også inkluderer miljømessige og juridiske forhold (Johnson m. f., 2017). I denne oppgaven vil imidlertid PEST-rammeverket brukes ettersom anses å gi en mer ryddig inndeling av de ulike makrofaktorene. PEST-analysen vil danne grunnlaget for konkurranseanalysen i neste underkapittel.

5.1.1 Politiske forhold

Politiske forhold er av avgjørende betydning for norsk landbruk. Ettersom prisene på norske landbruksvarer ikke er konkurransedyktige med prisene på tilsvarende produkter fra utlandet er den norske matvareindustrien prisgitt politisk vilje til å opprettholde hjemlig matvareproduksjon. Som omtalt i bransjeanalysen gjør denne politiske viljen seg først og fremst gjeldende gjennom importvern og overføringer til landbruket. Hvorvidt disse opprettholdes, styrkes eller svekkes vil ha stor betydning for prisene på norske matvarer og lønnsomheten i norsk landbruk (Regjeringen, 2015). Den følgende analysen vil altså omtale

både subsidier og importvern, men ettersom det vil gi lite mening å subsidiere norsk landbruk for så å fjerne importvernet og la det utkonkurreres av utenlandske aktører, er det rimelig å tolke en politisk støtteerklæring til subsidier som en støtteerklæring til importvern. Det er også lite som tyder på at norsk landbruk i dagens fragmenterte form er lønnsomt nok til at noen vil drive uten subsidier, og det er følgelig lite hensiktsmessig med importvern uten subsidier. Følgelig antas det nedenfor at dersom et politisk parti i sitt partiprogram kun omtaler enten subsidier eller importvern, vil partiets holdning til det som omtales være representativ også for det andre. Utviklingen i subsidier og importvern avhenger av både innenrikspolitiske og utenrikspolitiske forhold.

Risiko for konkurranseutsettelse av norsk landbruk

Innenrikspolitiske forhold

Det virker å være bred politisk enighet om å opprettholde norsk landbruk, men det er uenighet om hvor sterkt beskyttet næringen skal være. Arbeiderpartiet uttaler i sitt partiprogram at de skal "produsere norsk mat og norsk fôr på norske ressurser" og "sørge for størst mulig selvforsyning gjennom praktisk og langsiktig klimatilpasning av jordbruket" (Arbeiderpartiet, u.d.). Senterpartiet ønsker økt norsk matproduksjon og et sterkt importvern (Senterpartiet, u.d.). Sosialistisk venstreparti ønsker å øke selvforsyningsgraden og arbeide for et sterkt norsk grensevern (Sosialistisk venstreparti, u.d.). Både Sp og SV vektlegger også tungt å opprettholde de mindre gårdsbrukene (Senterpartiet, u.d.) (Sosialistisk venstreparti, u.d.). Den rødgrønne siden av norsk politikk er altså tydelige på at de ønsker å opprettholde landbruket med de kostnadene det har.

Kristelig Folkeparti ønsker å opprettholde norsk matvareproduksjon, og øke import fra fattige land på bekostning av import fra rike land (Kristelig Folkeparti, u.d.). Venstre vil opprettholde overføringene på dagens nivå, men rette dem mot grønne tiltak (Venstre, u.d.). Regjeringen, som for øvrig består av partier til høyre i det politiske landskapet, er noe mindre tydelige på hvordan de mener norsk landbruk skal se ut i fremtiden. I "Regjeringens politiske plattform" for jordbruksforhandlingene i 2016 erkjenner regjeringen, bestående av Høyre og Fremskrittspartiet, at "et importvern er viktig for lønnsomheten i norsk landbruk, men hensynet til norske forbrukere og norsk matvareindustri tilsier at tollmurene bør reduseres" (Regjeringen, 2016). Regjeringen mener at økt handel vil gi forbrukerne bedre vareutvalg og bedre priser (Regjeringen, 2017). Videre ønsker regjeringen en mer

kostnadseffektiv matproduksjon, og vil innrette de statlige overføringene slik at de bidrar til mer produksjon. Å drive distriktspolitikk gjennom landbrukspolitikken og å opprettholde mindre gårdsbruk er altså ingen målsetting (Regjeringen, 2015). Ønsket om å i større grad konkurranseutsette norsk landbruk reflekteres også i de to partienes partiprogram (Høyre, 2017) (Fremskrittspartiet, 2017).

Partienes syn på norsk matproduksjon er av stor betydning for kjøttindustrien. Med unntak av Høyre og FrP virker samtlige partier å ha et klart ønske om å bevare norsk matproduksjon omtrent slik den er i dag. Flere skriver eksplisitt at de ønsker å opprettholde dagens importvern, selvforsyningsgrad og overføringer. I lys av den store politiske oppmerksomheten rundt jordbruket er nok partiene som ikke omtaler både importvern og overføringer eksplisitt kjent med støtteordningenes betydning for jordbruket og statsbudsjettet. Det er derfor rimelig å tolke en støtteerklæring til opprettholdelse av norsk matvareproduksjon i dagens omfang som en støtteerklæring til importvern og overføringer til dagens nivåer. Det er altså betydelig politisk oppslutning rundt å opprettholde hjemlig matproduksjon slik den er i dag.

Høyre og FrP har imidlertid betydelig innflytelse i norsk politikk. De dannet regjering sammen både ved stortingsvalget i 2013 og 2017, og hadde flertall på Stortinget mellom 2013 og 2017 ved hjelp av støttepartiene Venstre og KrF (Aspøy, 2018). Med en regjering som ønsker å redusere landbrukets importvern og på sikt kanskje fjerne det, vil det være urimelig å avfeie økende konkurranseutsettelse av landbruket som en mulighet. Imidlertid er det et flertall av partier som ønsker et beskyttet landbruk og ettersom Høyre som i sitt partiprogram fra 2017 omtaler konkurranseutsettelsen som en "skrittvis omstilling" er det i verste fall for kjøttindustriens vedkommende, tale om langsiktig konkurranseutsettelse heller enn fjerning av importvern og overføringer.

Utenrikspolitiske forhold

Det er imidlertid ikke bare de innenrikspolitiske forholdene som er av betydning for landbruket. EØS-avtalen, WTO (World Trade Organization) Landbruksavtalen og avtaler i regi av EFTA (European Free Trade Association) (Knudsen m. fl., 2018) har påvirkningskraft på norsk landbruksimport (Regjeringen, 2017). Regjeringen skriver i Prop. 94 S (2017-2018) at det de senere årene har vært "generelt mindre fremdrift i liberaliserende

prosesser", og at dette er tilfellet både i WTO-forhandlinger og frihandelsforhandlinger mellom land eller grupper av land. Internasjonale handelskonflikter, primært mellom USA og Kina, skaper usikkerhet og påvirker pågående forhandlingsprosesser slik at regjeringen mener det ikke kan forventes særlige fremskritt i den nærmeste fremtid (Regjeringen, 2017). Dette betyr imidlertid ikke at frihandelsavtalene ikke har spilt noen rolle for landbruket, eller kommer til å spille noen rolle i årene fremover.

Den gjeldende landbruksavtalen mellom WTO-landene har sin opprinnelse fra den såkalte Uruguay-runden i 1995. Avtalen legger føringer for den nasjonale landbrukspolitikken gjennom forpliktelser og rettigheter knyttet til markedsadgang, internstøtte og eksportsubsidier. Mer konkret setter den tak på øvre tillatte tollsatser, pristillegg og eksportsubsidier. I 2015 ble det bestemt at alle industriland skulle avslutte all bruk av eksportstøtte for jordbruksprodukter. Per første halvår 2018 er det stor usikkerhet knyttet til utvikling i landbruksforhandlingene i WTO. Regjeringen forventer imidlertid at landbruk vil stå sentralt i fremtidige forhandlinger, og handelsvridende landbruksstøtte er området det er størst interesse for. Dette kan potensielt svekke Norges muligheter til overføringer til landbruket. I 2016 falt 10,9 milliarder kroner av Norges overføringer til landbruket innenfor kategorien som er underlagt restriksjoner. Norges maksimalt tillatte støtte var 11,4 milliarder tillatt (Regjeringen, 2017). Den manglende fremdriften i internasjonale forhandlinger tyder på at det ikke er umiddelbare trusler mot norsk subsidiepolitikk, men den internasjonale interessen for handelsvridende landbruksstøtte bør likevel være av interesse for bøndene og dermed også for kjøttindustrien. Dette er særlig interessant sett i lys av beløpenes størrelsesorden.

Landbrukspolitikk berøres i utgangspunktet ikke av EØS-avtalen, men avtalens artikkel 19 krever at Norge og EU med to års mellomrom skal gjennomgå vilkårene for handelen med basis landbruksvarer med sikte på gradvis liberalisering (Regjeringen, 2017). Basis landbruksvarer er blant annet melk, kjøtt og grønnsaker. Det presiseres i artikkel 19 at forhandlingene skal skje innenfor rammen av partenes respektive landbrukspolitikk, og videre reduksjoner skal skje på gjensidig fordelaktig basis. Norge og EU har kommet til enighet om totalt tre artikkel 19-avtaler siden 2003, den siste i 2017. Regjeringen mener resultatet av disse forhandlingene balanserer hensynet til norsk landbruk på den ene siden og hensynet til norske forbrukere på den andre siden. Import av landbruksvarer utgjorde i 2016 40 milliarder kroner, en økning på ni prosent fra 2015. Av 40 milliarder kroner utgjorde

basis landbruksvarer 26 milliarder kroner (Regjeringen, 2016). Norsk import av landbruksvarer er altså betydelig, men kjøttimporten utgjør en liten del av denne. Regjeringen skriver i Prop. 115 S (2016-2017) at det i vurderingen av kjøttkonsesjoner er lagt på markedssituasjonen og hvorvidt det foreligger importbehov (Regjeringen, 2016). I avtalen øker storfeimporten fra 1600 til 2500 tonn. Det var i 2016 nasjonalt underskudd på mer enn 16 500 tonn storfe og økt import av storfe går dermed ikke på bekostning av nasjonal produksjon. Økninger i kvotene for svineribbe, kyllingkjøtt, skinker og pølser utgjør samlet 1650 tonn slik at total økning i importvolumet blir 2550 tonn. Det er ikke gitt konsesjoner for sau- og lammekjøtt ettersom økt produksjon av sau og lam er et prioritert område for regjeringen (Regjeringen, 2016).

Samlet vurdering av risiko for konkurranseutsettelse av norsk kjøttproduksjon de nærmeste årene

Basert på drøftelsen over er det lite som tyder på at norsk kjøttproduksjon vil konkurranseutsettes de nærmeste årene. For det første ønsker majoriteten av norske politiske partier å bevare norsk landbruk i dagens form. For det andre unnlater en regjering dominert av de mest importvennlige partiene, Høyre og FrP, å øke importkvotene for kjøtt av betydning i EU-forhandlinger som har til hensikt å liberalisere handelen. For det tredje indikerer et slikt resultat at EU har begrenset mulighet til å presse Norge til å heve importen dersom det ikke er ønskelig for norsk side. For det fjerde virker ikke WTO for tiden å være i stand til å få gjennomslag for sine målsettinger om økt handel. Det er altså både innenrikspolitiske og utenrikspolitiske grunner til å tro at det ikke vil bli noen konkurranseutsettelse av norsk kjøttproduksjon i årene fremover.

Andre betraktninger

På lengre sikt er det naturligvis mer usikkerhet knyttet til utviklingen i landbrukspolitikken både innenlands og utenlands. Det kan tenkes et scenario der de pågående handelskrigene fortsetter og sprer seg slik at presset på liberalisering av handelen med landbruksvarer avtar. Et motsatt scenario er at handelskrigene opphører og WTO og EU legger mer press på Norge for å redusere overføringer og importvern. OECD konkluderte i 2016 med at norsk landbruk var verdens mest subsidierte (E24, 2013), og ettersom WTO har signalisert at de ønsker å redusere handelsvridende landbruksstøtte kan norske subsidieordninger risikere å komme under press dersom WTO på sikt styrker sin posisjon. Dette kan potensielt få bredere nasjonal oppslutning enn i dag dersom norsk økonomi om et par tiår blir svakere når

oljenæringen utfases. I sin doktorgradsavhandling fra 2010 konkluderte Gaasland med at målsettinger som matvaresikkerhet og bevaring av kulturlandskap og miljø kunne nås med bare 40 prosent av midlene som den gang ble gitt i jordbruksstøtte (Universistet i Bergen, 2010). Med en potensielt svakere nasjonal økonomi i fremtiden er det ikke helt usannsynlig at landbruket er en av postene det vil kuttes. Dette er naturligvis umulig å spå, men poenget er at dagens relativt trygge politiske situasjon for norsk landbruk ikke nødvendigvis vil vedvare i uoverskuelig fremtid. Enn så lenge er det imidlertid lite som tyder på at norsk landbruk vil utsettes for internasjonal konkurranse av betydning.

5.1.2 Økonomiske forhold

I underkapittelet om økonomiske forhold i bransjeanalysen ble det konkludert med at kjøttindustrien i likhet med matvarebransjen generelt er relativt lite konjunkturfølsom. Dette innebærer at forventninger til inflasjon, rente og arbeidsledighet er mindre interessante enn de ellers ville ha vært. Selv om svingningene for Nortura var relativt beskjedne var inntektsveksten likevel svakere da norsk økonomi gjennomgikk finanskrisen i 2008 og oljeprisfallet i 2014 og 2015. Norges Bank mente i sin pengepolitiske rapport fra 20. september 2018 at vekstutsiktene for norsk økonomi er gode i årene fremover (Norges Bank, 2018). Det er nærliggende å hevde at dette også er positivt for Nortura selv om den makroøkonomiske utviklingen altså bør tillegges begrenset vekt.

Forklaringen på at Nortura påvirkes av konjunkturer til tross for at mat - og drikkevarer er å regne for nødvendighetsgoder ligger trolig i forbrukernes atferd. I januar 2009, altså under finanskrisen, merket dagligvarekjedene at forbrukerne i økende grad valgte butikkjeder med tydelig lavprisprofil. I butikken valgte de også billige merkevarer fremfor etablerte merkevarer (Regjeringen, 2011). For Nortura er det naturlig at dette har gitt utslag siden Gilde og Prior hører til blant de etablerte og høyt prisede merkevarene (Nortura SA, 2017d). Trenden til å substituere mot billigere matvarer i lavkonjunkturer underbygges av at andelen av husholdningsforbruket som går til mat og alkoholfri drikke har ligget jevnt på mellom 11 og 12 prosent (Statitisk sentralbyrå, 2012). Husholdningene må nødvendigvis bruke mindre når kjøpekraften reduseres. Ettersom Norges Bank tror på bedre lønnsvekst de neste årene (Norges Bank, 2018) kan dette potensielt føre til en både relativ og absolutt økning både i etterspørselen etter Norturas produkter generelt og etter produkter som selges under Norturas egne merker ettersom disse prises høyere enn kjedenes egne merkevarer. Effekten bør ikke

imidlertid overvurderes ettersom både konjunkturfølsomheten og økningen i lønnsvekst er begrenset.

5.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold er sosiale normer og verdier som påvirker en bransje (Hill and Jones, 2010). Som utgangspunkt for analysen av sosiokulturelle trender kan «de fem megatrendene» benyttes. Disse er sunnhet, lettvinthet, nøkternhet, matens opprinnelse og etikk, miljø og bærekraft (Nortura SA, 2018). Videre vil befolkningsutvikling og demografi bli drøftet. Årsaken til at de sosiokulturelle forholdene er relevante for industrien er at de har potensiale til å endre både etterspørselen etter bransjens produkter og hvordan bransjens aktører opererer.

Sunnhet

Svin og særlig storfe er i ferd med å få et usunt-stempel hos forbrukerne, trolig på grunn av at helsemyndigheten har advart mot høyt forbruk av rødt kjøtt (Nortura SA, 2018). Også hvitt kjøtt har slitt med omdømmet de senere årene, men at det kommer som følge av negativt fokus på dyrevelferd, antibiotikabruk og multiresistente bakterier. Forbruket av kylling av er nå tilbake på samme nivå som den var før etterspørselssvikten som følge av negativt fokus i 2014 og 2015, og det forventes at dette segmentet vil utvikle seg bedre enn rødt kjøtt. En grunn til det kan være at det nylig har blitt observert en nedgang i engrossalget av storfe og at enkelte forbrukere trolig vrir forbruket fra rødt mot hvit kjøtt (Nortura SA, 2018), eller at det oppfattes som sunnere.

Lettvinthet

Netthandel og salg av matkasser har de siste årene økt betydelig. Det kan virke som trenden som tidligere har vært lettvinthet i form av ferdigmat og bearbeidet kjøtt nå dreier seg mot lettvinthet i form av å spare tid på innkjøp og middagsplanlegging. At ferdigmat og bearbeidet kjøtt er mindre aktuelt kan også skyldes at denne typen mat oppfattes som mindre sunt (Nortura SA, 2018). Denne trenden påvirker ikke etterspørselen etter kjøtt hvis konsumet vris mot andre produkter, men trenden kan likevel føre til at kjøttprodusentene må fokusere på andre typer produkter og andre typer kunder, for eksempel matkasseleverandører.

Nøkternhet

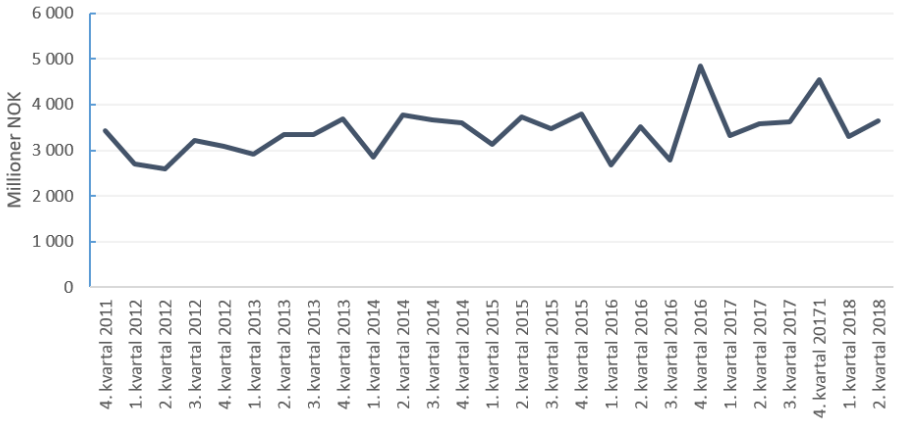
Mens trenden mot sunn og kortreist mat (se neste avsnitt) viser at forbrukerne er villige til å betale mer for riktig mat, har økningen i salget av egne merkevarer vist at de er nøkterne i sitt valg av kjøttprodukter (Nortura SA, 2018). Ettersom deler av kjøtt- og videreforedlingsbransjen produserer relativt homogene produkter er det naturlig at prisbevisste kunder vil vri forbruket sitt når et billigere alternativ gjøres mer tilgjengelig.

Matens opprinnelse

Med økt globalisering har også nordmenns matvaner blitt mer internasjonale, men etter en rekordlav interesse for norsk mat i 2009 har lokalprodusert norsk mat blitt stadig mer populært de siste årene (De Rosa, 2014). Over halvparten av befolkningen (56 prosent og økende) oppgir at det er viktig eller svært viktig at maten de spiser er norsk, og 67 prosent oppgir at det er viktig med kortreist mat. At maten er produsert i Norge ble nevnt som det fjerde viktigste kriteriet for forbrukerne i 2016, kun bak ferskhet, innbydenhet og pris (Animalia, 2016).

Grensehandel har også en viss betydning for norsk matproduksjon. Som illustrert i figur 5.1.3.1 har grensehandelen økt noe de senere årene, uten at det er veldig dramatisk. I 2017 ble det importert varer til en verdi av ca. 15 milliarder norske kroner (Statitisk sentralbyrå, 2018), noe som er et relativt beskjedent beløp sammenlignet med dagligvaremarkedets omsetning på 171 mrd. nok i 2017 (Nielsen, 2018).

Figur 5.1.3.1: Grensehandel per kvartal i NOK



Kilde: (Statistisk sentralbyrå, 2018)

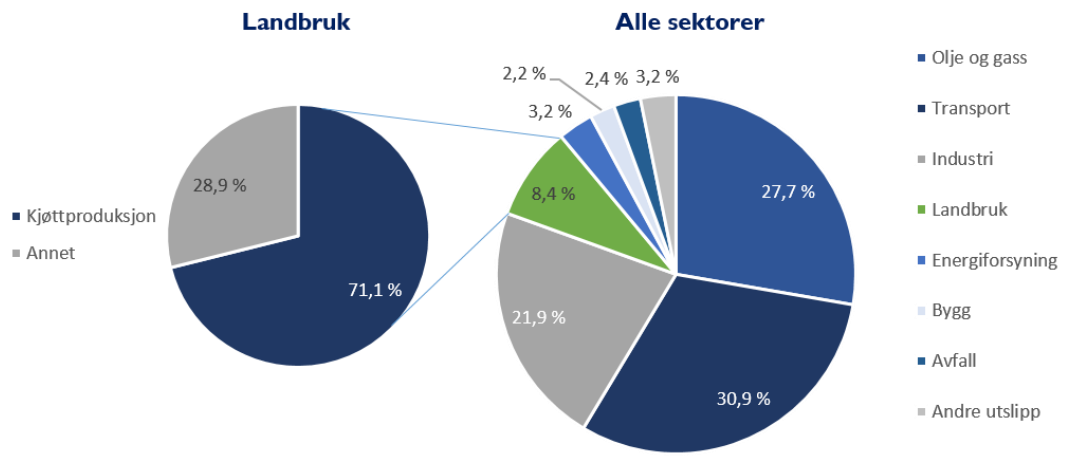
Etikk, miljø og bærekraft

Norsk og internasjonal kjøttproduksjon har de siste årene vært under sterk kritikk for manglende dyrevelferd og lite bærekraftig produksjon (Nortura SA, 2018). Kritikken for manglende dyrevelferd har kommet både som følge av en rekke oppslag fra mattilsynet om brudd kravene om dyrevelferd hos produsentene, men også mot dyrenes generelle livskvalitet. I følge Mattilsynet ble det i 45 prosent av 2 556 inspeksjoner gjennomført fra mai til august 2017 avdekket små eller store brudd på retningslinjene for dyrevelferd (Olsen, 2017). Kombinert med negative enkeltsaker der kjøttprodusenter må slakte ned enkeltdyr eller deler av besetningen (Hatlevik, 2012), bidrar dette til at norsk kjøttproduksjon ikke nødvendigvis lever opp til forbrukernes etiske krav.

Dette kan over tid påvirke rammene for lovgivning og atferd blant kunder og leverandører (Daft m. fl, 2010), og det er derfor rimelig at flere aktører tilpasser seg at miljø, etikk og dyrevelferd har blitt viktigere for forbrukerne. Rema 1000 lanserte nylig Hubbard-kylling i samarbeid med Norsk Kylling. Denne lever lengre og vokser saktere enn annen kylling som selges i Norge (Rema 1000, 2018). Nortura har de siste årene begynt å bruke mer miljøvennlig emballasje (Nortura SA, 2018) og innført Gilde Edelgris. Edelgrisene har bedre plass og flere muligheter for lek, aktivitet og avslapning (Nortura SA, 2018). Det er nærliggende å tro at økende forbrukerbevissthet også vil prege kjøttindustrien i tiden framover.

Et annet etisk aspekt bransjen står ovenfor er CO2-utslippene som følge av kjøttproduksjon. Norsk landbruk sto i 2016 for 8,4 prosent av Norges samlede CO2-utslipp (figur 5.1.3.2), hvorav ca. 71 prosent av dette kunne knyttes direkte til kjøttproduksjon (Miljødirektoratet, 2018). I følge Perspektivmeldingen 2017, er det ventet at disse utslippene vil holde seg på et nokså stabilt nivå, til tross for at flere reduksjonstiltak er igangsatt (Regjeringen, 2016).

Figur 5.1.3.2: Klimagassutslipp i millioner tonn CO2-ekvialenter (prosent)



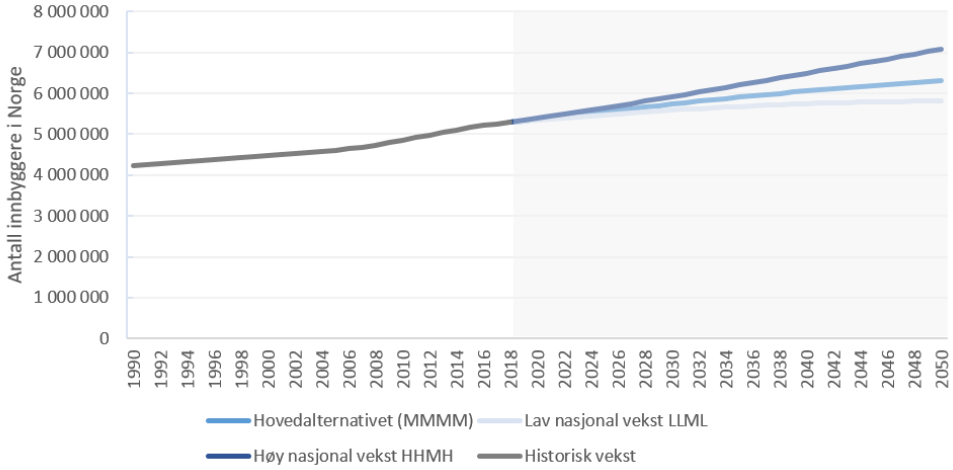
Kilde: (Miljødirektoratet, 2018)

Flere av de ovennevnte faktorene har trolig bidratt til at livsstilstrender med mindre eller null kjøttkonsum har gjort sitt inntog i Norge de senere årene. Vegetarianisme er et område med relativt lite kvantitativ forskning og statistikk i Norge, men flere av dagligvareaktørene meldte om en salgsøkning på 50-60 prosent for vegetarmat i 2017 (Dalseng, 2017). I en undersøkelse fra 2017 oppga ni prosent av 16 000 svenske ungdommer at de er vegetarianere. Dette er en tredobling fra resultatene i en lignende undersøkelse gjennomført i 2009, og en reell trussel mot etterspørselen av kjøtt på lengre sikt om den samme utviklingen finner sted i Norge (Bakken, 2017). I tillegg til økningen i mennesker som ikke spiser kjøtt er det også mange som ønsker å redusere kjøttforbruket. I MatPrats undersøkelse fra 2015 ble det avdekket at mange ønsket å begrense forbruket av bearbeidet kjøtt fordi det forbindes med høyt innhold av kjøtt og salt (Nortura SA, 2018).

Andre relevante trender - Demografi og befolkningsutvikling

Befolkningsveksten i Norge er av stor betydning for fremtidig etterspørsel etter kjøttprodukter i Norge. SSB predikerer tre ulike scenarier for befolkningsvekst. Hovedalternativet innebærer at befolkningsveksten i Norge fortsetter i dagens tempo de neste 10-20 årene. Deretter er det ventet at veksten skal avta noe, som det fremgår av figur 5.1.3.3. Årlig tilsvarer veksten i hovedalternativet en vekst på rundt 0,6 prosent årlig de neste ti årene (Statistisk sentralbyrå, 2018).

Figur 5.1.3.3: Forventet befolkningsvekst



Kilde: (Statistisk sentralbyrå, 2018)

5.1.4 Teknologiske faktorer

Industry 4.0

Industry 4.0 referer til den digitale transformasjonen verdens industri gjennomgår (Marr, 2018). For kjøtt- og videreforedlingsindutrien innebærer dette at digitalisering åpner for intelligente løsninger som favner om alle stegene i kjøttproduksjon og er i stand til å skape en helhetlig løsning. Den digitale verden skal integreres i den fysiske produksjonen og et mål er å oppnå realtidsproduksjon og produktutvikling ved hjelp av big data, tingenes internett og automatisert produksjon (Nortura SA, u.d.). Sett i sammenheng med generiske teknotrender, bedre sensorer og mer data åpner dette for et paradigmeskifte i forretningsmodellene og skaper muligheter for å styrke landbrukets konkurransekraft (Toft, 2016).

Big data

Dagens muligheter til å samle og analysere store mengder data omfatter også kjøttindustrien. Relevante data kan være data fra husdyr- og driftskontrollene, klassifiseringsdata, maskindata og salgsdata. Disse datamengdene gir mulighet til å drive digitalisering gjennom automatisering, prosessoptimalisering og økt sporbarhet, som igjen kan optimere råvareutnyttelsen, øke bærekraften og forbedre konkurransekraften gjennom nye innovasjonsmuligheter (Toft, 2016). En utfordring i kjøtt- og videreforedlingsbransjen er at det på grunn av verdikjedens kompleksitet er vanskelig å integrere dataløsninger på tvers av verdikjeden, delvis fordi dataene må samles inn av mange forskjellige interessenter (Ramamurthy m. fl., 2017)). Tine og Felleskjøpet forsøker med sitt nye selskap, Storebjørn, å løse nettopp disse utfordringene. Nortura hadde mulighet til å tre inn i samarbeidet, men har foreløpig valgt å stå utenfor (Tine, 2018).

Digitalisering og automatisering blant kjøttforedlere

Nye og mer moderne teknologiske løsninger er utbredt blant ledende internasjonale kjøttprodusenter. Dette inkluderer blant annet laserskjærende verktøy, integrerte vektsystemer, røntgenscannere for fettanalyse, kjøttsortering med flere bånd og roboter. Robotene utkonkurrerer konvensjonell automatisering på hurtighet, fleksibilitet og presisjon (Capitalmind, 2017).

Smart Farming, genredigering og sporbarhet

Genredigering og genmodifisering er på vei inn i internasjonal matproduksjon. Det finnes flere metoder for dette, men generelt går de ut på endre DNA-trådene i fremavling av dyrene. Genredigering brukes i dag ikke i avlsmateriale for norske kjøttprodusenter, men internasjonale aktører har tatt det i bruk og Norsk Forskningsråd har gitt ni millioner i forskningsmidler til et norsk prosjekt. Trolig vil genredigering kunne gi effekter knyttet til endret smak på kjøttet og mindre skader på dyrene (Norsvin, 2018).

Videre er såkalt "smart farming" ventet å revolusjonere landbruk i Norge gjennom nye intelligente systemer, selvkjørende utstyr og presisjonslandbruk. Ved hjelp av presisjonslandbruk kan bønder fremover tilpasse fôrmengde og næringsinnholdet i fôret på måter som er ventet å heve produksjonen og bedre kjøttkvaliteten.

Sporbarhet av matvarer er en annen trend forbrukere stiller stadig høyere krav til. Det er mulig at blokkjedeteknologi kan brukes til å bedre systemene for sporbarhet, men det ikke ventet at det kan løse problematikken knyttet til at produsentene jukser når de oppgir hvor kjøttet kommer fra (Nofima, 2018).

5.1.5 Konklusjon PEST-analyse

Både innenrikspolitiske og utenrikspolitiske forhold tyder på at norsk landbruk ikke vil konkurranseutsettes de kommende årene. Det er derfor liten grunn til å vektlegge dette scenariet på kort sikt. På lenger sikt er det større usikkerhet, men det er svært lite som tyder på at importvernet og overføringene til landbruket forsvinner i sin helhet. Matindustrien er i relativt liten grad påvirket av konjunkturer i økonomien, men det er likevel grunn til å tro at de gode utsiktene i norsk økonomi kan ha en viss positiv effekt både på etterspørselen etter Norturas produkter generelt, men også etter Norturas egne merkevarer som prises høyere enn dagligvarekjedenes egne merkevarer. Sosiokulturelle trender vil trolig skape utfordringer i form av økt forbrukerbevissthet. Økende fokus på dyrevelferd og oppslutning rundt livsstilstrender med lite eller null kjøttkonsum vil trolig bidra til å redusere kjøttkonsumet per innbygger i årene som kommer. På den andre siden kan teknologiske fremskritt føre til økt effektivitet i kjøttindustrien. Big data, robotisering, automatisering og smart farming kan styrke landbrukets konkurransekraft. Det viktigste funnet i PEST-analysen er likevel at

majoriteten av de sosiokulturelle trendene trekker i retning av synkende kjøttkonsum per innbygger, hvilket legger klare begrensninger på kjøttindustriens evne til vekst i årene som kommer.

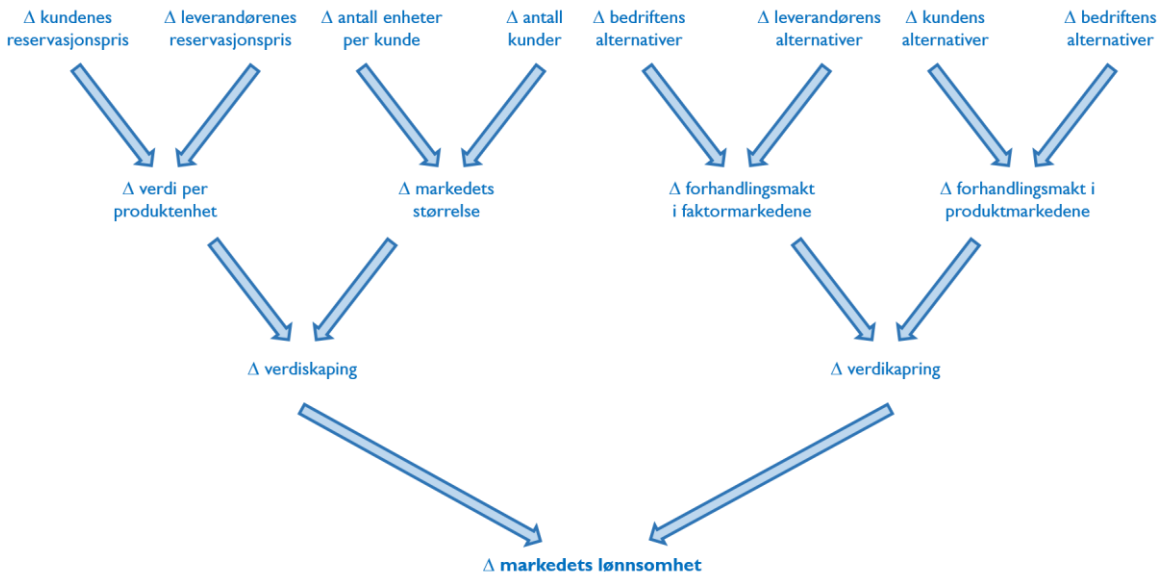
5.2 Konkurranseanalyse

PEST-rammeverket har nå blitt brukt til å systematisere de eksterne faktorene med påvirkningskraft på markedet. For å forstå hvordan faktorene fra PEST-rammeverket påvirker markedets lønnsomhet, må konkurranseforholdene i markedet analyseres.

Som analyseverktøy til konkurranseanalysen vil lønnsomhetstreet benyttes. Lønnsomhetstreets teori er at markedets lønnsomhet bestemmes av nivået både på verdiskaping og verdikapring. Hvor mye verdi som skapes og hvem som kaprer den bestemmes av samspillet mellom aktørene i markedet, kundene og leverandørene. Verdiskaping bestemmes av omsatt kvantum og kundenes og leverandørenes reservasjonspriser. Verdikapring handler om hvordan verdiene som skapes fordeles mellom de ulike aktørene. Fordelingen skjer på bakgrunn av forhandlingsmakten i faktor- og produktmarkedene (Lien m. fl., 2016).

Lønnsomhetstreet velges på bekostning av det mer etablerte rammeverket Porters fem konkurransekrefter. Årsaken til at lønnsomhetstreet velges er fordi det i motsetning til Porters rammeverk inkluderer både verdikapring og verdiskaping. Porters rammeverk fokuserer nærmest utelukkende på verdikapring, og anser kunder og leverandører utelukkende som trusler mot markedets verdikapring uten å vurdere dem som partnere i markedets verdiskaping (Lien m. fl., 2016). Lønnsomhetstreet er vist i figuren under:

Figur 5.2.1: Lønnsomhetstreet



Kilde: (Lien m. fl., 2016,. s. 87)

Det er imidlertid utfordringer også knyttet til å bruke lønnsomhetstreet. Prisene i leverandørleddet er ikke et resultat av forhandlingsmakten i faktormarkedene, men settes istedenfor av Nortura eller i jordbruksavtalen basert på kvantumet som leveres fra bøndene (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Det vil følgelig ikke være hensiktsmessig å analysere konkurransesituasjonen i faktormarkedet ved hjelp av lønnsomhetstreet. Forholdene i faktormarkedet vil imidlertid drøftes i dette kapittelet og senere i oppgaven vises statistiske analyser gjort for å predikere prisutviklingen for de ulike dyreartene fra leverandørene til markedet.

Selv om det er vanlige markedsmessige mekanismer som virker i kundeleddet, skaper dette leddet definisjonsmessige utfordringer. Kjøttindustrien selger til grossistene som selger produktene videre til sluttforbrukerne. Per definisjon er altså grossistene markedets kunder. En slik definisjon av kundeleddet i rammeverket blir imidlertid lite hensiktsmessig ettersom verdiskapingen skjer gjennom hele verdikjeden fra leverandør til forbruker. Ettersom grossistenes etterspørsel og dermed markedets størrelse er et direkte resultat av størrelsen på forbrukermarkedet er det nærliggende å definere kundeleddet som forbrukerne for verdiskapingsformål. Å definere forbrukerne som kundene vil dermed være teoretisk riktig for analyse av verdiskaping ettersom verdiskapingen bestemmes av ytterpunktene i verdikjeden.

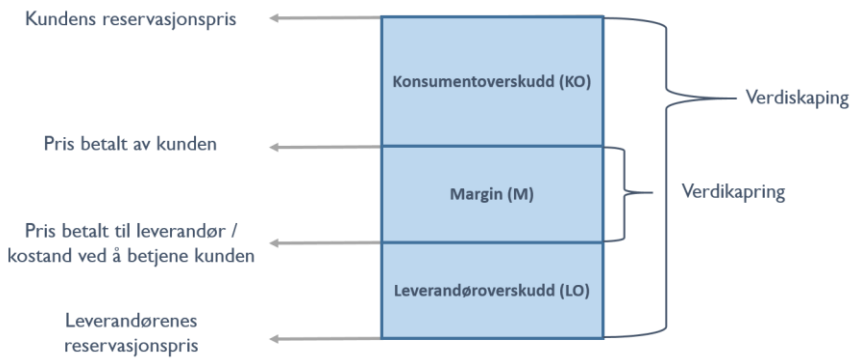
Endringer i grossistleddet vil imidlertid påvirke verdikapringen i verdikjeden. Dette innebærer at grossistleddet ikke kan neglisjeres som et ubetydelig ledd mellom det aktuelle markedet og forbrukerne. Verdikapring bestemmes av forhandlingsmakt mellom aktørene i markedet, leverandørene og kundene. Siden grossistene forhandler direkte med aktørene i markedet, og det er deres forhandlingsmakt, ikke forbrukernes, som er bestemmer prisene, er det nærliggende å definere kundeleddet som grossister i analysen av verdikapring. Noen av faktorene som påvirker markedets evne til kapre verdiene som skapes er imidlertid relatert til forbrukerne. Dette innebærer at det for verdikapringsdelen ikke er mulig å definere et enkelt kundeledd. Hvorvidt det er tale om grossister eller forbrukere vil fremgå av sammenhengen.

Nortura slakter mer enn de videreforedler. Siden majoriteten av slaktevolumet videreforedles av Nortura selv og selges direkte til grossistene er grossistene den kundegruppen som vil være hovedfokus i den videre analysen. I konkurranseanalysen analyseres altså den integrerte slakte-, skjære - og videreforedlingsindustrien ettersom denne best reflekterer Norturas virksomhet. Følgelig er dette også bransjen det er interessant å studere lønnsomheten i. Bransjen omtales som kjøttindustrien.

5.2.1 Verdiskaping

Verdiskapingen i et marked kan dekomponeres i verdiskaping per enhet multiplisert med antall enheter omsatt. Verdiskaping per enhet defineres som kundenes reservasjonspris minus leverandørenes reservasjonspris der reservasjonsprisene er teoretisk, marginal betalingsvilje i henholdsvis kunde - og leverandørleddet. Markedets størrelse avhenger altså av hvor stor verdi kundene opplever av produktet som leveres. Verdiskaping per enhet kan illustreres på følgende måte (Lien m. fl., 2016):

Figur 5.2.1.1: Verdiskaping i markedet



Kilde: (Lien m. fl., 2016, s. 30)

Verdi per produktenhet

For å bestemme verdiskaping per enhet er det nødvendig å vurdere forholdet mellom kundenes og leverandørenes reservasjonspris (Lien m. fl., 2016).

Figur 5.2.1.2: Verdi per produktenhet

Kundenes reservasjonspris

Lien m. fl. (2016) forklarer at det er tre forhold som påvirker kundenes reservasjonspris: (1) det relative forholdet mellom pris og kvalitet på substituttene og det aktørene i markedet selv leverer, (2) forholdet mellom pris og kvalitet i komplementære markeder og (3) kundenes inntektsnivå. Dersom kundene mener substituttene utvikler seg bedre enn markedets egne produkter, vil deres betalingsvilje for markedets produkter falle, og dermed også verdiskapingen i markedet. Tilsvarende vil positiv utvikling i forholdet mellom pris og kvalitet hos komplementer, produkter som øker kundenes betalingsvilje for det aktørene i markedet leverer, øke betalingsviljen for produktene i markedet.

Som det fremgår av markedsavgrensningen regnes substituttene til markedets middagsprodukter som proteinrik mat som fisk og vegetarretter. Substituttene er altså ikke-kjøttmat som typisk finnes på samme sted på tallerkenen. Som pålegg regnes alle andre pålegg som substitutter ettersom forbrukerne typisk er mindre bevisste på hvilken type pålegg de eventuelt erstatter kjøttpålegg med enn hva de kan erstatte kjøtt med på middagstallerkenen. Produktlinjen deles altså i to segmenter. Fordi substituttene til påleggssegmentet er så bredt definert er det vanskelig å se at det vil være noen generell trend i forholdet mellom pris og kvalitet i påleggssubstituttene. Følgelig er det mest naturlig å omtale utviklingen i substituttene i middagssegmentet.

PEST-analysen tar opp flere sosiokulturelle faktorer som kan styrke forbrukernes syn på forholdet mellom pris og kvalitet hos middagssubstituttene relativt til middagsproduktene i markedet. Den kanskje viktigste er vegetartrenden. Som det fremgår av PEST-analysen finnes det svært begrenset tallmateriale på hvor mange som faktisk er vegetarianere i Norge i dag, men mye tyder på at stadig flere, spesielt unge, velger bort kjøtt til fordel for andre

proteinkilder. Dette kan svekke etterspørselen etter kjøttindustriens produkter både direkte og indirekte. De som blir vegetarianere verdsetter vegetarprodukter høyere relativt til kjøtt hvilket reduserer den akkumulerte betalingsviljen for kjøttprodukter. Videre vil økningen i etterspørselen etter kjøttfrie produkter gi økt produksjon og større utvalg blant denne typen produkter. Det er sannsynlig at dette vil gi kundene en oppfatning av at forholdet mellom pris og kvalitet er forbedret for vegetarmat, hvilket tilsier at kundenes betalingsvilje for kjøttprodukter faller. Dette vil redusere verdiskapingen i kjøttindustrien.

I samme retning trekker etiske utfordringer for kjøttbransjen. Betydelige klimautslipp, økt sannsynlighet for kreft og kritikk mot dyrevelferd har skapt negativ oppmerksomhet rundt kjøttindustrien de senere årene (Dyrevernalliansen, 2018) (Nortura SA, 2018). Økende bevissthet rundt matetikk kan bidra til at flere ønsker å substituere seg over på andre typer matvarer, hvilket også vil bidra til å redusere verdiskapingen i kjøttindustrien.

Det andre forholdet som påvirker kundenes reservasjonspris for bransjens produkter er forholdet mellom pris og kvalitet på komplementer til markedets produkter. Typiske middagskomplementer vil være poteter, ris og pasta, mens det for pålegg vil være brød og smør. Det er vanskelig å identifisere komplementer til bransjens produkter som ikke også er komplementer til substituttene. Ettersom det også er vanskelig å vurdere hvorvidt forholdet mellom pris og kvalitet for disse vil utvikle seg i årene fremover er det ikke grunnlag for noen videre analyse av dette.

Det siste forholdet er kundenes inntektsnivå. Som drøftet i PEST-analysen er matvarebransjen i relativt liten grad påvirket av kjøpekraft og konjunkturer, og utviklingen i kundenes inntektsnivå bør ikke tillegges for mye vekt. Norges Banks meldinger om gode vekstutsikter i norsk økonomi vil nok likevel ha en viss positiv effekt på verdiskapingen i bransjen (Norges Bank, 2018).

Det er altså sannsynlig at økende fokus på lavere kjøttkonsum vil ha direkte påvirkning på kundenes reservasjonspris gjennom lavere etterspørsel etter kjøttprodukter, og indirekte påvirkning gjennom økt tilbud av vegetarprodukter som vil forbedre substituttenes forhold mellom kvalitet og pris.

Leverandørenes reservasjonspris

Verdiskapingen per enhet endrer seg også hvis leverandørenes reservasjonspris endrer seg. Leverandører defineres her som alle som leverer innsatsfaktorer til bransjen som analyseres, hvor innsatsfaktorer typisk er råvarer, arbeidskraft eller andre tjenester som bransjen forbruker (Lien m. fl., 2016). Her må det nødvendigvis gjøres en avgrensning etter hvilke leverandører som er av størst betydning. I 2017 utgjorde Norturas varekostnader 16,9 milliarder, personalkostnader 3,8 milliarder og andre driftskostnader 2,1 milliarder. Det er rimelig å anta at de samme kostnadspostene er dominerende også i resten av bransjen. Varekostnadene består i stor grad av dyr levert til slakt, og følgelig er bøndene bransjens viktigste leverandører.

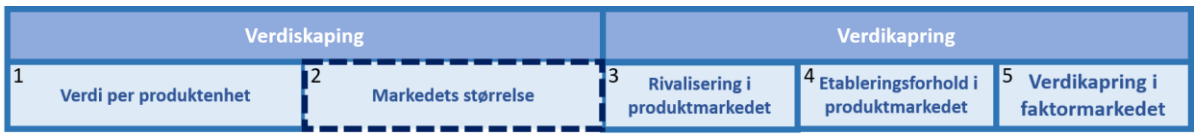
Den kanskje viktigste årsaken til at leverandørenes reservasjonspris endrer seg, er at de får bedre eller dårligere alternativer utenfor markedet (Lien m. fl., 2016). Følgelig blir spørsmålet hvorvidt bøndene har alternativer utenfor markedet, hvor gode disse er og hvorvidt de vil endre seg. Det er vanskelig å se at en kjøttproduserende bonde har alternativer utover å levere kjøtt til et norsk slakteri (som befinner seg innenfor markedet) dersom han ønsker å drive gården. Alternativene utenfor markedet består av å kvitte seg med dyrene, legge ned eller selge gården. Blant disse er det å kvitte seg med dyrene det eneste som er mulig på kort sikt. Dette er tilsynelatende et lite lønnsomt alternativ, hvilket taler for en lav reservasjonspris. På lenger sikt kan gården legges ned eller selges, hvilket åpner for å skifte yrke. Dette kan potensielt gi langt høyere reservasjonspris avhengig av alternativene bonden har i arbeidslivet. Følgelig kan det være rimelig å legge til grunn ulike reservasjonspriser avhengig av om det er kort eller lang sikt som legges til grunn. Ettersom det er vanskelig å se at disse alternativene vil endre seg betydelig de neste årene vil det nok heller ikke påvirke bransjens verdiskaping, og resonnementet over er nok mer interessant i teorien enn i praksis.

Norturas personalkostnader utgjorde 3,8 milliarder i 2017. Det er rimelig å anta at majoriteten av Norturas 5200 ansatte jobber med produksjon (Nortura SA, 2017d). På lenger sikt er det sannsynlig at automatisering og robotisering vil redusere behovet for arbeidskraft på fabrikkene og dermed presse ned arbeidstakernes reservasjonspris. Dette vil øke bransjens verdiskaping. På kortere sikt er det nok mer sannsynlig at utviklingen i arbeidstakernes reservasjonspris vil følge utviklingen i arbeidslivet ellers. Denne økningen vil nok være relativt beskjeden. Det er altså liten grunn til å tro at utvikling i arbeidstakernes

reservasjonspris vil ha betydelig innflytelse på verdiskapingen i bransjen de kommende årene.

Markedets størrelse

Figur 5.2.1.3: Markedets størrelse



Markedets størrelse er et produkt av antall kunder og antall enheter per kunde (Lien m. fl., 2016).

Antall kunder

Antall kunder kan endres som følge av befolkningsvekst, eller som følge av at kunder kapres eller avgis til substitutter til markedet (Lien m. fl., 2016). Befolkningsvekst er omtalt under PEST-analysen, og det er ifølge SSB sannsynlig at befolkningsutviklingen i fremtiden vil være relativt lik slik den er i dag. Befolkningsvekst innebærer at flere må ha mat, og isolert sett at antall kunder vil stige i fremtiden. Dette trekker altså i retning av økt verdiskaping i fremtiden.

Den andre faktoren som bestemmer utviklingen i antall kunder i markedet er hvorvidt markedet kaprer kunder fra eller avgir kunder til substituttene. I likhet med kundenes reservasjonspris avgjøres dette av hvorvidt kundene oppfatter at det er endringer i forholdet mellom pris og kvalitet mellom produktene i markedet og substituttene. Dersom forholdet mellom pris og kvalitet for produktene i markedet bedrer seg sammenlignet med substituttene, fører det altså ikke bare til økt verdiskaping per enhet, men også til flere kunder i markedet. Begge deler bidrar til å øke markedets verdiskaping (Lien m. fl., 2016). Under avsnittet om kundenes reservasjonspris ble det konkludert med at trender og økende bevissthet rundt mat og klima trolig vil bidra til at flere vil velge substitutter fremfor markedets produkter. Dette vil trolig føre til økt produksjon og utvalg av blant annet vegetarprodukter og bidra til å forbedre substituttenes forhold mellom pris og kvalitet. Følgelig er det sannsynlig at noen kunder vil forlate markedet i årene framover hvilket vil redusere verdiskapingen. Befolkningsvekst og substitusjon mot substitutter virker altså mot hverandre. Hvilken av kreftene som virker sterkest avgjør hvorvidt endringen i verdiskaping

i markedet blir positiv eller negativ. Siden substitusjon bort fra kjøtt så langt ikke har gitt negativ utvikling i kjøttkonsum per innbygger over tid (Animalia, 2017), er det kanskje mest rimelig at utviklingen i antall kunder er positiv også de nærmeste årene.

Antall enheter per kunde

Også antall enheter per kunde avgjøres av hvordan kundene vurderer forholdet mellom kvalitet og pris mellom markedets produkter og substituttene og hvorvidt de blir fattigere eller rikere (Lien m. fl., 2016). Det er tidligere konkludert med at substituttene i årene fremover trolig vil styrke sin posisjon noe sammenlignet med markedets produkter. Lønnsøkning hos forbrukerne vil trolig motvirke denne effekten, men i begrenset grad. Det er nok derfor mer sannsynlig at antall enheter per kunde vil synke enn stige i årene fremover, men det er usikkert hvor betydelig denne utviklingen vil være.

Delkonklusjon verdiskaping

Analysens viktigste funn er at kundenes vurdering av forholdet mellom kvalitet og pris mellom markedets produkter og substituttene forventes å utvikle seg negativt. Dette vil medføre både lavere verdiskaping per enhet og bidra til å redusere markedets størrelse. Markedets størrelse påvirkes imidlertid også av befolkningsvekst, og det anses som mest sannsynlig at markedets nettoutvikling vil være svakt positiv fordi befolkningsveksten har større effekt enn substitusjon bort fra kjøtt.

5.2.2 Verdikapring

Mens verdiskaping handler om hvilke alternativer kundene og leverandørene har utenfor markedet som analyseres, handler verdikapring om hvilke alternativer kundene og leverandørene har innenfor markedet. Med andre ord avhenger markedets verdikapring av hvor stor forhandlingsmakt markedets aktører har overfor sine kunder og leverandører.

Lønnsomhetstreet forklarer markedets verdikapring med forhandlingsmakten i henholdsvis produktmarkedet og faktormarkedet. Forhandlingsmakten i produktmarkedet bestemmes av markedets rivalisering og etableringsforhold, mens forhandlingsmakten i faktormarkedet bestemmes av rivalisering og etableringsforhold i faktormarkedet (Lien m. fl., 2016).

Rivalisering i produktmarkedet

Figur 5.2.2.1: Rivalisering i produktmarkedet

Rivalisering handler om aktørenes kamp for å vinne kunder. For å vurdere graden av rivalisering i kjøttindustrien vil produktdifferensiering, antall aktører og varianter i markedet, konsentrasjon i kundeleddet og kapasitetsforhold bli analysert (Lien m. fl., 2016). De følgende analysene er knyttet til konkurranseforholdene i leddet mellom kjøttbransjen og grossistene.

Produktdifferensiering

Produktdifferensiering handler om i hvilken grad kundene oppfatter produktene eller tjenestene som tilbys i markedet som like, og om kundene typisk foretrekker en aktør fremfor andre. Dersom produktene som tilbys oppfattes som like, innebærer det typisk hard konkurranse fordi en aktør kan vinne mange kunder ved å redusere prisen. Et marked med differensierte produkter vil derfor gi høyere lønnsomhet. Det skilles mellom to former for produktdifferensiering, horisontal og vertikal differensiering (Lien m. fl., 2016).

Horisontal differensiering er tilfellet når kundene har ulikt syn på hva kvalitet er (Lien m. fl., 2016). Ulikhetene i preferanser er altså basert på subjektive oppfatninger heller enn faktiske ulikheter i kvalitet. En slik differensiering bidrar typisk til svakere konkurranse fordi et priskutt i egne produkter gir færre nye kunder enn ellers fordi kundene uansett foretrekker andre produkter (Lien m. fl., 2016). Tilsvarende tapes færre kunder enn ellers dersom prisene heves. Spørsmålet blir følgelig i hvilken grad kjøttindustrien er horisontalt differensiert og hvordan dette vil utvikle seg i årene fremover. Gilde ble i 2017 kåret til Norges åttende sterkeste merkevare av YouGov, mens Tine ble nummer tre (Nortura SA, 2017). At to av Norges åtte sterkeste merkevarer er matvarer tilsier at forbrukerne er relativt bevisste rundt matmerkevarer. I samme retning trekker det at Nortura tjener klart bedre på salg av Gilde og Prior-produkter enn på å selge dagligvarekjedenes egne merkevarer[18]. Det

[18] Bekreftet i møte med Nortura 26/09-18

virker rimelig at mange kunder foretrekker en merkevare fremfor andre, selv om majoriteten av forbrukerne nok er såpass prisbevisste at homogene produkter ikke kan prises veldig ulikt før det billigste tar store markedsandeler. Det siste samsvarer med en rapport utarbeidet av Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning i 2012 som konkluderte med at kjøttpålegg, kjøttdeig og kyllingfilet hadde lav merkevarefordel sammenlignet med et bredt utvalg andre forbruksvarer (Rålm & Pettersen, 2011). Oppsummert virker det å være et visst rom for horisontal differensiering, men potensialet er nok begrenset for volumproduktene.

Hvorvidt denne differensieringen styrkes eller svekkes i årene som kommer vil ha betydning for lønnsomhetsutviklingen. Til fordel for at horisontal differensiering svekkes kan det anføres at dagligvarekjedene vil fortsette å forsøke å ha mest mulig egne merkevarer i butikkene. Dersom de fortsetter å lykkes med å presse ut kjøttindustriens egne merkevarer vil volumet av disse reduseres og etterhvert kanskje også interessen for merkevaren.

Vertikal differensiering er tilfellet når kunder har ulik betalingsvilje for kvalitet. Dersom alle kundene kjøper det ene produktet på bekostning av det andre dersom prisen er lik, er de vertikalt differensierte (Lien m. fl, 2016). Det altså tale om objektive forskjeller mellom produktene. I likhet med horisontal differensiering fører vertikal differensiering til høyere lønnsomhet fordi priskutt gir færre nye kunder enn det ville gjort i et udifferensiert marked. Dette reduserer insentivene til å sette prisene lavt og dermed svekkes rivaliseringen (Lien m. fl., 2016). Det finnes mange eksempler på vertikal differensiering i kjøttindustrien, også blant volumproduktene. Karbonadedeig er for eksempel objektivt sett et bedre produkt enn kjøttdeig. Det er imidlertid tvilsomt om slik differensiering har særlig effekt for volumprodukter fordi de ulike produktene tilbys av flere aktører og dermed i liten grad reduserer rivalisering mellom aktører.

Grilstad og Den Stolte Hane har de senere årene vært dem som har gjort det best i kjøttindustrien med sin satsing på nisjeprodukter av høy kvalitet. Dette tilsier at disse har lyktes med å differensiere seg vertikalt og dermed utsettes for priskonkurranse i mindre grad enn de andre aktørene i bransjen. For de noe mindre aktørene virker det altså å være gode muligheter for differensiering.

Til fordel for tiltakende vertikal differensiering i årene fremover kan det tenkes at Grilstads og Den Stolte Hanes gode prestasjoner gjør at flere aktører vil forsøke å differensiere sine

egne produkter vertikalt fremfor å etablere produkter som er like andre aktørers og konkurrere med disse på pris. I samme retning trekker det at mer bevisste forbrukere vil favorisere enkelte merkevarer på bekostning av andre dersom de lykkes med å skape et rykte for å være for eksempel klimavennlige eller bevisste på dyrevelferd. Dersom trenden til økende kundebevissthet fortsetter vil det altså bli flere måter å differensiere seg vertikalt på.

Oppsummert virker kjøttindustrien til en viss grad å være differensiert både horisontalt og vertikalt. Hvorvidt differensieringen i bransjen vil tilta eller avta i årene fremover er ikke klart, men egne merkevarers inntog tilsier at det nok er mer sannsynlig med redusert enn med økt differensiering.

Antall aktører og varianter i markedet

Konsentrasjonen i markedet påvirker dets evne til verdikapring. Som et utgangspunkt vil konkurransen i markedet være hardest dersom det finnes mange av både aktører og varianter. Blir det mange nok av dem kan profitten konkurreres bort uansett hvor differensierte aktørene er fordi avstanden mellom hvert produkt blir svært liten. Videre kan to aktører være nok til å konkurrere bort all profitt dersom produktene er helt identiske (Lien m. fl, Knudsen, & Baardsen, 2016).

Av delkapittel 2.4.3 fremgår det at det er identifisert totalt syv store aktører i bransjen. Det er imidlertid bare Nortura, Fatland og Nordfjord som videreforedler og selger brede produktlinjer med rødt kjøtt til grossistene. Til tross for at Nortura gjennom Gilde og Prior trolig er noe horisontalt differensiert, kan det se ut til at tre aktører de siste årene har vært nok til å konkurrere bort mye av profitten ved salg av volumprodukter av rødt kjøtt slik Lien m. fl. (2016) forklarer. At det kun er disse tre som trekkes frem her kan virke rart ettersom markedet er definert bredere i markedsavgrensningen, men Nortura, Fatland og Nordfjord er valgt her fordi det er påfallende at de tre største og kanskje likeste aktørene presterer på omtrent samme, relativt lave nivå.

Som nevnt er både et høyt antall konkurrenter og varianter negativt for lønnsomheten i markedet. Den generelle lønnsomheten i markedet i 2017 og trolig i 2018 er imidlertid så lav at det nok er lite sannsynlig med betydelige nyetableringer. Dersom lønnsomheten i bransjen forblir på dagens nivå er det nok mer sannsynlig at en aktør går konkurs. Hva antall varianter

angår vil nok aktørene alltid søke etter nye, lønnsomme produkter mens de vil legge ned ulønnsomme produkter. Dagens produktlinje må kunne karakteriseres som relativt bred, og selv om kjøttindustrien nok vil fortsette å søke etter nye produkter er det tvilsomt at den vil bli særlig bredere. Det er imidlertid naturlig å presisere at det, som det vil fremgå i de neste delkapitlene, er flere faktorer som kan forklare lønnsomheten i markedet, og at konkurranse mellom aktørene i kjøttindustrien ikke nødvendigvis er den viktigste forklaringen.

Konsentrasjon i kundeleddet

Konsentrasjon i kundeleddet handler om hvor mange kunder markedet har og hvor stor andel av kjøpene de står for. I et konsentrert kundeledd hvor hver kunde står for store deler av det totale kjøpsvolumet, blir hver kunde viktigere, hvilket styrker deres forhandlingsmakt. Norsk dagligvarehandel er dominert av NorgesGruppen, Coop og Rema 1000, og konsentrasjon i kundeleddet er derfor en sentral utfordring for alle leverandører i norsk matindustri (Lien m. fl., 2016).

Dette er også tilfellet for kjøttindustrien. Kjedene bruker sin markedsmakt til å presse sine innkjøpspriser nedover, noe som svekker lønnsomheten i kjøttindustrien. Dessuten forsøker de, som forklart under delkapittel 2.4.2, å selge sine egne merkevarer på bekostning av sine leverandørers merkevarer (Solem & Kleppe, 2016). Dette skaper problemer for aktørene i kjøttindustrien fordi lønnsomheten er langt lavere på denne typen produkter[19]. Norturas datterselskap Norfersk, som ble opprettet for å betjene NorgesGruppens kjeder Meny, Kiwi og Spar med egne merkevarer for storfe, småfe og svin, har akkumulerte underskudd på over 200 millioner mellom oppstarten i 2012 og 2018 (Solem, 2017) (Nortura SA, 2017d). Som det fremgår i delkapittel 2.4.2 vokste markedsandelene til kjedenes egne merkevarer jevnt fra 8,4 prosent i 2003 til 16,2 prosent i første kvartal 2018 (dette gjelder riktignok alle varetyper). Veksten er bekymringsverdig for hele leverandørleddet, spesielt dersom Norfersks svake resultater er representative for hva det er rimelig å tjene på produksjon av kjedenes egne merkevarer (Solem & Kleppe, 2016).

En annen trussel fra dagligvarekjedene er vertikal integrasjon. I kjøttindustriens tilfelle er faren at flere vil gjøre som Rema 1000 gjorde i 2010 da de kjøpte opp Norsk Kylling. Rema

[19] Bekreftet i møte 26/10-18

1000 annonserte da at kjøpet ble gjort for å øke konkurransen i markedet for hvitt kjøtt (Rema 1000, 2010). Slik integrasjon er en trussel for den eksisterende kjøttindustrien både fordi grossisten som integrerer vertikalt naturligvis vil foretrekke å kjøpe av sitt eget selskap og de eksisterende aktørene dermed mister en potensiell kjøper, men også fordi det øker konkurransen i markedet, reduserer markedsandeler og dermed presser ned prisene også ved salg til de resterende grossistene.

Hvordan kjøpermakten utvikler seg relativt til selgermakten og hvordan dagligvarekjedene posisjonerer seg i årene fremover er potensielt av stor betydning for kjøttindustrien. Ettersom egne merkevarer har økt sine markedsandeler hvert år mellom 2003 og 2018 tyder mye på at dagligvareaktørene har til hensikt å fortsette utviklingen. Nortura evnet i 2017 å selge en større andel av sine merkevarer sammenlignet med 2016 (Nortura SA, 2018), men ettersom andelen av dagligvarekjedenes egne merkevarer har økt i det samme tidsrommet (Nortura SA, 2017d) er det nok mer sannsynlig at dette tilfeldig svingning heller enn at trenden har snudd. Dette underbygges også av at veksten i egne merkevarer har vært raskere i flere andre land. I Danmark og Sverige er egne merkevarers markedsandel i gjennomsnitt rundt 25 prosent (Wifstad m. fl. 2018). På grunn av de tre nåværende aktørenes størrelse er det imidlertid lite som tyder på at dagligvarebransjen vil oppleve ytterligere konsolidering i årene fremover, og slik sett er det nok lite sannsynlig at kjedenes markedsmakt vil øke som følge av økt konsentrasjon. Med utviklingen siden 2003 tatt i betraktning er det nok likevel mer sannsynlig at andelen egne merkevarer i butikkene øker noe heller enn at kjøttindustrien evner å snu trenden.

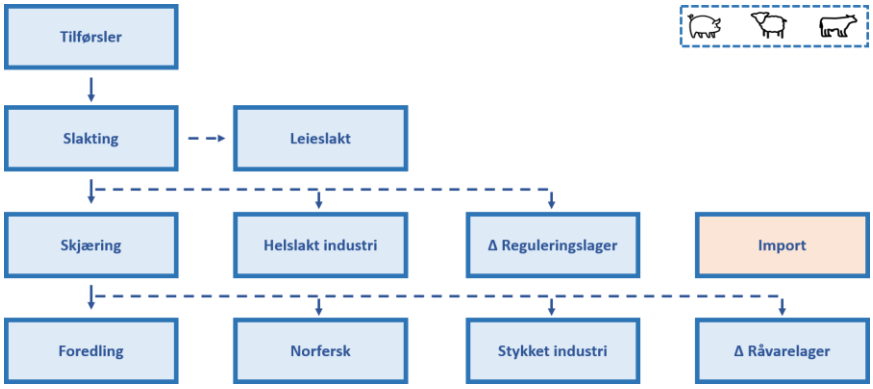
Det finnes ingen eksempler på vertikal integrasjon fra dagligvareaktørene siden Rema 1000 kjøpte Norsk Kylling i 2010. Det er følgelig vanskelig å se noen tegn til at dette vil bli en trend i årene som kommer, hvilket er positivt for de eksisterende aktørene i kjøttindustrien. Det ser altså ut til at kjøttindustrien har større grunn til å frykte kjedenes egne merkevarer enn vertikal integrasjon. Sterk vekst i lavpriskjedene (Ripegutu, 2018) tyder imidlertid på at dagligvareaktørene vil fortsette å presse sine leverandører like hardt som før.

De foregående drøftelsene tilsier at kundeleddet har større forhandlingsmakt enn kjøttindustrien. Skjevheten i markedsmakt kan fremstå som et paradoks ettersom kjøttindustrien også er relativt konsentrert. For rødt kjøtt finnes det i praksis bare tre aktører

(Nortura, Fatland og Nordfjord)[20] som leverer brede produktlinjer av volumprodukter, altså like mange aktører som i dagligvaremarkedet. Nortura har med rundt 50 prosent markedsandel i videreforedlingsleddet for hele kjøttindustrien større markedsandeler enn noen av aktørene har i dagligvaremarkedet (Nortura SA, 2017d). Dette tyder på at markedsandeler ikke nødvendigvis kan forklare markedsmakt mellom ulike deler av verdikjeden. Dette var også konklusjonen til Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning, som pekte på at det var aktørenes beste alternativer som var avgjørende for hvor stor markedsmakt enkelte aktør kan utøve (Rålm & Pettersen, 2011). Dersom aktørenes alternativer er forklaringen blir spørsmålet hvorfor dagligvareaktørene har bedre alternativer enn aktørene i kjøttindustrien når de er gjensidig avhengige av hverandre.

En potensiell forklaring kan være at Nortura har mottaks - og forsyningsplikt. Mottaksplikten innebærer at Nortura må ta imot alt som leveres, mens forsyningsplikten innebærer at foretaket plikter å forsyne uavhengige norske aktører til like vilkår (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Mottaksplikten fører til at Nortura på kort sikt ikke kan kontrollere hvor mye de mottar, hvilket er utfordrende ettersom foretaket må få avsetning for det de mottar. Bransjen er sammen ansvarlig for kjøttoverskuddet dersom Nortura legger det slaktede kjøttet på reguleringslager[21]. Dette innebærer at Norturas mottaksplikt er en utfordring for hele bransjen fordi alle aktørene har kostnader ved at kjøtt ikke blir omsatt. Norturas alternativer ved mottak av kjøtt er vist i figur 5.2.2.2.

Figur 5.2.2.2: Rivalisering i produktmarkedet[22]



[20] Basert på tall fra Proff Forvalt

[21] Informasjon fra Nortura fra møte 26/09-18

[22] Basert på informasjon fra møte med Nortura 26/09-18

På grunn av forsyningsplikten kan Nortura heller ikke nekte å forsyne en aktør på samme måte som en aktør kan nekte Nortura å forsyne dem. Dette begrenser Norturas forhandlingsmakt. I slike perioder må Nortura få avsetning for så mye kjøtt at foretaket kanskje ikke bare får dårlige priser selv, men på grunn av sin størrelse også sørger for dårlige priser for andre aktører. Dette tilsier at den tilsynelatende manglende forhandlingsmakten overfor kundene har sammenheng med bransjens påbud og kapasitetsforhold, og det er derfor naturlig å diskutere kapasitetsforholdene i kjøttindustrien.

Kapasitetsforhold

Kapasitetsutnyttelsen i et marked har betydning for verdikapringen. Full kapasitetsutnyttelse vil typisk øke markedets verdikapring. Bedriftene vinner ingen kunder på å senke prisene siden de ikke kan betjene flere, og de vinner heller ingen på å la være å øke prisene hvis andre aktører gjør det. Full kapasitetsutnyttelse vil derfor gi høyere priser. For markeder uten full kapasitetsutnyttelse er logikken omvendt, og her vil verdikapringen typisk være lavere (Lien m. fl., 2016).

De senere årene har det vært overskuddssituasjoner for både lam og svin (Nortura SA, 2017d), hvilket indikerer at bransjen har mulighet til å produsere mer enn det som etterspørres. Ettersom både produksjonsevnen og etterspørselen er ganske stabil, tyder dette på at det er overkapasitet i kjøttindustrien, noe som også underbygges av lav lønnsomhet for de største aktørene. I så fall innebærer det at det er overkapasitet både hos bøndene og hos aktørene i kjøttindustrien ettersom det ikke er mulig å produsere mer enn det svakeste leddet klarer. Ved overkapasitet vil bransjen enten produsere for mye eller ha manglende kapasitetsutnyttelse. Overproduksjon vil ha samme virkning som manglende kapasitetsutnyttelse ettersom aktørene da kjemper om kunder og avsetning for sine produkter ved å senke prisene. Hvis det legges til grunn at produksjonsevnen i kjøttindustrien og etterspørselen etter kjøttet er stabil, vil det i perioder uten overproduksjon være manglende kapasitetsutnyttelse siden det da produseres mindre enn maksimal produksjon. Dette innebærer at det til enhver tid enten er overproduksjon eller manglende kapasitetsutnyttelse for svin og lam. Begge deler gir insentiver til å sette ned prisen, enten for å selge ut overproduksjon eller for å vinne flere kunder og heve kapasitetsutnyttelsen. Bransjens overkapasitet gjør altså at dagligvarekjedene har bedre alternativer i forhandlingene enn aktørene i kjøttindustrien, hvilket naturligvis bidrar til å gjøre dem mer lønnsomme.

Effekten av manglende kapasitetsutnyttelse påvirkes i vesentlig grad av kostnadsstrukturen til bedriftene i markedet. I markeder der andelen faste kostnader er høy vil prisene typisk falle dypere enn der variable kostnader utgjør en stor andel. Årsaken til dette er at så lenge prisene ligger over de variable kostnadene vil bedriftene kjempe hardt om markedsandeler for å få bidrag til å dekke de faste kostnadene, hvilket typisk driver prisene nedover. Siden nivået på de variable kostnadene er den nedre grensen for hvor dypt prisene kan falle, vil en større andel variable kostnader bidra til å holde prisene oppe (Lien m. fl., 2016). Som det fremgår av den aktivitetsbaserte analysen, har de fleste aktørene slitt over tid, men det har ikke vært noen konkurser blant de større aktørene. Dette kan kanskje forklares med at variable eller delvis kostnader i form av varekostnader og delvis lønnskostnader utgjør en betydelig andel av kostnadene til Nortura, Fatland og Nordfjord[23]. Dette tilsier at det er begrenset hvor dypt prisene kan falle og dermed at alle overlever og at overkapasiteten opprettholdes.

Spørsmålet blir hvordan dette vil utvikle seg i årene som kommer. Med dagens svake lønnsomhet er det lite som tyder på at det vil bli betydelige nyetableringer, og dermed ytterligere overkapasitet. Det kan tenkes at noen av aktørene som i dag sliter med synkende marginer, markedsandeler og resultater kan gå konkurs i løpet av de kommende årene og slik redusere bransjens kapasitet. På den andre siden vil det i så tilfelle være billig for de andre aktørene i bransjen å overta denne kapasiteten, og det er dermed ikke åpenbart at bortfall av en aktør vil redusere kapasiteten i bransjen. Det er dermed vanskelig å si hva utfallet av en eventuell konkurs vil bli, men ettersom bransjen har levd mange år med lave marginer er det sannsynlig at de store aktørene vil overleve og at markedets kapasitetsforhold forblir omtrent på dagens nivå. I så fall vil overkapasiteten vedvare inntil etterspørselen eventuelt når nivået på dagens kapasitet. Ettersom analysen av de sosiokulturelle forholdene tilsier økt bevissthet rundt negative sider ved kjøttkonsum er det lite som tyder på rask vekst i markedet, og det er dermed vanskelig å se andre scenarier enn at overkapasiteten vil vedvare.

Delkonklusjon rivalisering i produktmarkedet

Noen aktører virker å ha lyktes godt med å differensiere seg de siste årene, men dette er nok relativt vanskelig for de største aktørene. Fremgangen til dagligvarekjedenes egne

[23] Basert på tall fra Proff Forvalt

merkevarer tilsier at utviklingen innen differensiering heller vil være negativ enn positiv i årene fremover. Videre virker kundeleddet å ha betydelig forhandlingsmakt. Dette har trolig sammenheng med Norturas mottaks- og forsyningsplikt, og at det er overkapasitet i bransjen. Det siste gir hard kamp om markedsandeler og dermed lave priser og marginer. Det anses som sannsynlig at både overkapasitet og Norturas plikter vil vedvare.

Etableringsforhold i produktmarkedet

Figur 5.2.2.3: Etableringsforhold i produktmarkedet

Markedets etableringsforhold er den andre faktoren som påvirker kunders forhandlingsmakt. Med etableringsforhold menes styrken og tilstedeværelsen av etableringsbarrierer i markedet. Dette er vesentlig for å forstå lønnsomheten i markedet fordi det er umulig å ha høy lønnsomhet og svak rivalisering dersom etableringsbarrierene er lave. Dette skyldes at et marked med høy lønnsomhet og lave etableringsbarrierer vil tiltrekke seg nye aktører som vil øke rivaliseringen og dermed forskyve verdikapringen i favør av kundene. Etableringsbarrierene avgjør derfor hvor lønnsomt markedet kan være på sikt. Et marked aldri kan bli mer lønnsomt enn etableringsbarrierene tillater. Det er vanlig å skille mellom strukturelle og strategiske etableringsbarrierer (Lien m. fl., 2016).

Strukturelle etableringsbarrierer

Strukturelle etableringsbarrierer er forholdsvis stabile egenskaper ved markedet som gjør det mindre attraktivt for nykommere enn for etablerte selskaper, men som ikke er skapt av noen aktører for å holde inntrengere ute. Det vil bli drøftet tre ulike strukturelle etableringsbarrierer; irreversible investeringer, skalafordeler og breddefordeler (Lien m. fl., 2016).

Irreversible investeringer

Irreversible investeringer er investeringer som en nyetablert aktør må foreta, og som aktøren ikke får igjen dersom bedriften forlater markedet. Dette vil typisk være investeringer i spesialtilpasset produksjonsutstyr og kompetanse uten alternativ anvendelse. Et viktig poeng

med irreversible investeringer som etableringsbarriere, er at aktørene som er i markedet fra før allerede har foretatt disse beslutningene mens eventuelle nykommere ikke har det. Dette skaper en asymmetri mellom de nye og de etablerte. Dersom de irreversible investeringene er store, kreves det høy profitt etter etablering for at etableringen skal være lønnsom, og risikoen ved etableringen er dermed høyere (Lien m. fl., 2016).

Spørsmålet blir følgelig hvilke irreversible investeringer som må til for å etablere seg som en stor aktør i kjøttindustrien. En etablering vil trolig kreve investeringer i spesialtilpassede lokaler og utstyr, oppbygging av kunde - og leverandørrelasjoner, logistikknettverk og merkevare. På den andre siden kreves det nok i mindre grad investeringer i FoU og opplæring av ansatte.

Det kan selvsagt tenkes at det er mulig å leie lokaler, noe som nødvendigvis vil redusere de irreversible investeringene. På den andre siden er det lite trolig at etablerte aktører ønsker å hjelpe andre aktører inn på markedet ved å leie dem sine egne lokaler. Ettersom det også har vært merkbar teknologisk utvikling (Toft, 2016) i utstyr og lignende de senere årene, er det tvilsomt at en ny aktør er kostnadseffektiv nok dersom den leier et eldre anlegg. Mye tyder dermed på at det må gjøres betydelige investeringer i anleggsmidler for å være konkurransedyktig. Det understrekes at ikke nødvendigvis hele investeringen i anleggsmidler er irreversibel. Den irreversible delen av investeringen er differansen mellom totalkostnaden ved investeringen og verdien ved beste anvendelse utenfor kjøttindustrien (Lien m. fl., 2016). Denne differansen kan imidlertid være betydelig.

Videre må en ny aktør skaffe både leverandører og kunder. En ny aktør fremstår typisk som en mer usikker samarbeidspartner, og det er sannsynlig at bønder ønsker seg bedre betalt dersom de skal bytte. I den andre enden av verdikjeden er det ikke utenkelig at grossistene vil tilby en ny aktør bedre priser i en overgangsperiode for å skape større konkurranse i kjøttindustrien på sikt. Det må også bygges opp et fungerende logistikknettverk, noe det trolig vil være betydelige kostnader forbundet med.

Det er også mye som tyder på at det er hensiktsmessig å investere i sin egen merkevare. Grilstad og Den Stolte Hane er de som for tiden gjør det best, trolig fordi de har lyktes med å ta en merpris for sin egen merkevare. Samtidig har som nevnt Norfersk slitt tungt som leverandør av egne merkevarer (Solem, 2017). Fatland har imidlertid ikke noen egen

merkevare og leverer omtrent de samme marginene som Nortura. Det er altså mulig å klare seg uten egen merkevare, men det er liten tvil om at aktøren har bedre muligheter for å oppnå god lønnsomhet dersom den har en egen merkevare.

Skalafordeler

Skalafordeler oppstår når gjennomsnittskostnaden ved å produsere en vare eller tjeneste blir lavere jo flere enheter som produseres av varen eller tjenesten. Det minste antallet det lønner seg å produsere, kalles minste effektive skala. Skalafordeler er egnet til å skape etableringshindre på to måter. Den første er at minste effektive skala er stor i forhold til markedsstørrelsen, slik at en nyetablering vil føre til lave priser og lav lønnsomhet for nye aktører. Den andre er at gjennomsnittskostnaden ved å produsere mindre enn minste effektive skala er betydelig høyere enn ved å produsere minste effektive skala, slik at nyetablerte har en stor kostnadsulempe før de når minste effektive skala (Lien m. fl., 2016).

Som et utgangspunkt er det naturlig at det eksisterer visse skalafordeler i bransjen. Det vil for eksempel være mer lønnsomt å investere i ny teknologi og slik redusere driftskostnader dersom produksjonsvolumet er stort. Videre er det nærliggende at det er skalafordeler ved administrasjonskostnader og andre støttefunksjoner. På den andre siden er det forhold ved bransjen som trolig begrenser omfanget av skalafordelene. Det er begrensninger på hvor langt dyr kan fraktes før slakt og store reiseavstander er uheldig for fersk mat. Siden bøndene er spredt over store deler av landet må også slakterier og fabrikker spres, noe som begrenser skalafordelene. Nortura har for eksempel 33 produksjonssteder (Nortura SA, u.d.), noe som kan forklare at foretaket tilsynelatende ikke har kostnadsfordeler sammenlignet med sine mindre konkurrenter. Fraværet av kostnadsfordeler hos Nortura tilsier også at minste effektive skala ikke er spesielt høy. Det er altså mye som tyder på at skalafordeler er et mindre viktig etableringshinder enn irreversible investeringer.

Breddefordeler

Breddefordeler oppstår når gjennomsnittskostnaden ved å produsere blir lavere etterhvert som produktlinjen blir bredere. Denne typen fordeler oppstår når en bedrift kan fordele ressurser som merkevarenavn, distribusjonsnett, produksjons - og logistikkfasiliteter på ulike varianter. Dersom det er ledig kapasitet i disse ressursene, vil kostnaden ved å produsere én ny variant være lavere for en etablert aktør enn for en ny aktør. En ny aktør blir derfor nødt

til å produsere mer enn bare én variant for å oppnå samme gjennomsnittskostnad som en etablert aktør med breddefordeler (Lien m. fl., 2016).

Alle de store aktørene produserer flere varianter og oppnår dermed breddefordeler. Dette gjelder kanskje spesielt Nortura, Fatland og Nordfjord som leverer relativt brede produktlinjer. Siden nye aktører må gjøre betydelige, typisk irreversible, investeringer for å oppnå lignende breddefordeler og typisk vil oppleve store økonomiske tap mens bredden i produktlinjen bygges opp, er det nærliggende at dette gir opphav til et etableringshinder.

Strategiske etableringsbarrierer

Strategiske etableringsbarrierer er handlinger etablerte aktører foretar med det formål å redusere en inntrengers forventede profitt ved eller etter etablering. Siden strategiske etableringsbarrierer typisk har en kostnad ved seg må bedriften vurdere hvorvidt de er lønnsomme å implementere. For at en strategisk etableringsbarriere er hensiktsmessig, må to vilkår være oppfylt; den etablerte bedriften må ha høyere profitt med enn uten etablering og handlingene de etablerte gjør må endre den potensielle inntrengerens forventninger til lønnsomheten etter etablering. De strategiske barrierene som vil bli vurdert er etablering av overkapasitet og nisjefylling (Lien m. fl., 2016).

Etablering av overkapasitet

Poenget med å investere i overkapasitet er å sende et troverdig signal til potensielle inntrengere om at det vil bli hard priskrig dersom de etablerer seg. Dersom de etablerte aktørene opererer på full kapasitet har de uansett ingen insentiver til å senke prisene, men hvis kapasiteten er større enn markedet vil bedrifter ha insentiver til å konkurrere hardt dersom en priskrig bryter ut. Det er imidlertid viktig at investeringen i overkapasitet er irreversibel slik at trusselen om priskrig er troverdig (Lien m. fl., 2016). I avsnittet «Kapasitetsutnyttelse» ble det konkludert med at kapasiteten i kjøttindustrien er større enn etterspørselen etter kjøttprodukter. Det foreligger altså overkapasitet. Dette innebærer at de eksisterende aktørene, tilsynelatende utilsiktet, har skapt en strategisk etableringsbarriere ettersom potensielle inntrengere kan vente seg svært hard konkurranse fra de eksisterende aktørene.

Nisjefylling

Nisjefylling innebærer at etablerte bedrifter tilbyr flere varianter enn det som egentlig er rasjonelt for å hindre at nisjer blir store nok til at de vil være lønnsomme for potensielle inntrengere. En slik strategi medfører naturligvis kostnader, men konkurranse med andre aktørers produkter er typisk langt hardere enn konkurransen mellom egne produkter (Lien m. fl., 2016). Denne strategien virker å være benyttet av for eksempel Nortura og Nordfjord som har et bredt utvalg ulike påleggsskinker. Det er sannsynlig at disse aktørene ville hatt større lønnsomhet ved en enklere produktlinje i skinkesegmentet, men ved å fylle nisjer reduseres risikoen for at en ny aktør lykkes i en nisje og deretter tar markedsandeler ved å bevege seg til andre nisjer.

Delkonklusjon etableringsforhold

Det har de senere årene kommet flere nye aktører i kjøttindustrien[24], men majoriteten av de nye aktørene er så små at de ikke regnes som konkurrenter av interesse. Samtlige identifiserte aktører innen rødt kjøtt er etablert før 1980, mens kyllingaktørene er noe yngre. Konkurranselandskapet er altså forholdsvis stabilt. Dette kan trolig forklares av at etableringsbarrierene er så betydelige at lønnsomheten etter etablering ikke anses som høy nok til at det er lønnsomt å etablere seg.

Verdikapring i faktormarkedet

Figur 5.2.2.4: Verdikapring i faktormarkedet

Det fremgikk i delkapittel 5.2.1 at Norturas viktigste innsatsfaktor er råvarer og deretter arbeidskraft. Varekostnadene er imidlertid langt høyere enn personalkostnadene, og det er dermed rimelig å vektlegge dem tyngst i analysen. Selv om varekostnadene ikke i sin helhet består av kjøtt fra bønder, utgjør kjøttet en høy andel av varekostnadene tilknyttet Norturas kjernevirksomhet og det er dermed rimelig å ta utgangspunkt i dette markedet for å analysere

[24] Basert på Proff Forvalt

forhandlingsmakten tilknyttet varekostnader. Det vil også gjøres en analyse av forhandlingsmakten i arbeidsmarkedet.

Råvaremarkedet

Markedskreftene som virker i produktmarkedet og som er en forutsetning for at lønnsomhetstreet er hensiktsmessig å bruke, virker ikke i samme grad i råvaremarkedet. Som forklart i delkapittel 2.3.1 fastsettes prisene i denne delen av verdikjeden av Nortura eller i jordbruksavtalen med den hensikt å balansere markedet. Prisene som settes i råvaremarkedet er altså i større grad resultater av markedsbalanse og politikk enn av forhandlingsmakt mellom faktorprodusentene og aktørene i markedet. Ettersom det fremgikk av PEST-analysen at det er sterk politisk vilje for å bevare norsk landbruk i dagens form, er det nok sannsynlig at prisene vil settes slik også i årene fremover. Følgelig er det lite hensiktsmessig å benytte lønnsomhetstreet til å analysere konkurranseforholdene i varemarkedet. Dette innebærer imidlertid ikke at markedets verdikapring er uavhengig av råvaremarkedet, og det er derfor rimelig å resonnere litt rundt råvaremarkedets påvirkningsevne.

Nortura er som forklart i delkapittel 2.3 prissetter i markedet, hvilket tilsier at foretaket har betydelig markedsmakt. Ettersom Nortura har som oppgave å balansere markedet (Landbruks - og matdepartementet, 2015) og sørge for at deres egne eiere (leverandørene) får rimelig betalt for kjøttet de selger (Nortura SA, 2017), kan imidlertid ikke markedsmakten brukes til å sette lavest mulig pris til leverandørene. Norturas markedsmakt er altså begrenset også i det viktigste faktormarkedet ettersom evnen til å styre prisene ikke kan benyttes i foretakets beste interesse. Dette innebærer imidlertid ikke at Nortura er forhindret fra å handle delvis i egen interesse. I sin delårsrapport for andre tertial skriver Nortura at prisene til leverandørene vil settes ned på grunn av de svake resultatene i 2017 og 2018. Dette tilsier at Nortura kan styre prisene til leverandørene etter foretakets finansielle situasjon, og at dette hensynet dersom det er nødvendig kan overstyre de andre målsettingene ved prissettingen. Prisfallet begrenses imidlertid av at bøndene trolig vil søke seg mot andre aktører eller legge ned dersom prisene til Nortura faller for dypt. Konklusjonen er likevel at Nortura har forhandlingsmakt av betydning i råvaremarkedet, og at denne delvis kan brukes til å kapre verdier fra leverandørene i fremtiden. Dette vil ha særlig betydning i årene fremover dersom resultatene forblir svake ettersom muligheten for å påvirke egne marginer tilsynelatende er større i dette markedet enn i produktmarkedet.

Det bemerkes at målsettingen om å balansere markedet er sammenfallende med målsettingen om å ivareta Norturas økonomiske situasjon dersom Norturas økonomiske problemer er et resultat av overproduksjon. I begge tilfeller vil Nortura sette ned prisene til leverandørene, hvilket vil redusere tilbudet av kjøtt og forbedre Norturas marginer. Prissettingen påvirkes også av markedskrefter ettersom prisene uansett ikke kan settes for lavt på grunn av konkurrentene, men andre hensyn ved prissettingen anses som mer betydningsfulle, og det fastholdes derfor at det ikke er grunnlag for å analysere varekostnadene ved hjelp av lønnsomhetstreet.

Markedet for arbeidskraft

Markedet for arbeidskraft er ikke regulert på lik linje med prisene til leverandørene, og kunne slik sett vært analysert ved hjelp av lønnsomhetstreet. Dette vil imidlertid ikke gjøres ettersom arbeidskraft ikke anses å passe særlig godt inn i rammeverket, og fordi betydningen av eventuelle endringer i denne kostnadsposten ikke vurderes som betydningsfulle nok til at dette er hensiktsmessig. Det er likevel naturlig å drøfte hvorvidt Nortura kan kapre verdier også i dette markedet. Som et utgangspunkt er det rimelig at Norturas ansatte følger den generelle lønnsutviklingen. Nortura har imidlertid annonsert at lønningene skal reduseres (Nortura SA, 2018), hvilket innebærer at Nortura vil forsøke å kapre verdier fra de ansatte. Siden det trolig er vanskelig å redusere lønn til de ansatte er det kanskje mest sannsynlig med en nominell stagnasjon og realnedgang. Det er sannsynlig at en kortere nominell stagnasjon og realnedgang, ikke vil påvirke tilbudet av arbeidskraft betydelig. Muligheten for verdikapring fra de ansatte begrenses imidlertid av de ansattes mulighet for å bytte arbeidsgiver. Det er nok derfor et begrenset potensial i slike lønnskutt. På lenger sikt er det sannsynlig at teknologisk fremgang vil redusere etterspørselen etter arbeidskraft, hvilket også vil redusere de ansattes reservasjonspris. Dette gir økte muligheter for verdikapring, særlig siden en betydelig andel av Norturas virksomhet er lite kunnskapsintensiv og dermed lettere kan erstattes. Konklusjonen er at Nortura trolig har muligheter til å kapre verdier i markedet for arbeidskraft, men at potensialet på kort sikt er begrenset. På lenger sikt er det trolig større ettersom teknologisk utvikling vil redusere behovet for arbeidskraft og dermed arbeidskraftens reservasjonspris.

5.2.3 Konklusjon konkurranseanalyse

Oppsummert forventes en svak økning i bransjens verdiskaping i årene som kommer. Dette begrunnes med at effekten av befolkningsvekst forventes å overstige effekten av synkende reservasjonspris blant kundene. Kundenes synkende reservasjonspris skyldes endrede forbrukertrender.

Hva angår verdikapring, fører overkapasitet i markedet og et konsentrert kundeledd til relativt hard rivalisering. Enkelte aktører har imidlertid lyktes med å differensiere seg, og disse presterer godt. Det anses som lite sannsynlig at endringer i produktdifferensiering vil gjøre betydelige utslag i markedets verdikapring. Den kanskje største trusselen mot markedets lønnsomhet er veksten i dagligvarekjedenes egne merkevarer som er egnet til å redusere markedets verdikapring betydelig.

Videre virker det å foreligge betydelige etableringsbarrierer, primært i form av potensielle nykommeres behov for irreversible investeringer. Dette innebærer at markedet kan være i stand til å øke sin verdikapring dersom enkelte aktører går konkurs, overkapasiteten reduseres eller forsvinner og konkurransen svekkes. Sannsynligheten for et slikt scenario begrenses imidlertid av de eksisterende aktørenes muligheter for å kjøpe denne kapasiteten billig. I så tilfelle vil overkapasiteten opprettholdes. Det mest sannsynlige scenariet regnes derfor å være at konkurransen mellom aktørene i markedet forblir omtrent på dagens nivå, men at vekst i egne merkevarer vil føre til en svekkelse av markedets verdikapring i produktmarkedet.

I faktormarkedet forventes det det økt verdikapring for bransjen. Dette skyldes at Nortura har høy forhandlingsmakt i dette markedet, og trolig vil utnytte denne dersom foretaket presterer dårlig. Dette vil påvirke prisene også for de andre aktørene. På lengre sikt forventes det også økt verdikapring fra arbeidskraftmarkedet ettersom teknologisk utvikling vil presse ned arbeidstakernes reservasjonspris.

Intern analyse

5.3 Aktivitetsbasert analyse

Det vil gjennomføres to interne analyser, aktivitetsbasert analyse og ressursbasert analyse. Aktivitetsbasert analyse legger til grunn at det er aktivitetene bedriften utfører som kan gi opphav til konkurransefortrinn, fordi noen kombinasjoner av aktiviteter rett og slett er bedre enn andre. Ressursbasert analyse tar utgangspunkt i at konkurransefortrinn skapes av samlede konkurransedyktige ressurser (Lien m. fl., 2016). Martin (2015) mener at det ressursbaserte synet har stor oppslutning i litteraturen, men at aktivitetsbasert analyse er mer brukt i praksis. De to teoriene må imidlertid ses på som komplementære ettersom konkurransefortrinn kan skapes av både ressurser, aktiviteter og en kombinasjon av dem (Martin, 2015).

I følge aktivitetsbasert teori kan et konkurransefortrinn skapes på to måter. Den første måten innebærer å utføre de samme aktivitetene som konkurrentene, men på en bedre måte. Fortrinnet oppstår da fordi bedriften er operasjonelt effektiv. Dette konkurransefortrinnet vil imidlertid ikke være varig fordi konkurrenter på sikt vil utjevne fordelen. Den andre måten å skape et fortrinn på er å utføre andre aktiviteter enn konkurrentene. Fortrinnet oppstår da som følge av bedriftens strategiske posisjonering (Lien m. fl., 2016). Ved riktig strategisk posisjonering er det mulig å skape et varig konkurransefortrinn. Porter (1996) uttrykker bekymring for at stort fokus på operasjonell effektivitet har drevet oppmerksomheten bort fra det som virkelig skaper forskjeller, nemlig strategisk posisjonering. Som Porter foreslår vil det fokuseres mest på strategisk posisjonering, men først vil likevel Norturas operasjonelle effektivitet analyseres for å vurdere om det foreligger en midlertidig konkurransefordel.

5.3.1 Operasjonell effektivitet

Forskjeller i operasjonell effektivitet er en viktig kilde til lønnsomhetsvariasjoner, siden det direkte påvirker kostnadsposisjonen og betalingsviljen som skapes relativt til bedriftens konkurrenter (Lien m. fl., 2016). For å analysere Norturas effektivitet studeres kostnadsartene i prosent av omsetningen gjennom såkalt common size-analyse (figur 5.3.1.1). Siden en common size-analyse av Nortura alene ikke sier noe om foretakets

operasjonelle effektivitet, vil Nortura sammenlignes med konkurrentene for å få referansepunkter. Om Nortura har lavere kostnader enn sine konkurrenter vil dette være en indikator på at Nortura følger en strategi for kostnadslederskap. Dette omtales ytterligere under strategisk posisjonering. Det presiseres at resultatene ved å sammenligne selskapene på konsernnivå, slik det gjøres i denne oppgaven, kan være påvirket av at selskapene utfører forskjellige aktiviteter. Følgelig må resultatene tillegges et visst forbehold, ettersom det er usikkerhetsfaktorer knyttet til både aktivitetssett og regnskapsføring.

Lønnskostnader

Lønnskostnader kan si noe om operasjonell effektivitet når de sees i forhold til omsetningen fordi det gir en indikasjon på hvor mye Nortura får ut av hver lønnskrone. Det er oppsiktsvekkende at Nortura ligger betydelig over bransjegjennomsnittet og har lønnskostnader nesten ni prosent høyere enn sin nærmeste konkurrent Fatland. Noe av forklaringen kan være at Norturas aktivitetssett trolig er det mest omfattende i bransjen. I tillegg til kjernevirksomheten driver Nortura med livdyromsetning, rådgivning, finansieringstjenester for tilknyttede bønder, demokrati- og markedsutviklingsaktiviteter, markedsregulering og produktutvikling[25]. Disse tjenestene driver trolig mye lønnskostnader relativt til andre kostnader og kan bidra til å forklare hvorfor Nortura relativt sett har høyere lønnskostnader enn de fleste av sine konkurrenter.

Tabell 5.3.1.1: Common size-analyse av lønnskostnader[26]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nortura	17,9 %	17,8 %	16,4 %	16,1 %	15,5 %	16,2 %
Gjennomsnitt konkurrenter	12,3 %	13,0 %	12,7 %	12,4 %	12,5 %	12,7 %
Fatland	8,9 %	9,5 %	8,8 %	7,7 %	7,3 %	7,3 %
Nordfjord	7,2 %	7,3 %	7,2 %	7,5 %	8,4 %	9,0 %
Furuseth	10,3 %	10,5 %	9,9 %	9,9 %	9,5 %	9,9 %
Grilstad	17,2 %	18,4 %	18,2 %	18,5 %	18,1 %	18,2 %
Den Stolte Hane	13,0 %	12,7 %	16,8 %	15,4 %	11,2 %	10,8 %
Norsk Kylling	17,4 %	19,9 %	15,3 %	15,6 %	20,2 %	20,9 %

Forskjellen mellom Nortura og Fatland er likevel vanskelig å forklare ettersom også Fatland tilbyr rådgivningstjenester, finansieringsløsninger og livdyromsetning til sine leverandører.

[25] Informasjon tilsendt fra Nortura over mail

[26] Basert på tall hentet fra Proff Forvalt

Videre er det rimelig å anta at det er skalafordeler i administrasjonen for en større aktør, noe som isolert sett taler for lavere relative lønnskostnader i Nortura.

En annen potensiell forklaring er at forskjellene skyldes regnskapsmessige forhold. Innleid arbeidskraft kan for eksempel føres som lønnskostnader i et foretak og andre driftskostnader i et annet. Ettersom det er lite sannsynlig at innleid arbeidskraft er en dominerende lønnsdriver i bransjen og at Nortura er den eneste som ikke benytter det eller fører det som personalkostnader, er det imidlertid vanskelig å se at dette kan forklare en stor del av differansen.

Oppsummert er det flere forhold som kan bidra til å forklare Norturas høye lønnskostnader, men ettersom foretaket også burde ha stordriftsfordeler, flere av aktivitetene ikke er unike for Nortura og foretakets lønnskostnader primært bør relatere seg til kjernevirksomheten er det nærliggende å konkludere med at lønnskostnadene virker høye. Dette underbygges av at Nortura tidligere i år annonserte at foretaket er inne i en omfattende prosess for å redusere lønnskostnader og øke lønnsomheten (Tevedal, 2018).

Varekostnader

Et annet mål på operasjonell effektivitet er varekostnader som andel av omsetning. Varekostnader er bransjens klart største kostnadspost, og Nortura ligger nært bransjegjennomsnittet for denne kostnadsposten. En betydelig andel av Norturas varekostnader skyldes andre kostnader enn råvarekjøp fra bønder, og det er dermed ikke nødvendigvis slik at common size-analysen reflekterer prisene hvert enkelt foretak betaler til bøndene.

Tabell 5.3.1.2: Common size-analyse av varekostnader[27]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nortura	66,7 %	67,4 %	69,2 %	70,0 %	71,2 %	71,9 %
Gjennomsnitt konkurrenter	69,9 %	69,7 %	71,6 %	70,1 %	70,2 %	70,5 %
Fatland	77,7 %	77,2 %	78,6 %	79,3 %	80,1 %	82,2 %
Nordfjord	73,9 %	73,8 %	77,1 %	77,7 %	77,4 %	77,3 %
Furuseth	76,3 %	76,0 %	75,5 %	79,1 %	78,3 %	78,1 %
Grilstad	65,7 %	63,6 %	65,1 %	60,3 %	59,6 %	59,1 %
Den Stolte Hane	65,5 %	61,5 %	56,1 %	62,0 %	68,1 %	66,8 %
Norsk Kylling	60,0 %	66,2 %	77,0 %	62,5 %	57,6 %	59,3 %

[27] Basert på tall hentet fra Proff Forvalt

Det bemerkes likevel at Norturas relative varekostnader er betydelig lavere enn Fatland og Nordfjord sine. Forskjellene kan kanskje forklares fra et bruttofortjenesteperspektiv. Både Nordfjord og Fatland har i langt større grad enn Nortura produksjon av dagligvarekjedenes egne merkevarer. Slike produkter har typisk lavere marginer, hvilket gir høyere varekostnader i forhold til omsetningen. En annen forklaring på Fatlands høye varekostnader er deres raske vekst. Høyere priser kan potensielt være benyttet som et virkemiddel for å tiltrekke seg leverandører.

Avslutningsvis poengteres det at det er vanskelig å se noen klar sammenheng mellom hvilke aktiviteter de ulike aktørene utfører og størrelsen på lønnskostnader og varekostnader når alle aktørene inkluderes.

Andre driftskostnader

For fullstendighetens skyld analyseres også bransjens siste store kostnadspost; andre driftskostnader. Det fremgår av tabell 5.3.1.3 at det bare er Fatland som relativt har lavere andre driftskostnader enn Nortura i 2017. Ettersom de tre selskapene som relativt har lavest andre driftskostnader har relativt høye varekostnader er det nærliggende å reise spørsmålet om regnskapsmessige forhold kan ha betydning.

Tabell 5.3.1.3: Common size-analyse av andre driftskostnader[28]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nortura	10,8 %	10,9 %	9,9 %	9,4 %	8,5 %	8,8 %
Gjennomsnitt konkurrenter	11,3 %	12,8 %	12,5 %	12,3 %	11,1 %	11,9 %
Fatland	10,6 %	9,6 %	9,9 %	9,5 %	9,3 %	7,9 %
Nordfjord	7,6 %	8,4 %	8,7 %	7,9 %	8,7 %	9,5 %
Furuseth	10,3 %	10,3 %	9,4 %	9,8 %	9,6 %	10,4 %
Grilstad	13,6 %	14,3 %	13,4 %	12,4 %	12,9 %	13,2 %
Den Stolte Hane	8,3 %	13,6 %	15,7 %	16,2 %	12,6 %	12,4 %
Norsk Kylling	17,1 %	20,9 %	17,9 %	17,8 %	13,8 %	17,8 %

Lønns-, vare og andre driftskostnader akkumulert

For å vise et mer overordnet bilde av operasjonell effektivitet akkumuleres de tre kostnadspostene i forhold til omsetningen. Det skiller lite mellom de store integrerte

[28] Basert på tall hentet fra Proff Forvalt

aktørene, Nortura og Fatland, mens mindre aktører som Grilstad, Den Stolte Hane og Nordfjord historisk har vært mer effektive. Dette er tilfellet til tross for at Nordfjord og Grilstad i mindre grad er vertikalt integrerte, hvilket isolert sett taler for lavere marginer og effektivitet. Det kan ikke utelukkes at Norturas høye kostnader skyldes at deres aktivitetssett avviker fra konkurrentenes, men funnene i analysen av lønnkostandene indikerer også at det rom for forbedring av operasjonell effektivitet på dette området.

Tabell 5.3.1.4: Common size-analyse sammenfattet[29]

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nortura	95,4 %	96,1 %	95,6 %	95,5 %	95,2 %	96,9 %
Gjennomsnitt konkurrenter	93,5 %	95,6 %	96,8 %	94,8 %	93,8 %	95,0 %
Fatland	97,2 %	96,3 %	97,4 %	96,4 %	96,7 %	97,4 %
Nordfjord	88,7 %	89,4 %	92,9 %	93,0 %	94,5 %	95,8 %
Furuseth	97,0 %	96,9 %	94,9 %	98,8 %	97,4 %	98,4 %
Grilstad	96,5 %	96,3 %	96,7 %	91,2 %	90,6 %	90,6 %
Den Stolte Hane	86,8 %	87,8 %	88,5 %	93,6 %	91,9 %	90,0 %
Norsk Kylling	94,6 %	107,0 %	110,2 %	95,9 %	91,6 %	98,0 %

5.3.2 Strategisk posisjonering

Som nevnt i innledningen handler strategisk posisjonering om å utføre andre aktiviteter enn konkurrentene (Lien m. fl., 2016). I følge Porter (1980) kan den strategiske posisjoneringen gi opphav til differensiering og kostnadslederskap. Det siste anses å ligge nært operasjonell effektivitet, som er diskutert i kapittel 5.3.1. Dette delkapittelet vil derfor handle om Norturas differensieringsstrategi.

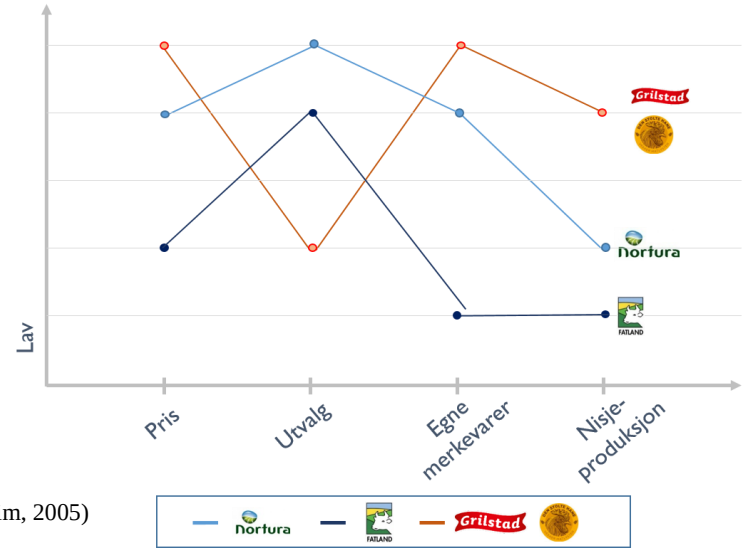
En differensieringsstrategi har som målsetning å øke kundens betalingsvilje gjennom å tilby en annen miks av konkurransefaktorer enn konkurrentene. “Strategilerretet” er et egnet utgangspunkt for å analysere strategisk posisjonering. Rammeverket er hentet fra Blue Ocean Strategy (Kim m. fl., 2005). Verktøyet er egnet fordi det gir et utgangspunkt for systematisk analyse av Norturas strategiske posisjon sammenlignet med konkurrentenes. I det følgende vil det forklares på hvilke områder kjøtt- og videreforedlingsbransjen konkurrerer, og hvordan Nortura og noen av deres fremste konkurrenter er posisjonert på de ulike konkurranseområdene.

[29] Basert på tall hentet fra proff Forvalt

Siden mange produkter som produseres av kjøtt- og videreforedlingsaktørene er relativt homogene, er det vanskelig å komme utenom at pris er en viktig konkurransefaktor. Andre identifiserte konkurransefaktorer med betydning for kundene er utvalg (bredde i produktlinjen), nisjeprodukter (varer innen mindre, bestemte segmenter) og egne merkevarer (som signaliserer kvalitet).

Figur 5.3.2.1 viser strategilerretet for kjøtt- og videreforedlingsindustrien, med Nortura, Fatland, Den Stolte Hane og Grilstad som utvalgte aktører. Den vannrette aksen viser hvilke faktorer bransjen konkurrerer på. Den vertikale aksen viser tilbudet kjøtt- og videreforedlingsaktørene har til forbrukerne. Verdikurven viser hvordan hver bedrift er vurdert på de ulike konkurransefaktorene.

Figur 5.3.2.1: Strategilerretet



Kilde rammeverk: (Kim, 2005)

Nortura scorer høyt på tre av fire områder i strategilerret. Foretaket har en lignende profil som Fatland, men ligger høyere på samtlige områder. Sammenlignet med Fatland forsøker altså Nortura å differensiere seg horisontalt ved å tilby sine egne merkevarer, et større utvalg og enkelte nisjeprodukter. Norturas driftsmargin er imidlertid omtrent som Nordfjords og Fatlands, hvilket tyder på at Nortura enten ikke evner å differensiere seg i tilstrekkelig grad eller at fordelen fra den strategiske posisjoneringen oppveies av manglende operasjonell effektivitet.

I figuren er også Grilstad og Den Stolte Hane inkludert for å vise aktører som i større grad enn Nortura er differensiert. Det poengteres at disse aktørene er langt mindre enn Nortura, og

at en volumaktør som Nortura ikke kan differensiere seg i samme grad som mindre aktører. Av tabell 3.4.3 fremgår det at Grilstad og Den Stolte Hanes rentabiliteter er langt bedre enn rentabiliteten til Nortura, Fatland og Nordfjord. Dette tilsier at det er mulig å lykkes med å differensiere seg og at dette er noe kundene har betalingsvilje for, men at Nortura ikke lykkes i tilstrekkelig grad og dermed leverer marginer på samme nivå som udifferensierte selskaper.

Samvirkespesifikke aktiviteter

Nortura tilbyr sine medlemmer rådgivningstjenester, livdyromsetning, medlemsbutikker, finansieringsløsninger, tjenester knyttet til privat slakt og medlemsdemokrati[30]. Enkelte av aktivitetene er særegne for Nortura, og direkte resultat av at Nortura er et samvirkeforetak. Andre aktiviteter som rådgivningstjenester og livdyromsetning tilbys også til en viss grad av konkurrentene. Oppgavens hypotese er at disse aktivitetene, siden de tilbys i liten eller ingen grad av konkurrentene, er lite lønnsomme for foretakets isolert sett. De tilbys derfor fordi de skaper verdi for medlemmene. Dette vil diskuteres i kapittel elleve.

5.4 Ressursbasert analyse

Ressursbasert analyse, først diskutert av Wernerfelt (1984) og Barney (1986) (1991), legger til grunn at hvorvidt en virksomhet har en konkurransefordel eller ikke er basert på samlede konkurransedyktige ressurser (Lien m. fl., 2016). Ved å bruke VRIO-rammeverket, kan koblingen mellom ressurser og resultater analyseres på en systematisk måte (Barney, 1991).

[30] Informasjon fra mailutveklsing med Nortura

5.4.1 VRIO-rammerverket

I det følgende vil VRIO-rammeverket presenteres og brukes til å analysere Nortura sine ressurser og kapabiliteter.

Verdifull

Det første kriteriet en ressurs må oppfylle for å kunne gi opphav til et konkurransefortrinn er at den må være verdifull. For at en ressurs skal være verdifull må den ha stor effekt på bedriftens kostnader, kundenes betalingsvilje eller begge deler (Lien m. fl., 2016).

Sjelden

Det andre kriteriet som må være til stede for å ha en konkurransefordel er sjeldenhet. En sjelden ressurs eller kapabilitet er så lite utbredt blant konkurrentene at den kan skape et konkurransefortrinn (Lien m. fl., 2016).

Ikke-imiterbar

For at ressursen skal være ikke-imiterbar må den være vanskelig eller svært kostbar å utvikle for konkurrentene. I følge Lien m. fl. (2016) er det enklere å imitere ressurser som kan kjøpes, enn dem som ikke kan det. Noen ressurser, som patenter og unike lokasjoner, kan være umulig å imitere. Lojalitet til en merkevare, kundetilfredshet og godt rykte er vanskelig, men ikke umulig å imitere. Stordriftsfordeler kan imiteres, men det vil ofte være kostbart.

Organisert (Ikke substituerbar)

Hvorvidt en ressurs er organisert handler om i hvilken grad konkurrentene kan erstatte den med andre ressurser som er like gode eller bedre. Dersom en ressurs er verdifull og sjelden, men imiterbar eller ikke organisert, vil et eventuelt konkurransefortrinn kun være midlertidig (Lien m. fl., 2016). For at et fortrinn skal være varig må ressursen altså være beskyttet også mot imitasjon og substitusjon.

Tilhengerne av det norske SVIMA-rammeverket legger i tillegg til de nevnte forholdene vekt på om ressursen er mobilisert og approprierbar. Med mobilisert menes at det i tillegg er behov for en strategi som utnytter ressursen effektivt og at ikke andre ressurser utjevner

fortrinnet. Med approprierbar menes at verdien av ressursen må tilfalle bedriften og ikke andre interessenter (Lien m. fl., 2016).

5.4.2 VRIO-analyse av Nortura

Tabell 5.4.2.1: VRIO-analyse

Ressurs / kapabilitet	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å imitere	Organisert	Konkurranseutfall	Implikasjoner for prestasjon
Merkevaren Gilde	JA	JA	JA	JA	Potensiell konkurransefordel	Over gjennomsnittlig avkastning
Merkevaren Prior	JA	NEI	JA	JA	Paritet	Gjennomsnittlig avkastning
Stordriftsfordeler	JA	JA	JA	JA	Potensiell konkurransefordel	Gjennomsnittlig til høy avkastning
Leverandørtilknytning	NEI	JA	JA	JA	Trivielt fortrinn	Gjennomsnittlig avkastning
Kundelojalitet	NEI	JA	JA	JA	Trivielt fortrinn	Gjennomsnittlig avkastning
Vertikal integrasjon	JA	NEI	JA	JA	Paritet	Gjennomsnittlig avkastning
Horisontal bredde	NEI	JA	JA	JA	Trivielt fortrinn	Gjennomsnittlig avkastning

Kilde: (Lien m. fl., 2016)

I tabell 5.4.2.1 vises en VRIO-analyse med syv av de mest fremtredende ressursene/kapabilitetene i Nortura. YouGov sin merkevareundersøkelse viser at Gilde er blant landets aller sterkeste merkevarer, hvilket tilsier at den er egnet til å øke kundenes betalingsvilje og dermed kan karakteriseres som verdifull (Nortura SA, 2017). Siden ingen av Norturas konkurrenter har merkevarer som er nevnt i undersøkelsen, er det også rimelig å konkludere med at ressursen er sjelden. Det er også vanskelig å se at den er imiterbar eller substituerbar, hvert fall på kort sikt.

Merkevaren Gilde oppfyller altså tilsynelatende alle kriteriene for å gi opphav til en konkurransefordel, noe som i utgangspunktet skal føre til høyere avkastning enn gjennomsnittet for Nortura. Siden bare en andel av inntektene til Nortura kommer fra Gilde, og Nortura kan ha andre konkurranseulemper, er ikke besittelse av en konkurransefordel ensbetydende med høyere avkastning enn bransjen. Det kan også argumenteres for at merkevaren Prior gir opphav til en konkurransefordel. Ettersom denne merkevaren scorer lavere på merkevareundersøkelser enn Gilde (Kantar TNS, 2017) (Nortura SA, 2017) og konkurrenten Den Stolte Hane presterer langt bedre enn Nortura er det ikke åpenbart at merkenavnet Prior gir opphav til noen konkurransefordel.

Videre burde forholdene, Norturas størrelse relativt til konkurrentene tatt i betraktning, ligge til rette for stordriftsfordeler. Schroeder (1992) mener at nettopp stordriftsfordeler er en viktig årsak til at samvirkemodellen brukes. Stordriftsfordeler vil typisk gi opphav til kostnadsfortrinn sammenlignet med konkurrentene grunnet lavere enhetskostnader ved innkjøp og bredere fordeling av administrative kostnader og markedsføringskostnader (Nasjonal digital læringsarena, 2017). Som det fremgår av analysen av operasjonell effektivitet i delkapittel 5.3.1 har Nortura tilsynelatende ingen kostnadsfordel sammenlignet med konkurrentene sine. På grunn av Norturas relative størrelse er det rimelig å konkludere med at foretaket likevel har en potensiell konkurransefordel, men at det ikke evner å utnytte den eller at den utjevnes av eventuelle kostnadsulemper.

Både leverandørtilknytning og kundelojalitet burde i utgangspunktet kunne skape konkurransefortrinn. Nortura er et samvirkeforetak og er dermed eid av sine egne leverandører. Dette innebærer at det er trivielt for eierne om de får avkastning gjennom høyere priser eller gjennom utbyttelignende utbetalinger. Følgelig kan Nortura betale høyere priser enn det som egentlig er nødvendig, og leverandørtilknytningen blir slik sett en konkurranseulempe fremfor en fordel.

Nortura er vertikalt integrert (tilstede flere steder i verdikjeden) og ingen norske aktører produserer like mange kjøttyper (storfe, småfe, svin, fjærfe)[31]. Dette kan i utgangspunktet gi opphav til en konkurransefordel, ettersom det kan medføre kostnadsfordeler eller høyere marginer siden prisene mellom leddene i verdikjeden ikke er gjenstand for interessekonflikter. På den andre siden er flere aktører i bransjen vertikalt integrert, hvilket tilsier at Norturas tilstedeværelse flere steder i verdikjeden ikke er sjeldent nok til å gi opphav til et konkurransefortrinn.

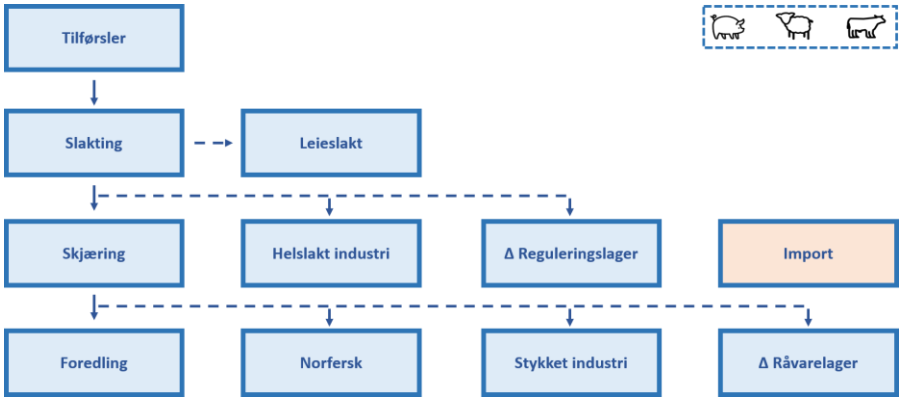
Som diskutert i konkurranseanalysen i delkapittel 5.2.2 kan et bredt produktspekter gi opphav til en kostnadsfordel fordi det da er flere produkter som kan være med å dekke virksomhetens faste kostnader. Det er imidlertid ikke tegn til noen åpenbare kostnadsfordeler, og det er dermed sannsynlig at også dette fortrinnet utlignes fordi det ikke er sjeldent nok eller fordi det i seg selv er lite verdifullt.

[31] Basert på gjennomgang av bransjens selskaper i Proff Forvalt

Mottaksplikt- og forsyningsplikt som konkurranseulemper

På samme måte som en ressurs kan gi opphav til en konkurransefordel, kan en påbud eller et forbud gi opphav til en konkurranseulempe. I dette tilfellet virker Nortura å ha en konkurranseulempe som følge av sin posisjon som markedsregulator. Nortura har i likhet med markedsregulatorene Tine og Felleskjøpet mottaks – og forsyningsplikt i sin bransje. Mottaksplikten innebærer at Nortura plikter å kjøpe de norskproduserte varene de har markedsreguleringsansvar for til de vilkår som gjelder på den tid og sted varen leveres. Forsyningsplikten innebærer at markedsregulator under gitte forhold har plikt til å forsyne uavhengige aktører med norske råvarer til like vilkår (Landbruks - og matdepartementet, 2015).

Figur 5.4.2: VRIO-analyse[32]



Mottaks- og forsyningsplikten ble drøftet kort i konkurranseanalysen i delkapittel 5.2.2. Det ble der pekt på at mottaksplikten rammer hele bransjen fordi alle aktørene sammen er ansvarlige for reguleringslageret Nortura kan legge overskuddsslaktet på (se figur 5.4.2). Slik sett representerer ikke nødvendigvis mottaksplikten en konkurranseulempe sammenlignet med andre aktører i bransjen, men den kan likevel påvirke Norturas lønnsomhet ettersom Nortura blir medansvarlig for overproduksjonen. Siden denne analysen handler om Nortura sammenlignet med konkurrentene, er ikke mottaksplikten en konkurranseulempe for Nortura.

Dette er ikke nødvendigvis analogt for forsyningsplikten. I konkurranseanalysen i delkapittel 5.2.2 ble det pekt på Nortura plikt om å forsyne en aktør til samme vilkår som en annen kan

[32] Basert på informasjon fra møte med Nortura 26/09-18

skape utfordringer i forhandlinger med grossistene. Denne restriksjonen har imidlertid bare direkte konsekvenser for Nortura, og rammer i utgangspunktet ikke bransjen som helhet slik som mottaksplikten. Det kan tenkes at den vil få indirekte konsekvenser for bransjen dersom Norturas priser presses som følge av forsyningsplikten, og markedsprisene dermed faller. Dette er imidlertid ikke et åpenbart utfall, og det er dermed rimelig å konkludere med at forsyningsplikten er en konkurranseulempe for Nortura relativt til resten av bransjen.

De to interne analysene oppsummeres sammen i SWOT-analysen i delkapittel 5.5.

5.4.3 Konklusjon interne analyser

I den aktivitetsbaserte analysen fremgikk det at Norturas varekostnader er relativt lave og kunne gitt grunnlag for en kostnadslederrolle, men at den potensielle fordelen utjevnes av tilsvarende høye personalkostnader. Samlet sett er Norturas driftsmargin på nivå med de andre volumaktørene, men lavere enn noen av nisjeaktørene. Videre indikerte analysen at Nortura forsøker å følge en differensieringsstrategi ved å tilby kundene sine egne merkevarer. Foretaket presterer imidlertid ikke bedre enn sine konkurrenter, hvilket tilsier at det enten ikke lykkes med å differensiere seg eller at fordelen som skapes ved differensieringsstrategien motvirkes av manglende operasjonell effektivitet. Av ressursanalysen fremgikk det at Nortura har potensielle konkurransefordeler med ledende merkevarer og stordriftsfordeler, men ettersom den aktivtetsbaserte analysen viste at Nortura ikke har en kostnadsfordel, virker ikke foretaket å klare å utnytte sine potensielle stordriftsfordeler. Oppsummert virker Nortura å ha flere forutsetninger for å skape konkurransefortrinn og en tilhørende selskapsfordel, men historisk har de ikke lyktes med å utnytte det.

5.5 SWOT - analyse av strategisk risiko

For å vurdere Norturas strategiske risiko kan interne styrker og svakheter, og eksterne trusler og muligheter sammenfattes i en SWOT-analyse (Johnson m. fl., 2017).

Styrker

Norturas merkevarer er vanskelige å kopiere og gjør at foretaket kan ta høyere priser for varene sine enn de andre store aktørene i bransjen. Det er lite trolig at andre aktører vil kunne bygge opp lignende merkevarer både på kort og lang sikt.

Svakheter

Den aktivitetsbaserte analysen tilsier at Norturas operasjonelle effektivitet er relativt svak ettersom foretaket ikke evner å utnytte sine potensielle stordriftsfordeler. Personalkostnadene er svært høye sammenlignet med sammenlignbare aktører, hvilket tilsier manglende evne til å rasjonalisere og utnytte ny teknologi.

Det fremgår av strategilerretet at Nortura i større grad forsøker å differensiere seg enn sine fremste konkurrenter, men at mindre aktører som for eksempel Grilstad er enda tydeligere differensiert. Grilstad leverer også langt bedre driftsmarginer, hvilket indikerer at Nortura enten ikke lykkes med sin differensieringsstrategi eller at gevinsten av differensieringen bortfaller på grunn av manglende operasjonell effektivitet.

Mottaksplikten og forsyningsplikten er identifisert som strategiske ulemper. Førstnevnte innebærer at Nortura er pliktig å ta imot alt kjøtt som leveres fra medlemmene, mens forsyningsplikten innebærer at foretaket plikter å forsyne uavhengige norske aktører med råvarer til like vilkår (Landbruks - og matdepartementet, 2015). Dette innebærer at Nortura blir skadelidende ved overproduksjon fordi foretaket da har for mye kjøtt som må omsettes. Samtidig skaper forsyningsplikten utfordringer for forhandlinger med grossistene, ettersom Nortura ikke kan nekte å forsyne en grossist på samme måte som grossisten kan nekte å forsyne dem.

Muligheter

Flere av de identifiserte «megatrendene» (Nortura SA, 2018) representerer muligheter for Nortura. Mens tilliten til utenlandske matprodusenter faller, blir mat som er kortreist, etisk,

miljøvennlig og økologisk stadig mer populær. Disse trendene kan potensielt påvirke etterspørselen etter Norturas produkter positivt ettersom Norturas produkter er norskprodusert og kortreist. Det er også ventet økt etterspørsel etter hvitt kjøtt[33], og Norturas tilstedeværelse og merkevare i dette segmentet representerer en mulighet. Videre vil fremtidig befolkningsøkning (Statistisk sentralbyrå, 2018) påvirke kjøttkonsumet positivt, og trolig være den primære driveren i etterspørselen etter kjøtt.

Dersom marginene blir liggende på dagens nivå er det mulig at en av Norturas konkurrenter vil gå konkurs. Siden lønnsomheten i bransjen er lav og det dessuten er betydelige etableringshindre, vil bortfallet av en aktør føre til redusert kapasitet dersom ingen av de eksisterende aktørene kjøper den ledige kapasiteten. Dersom Nortura selv velger å kjøpe eventuell ledig kapasitet kan det bidra til økte markedsandeler og økt markedsmakt.

Trusler

Den strategiske analysen har vist at bransjen står overfor flere trusler som kan få stor betydning for bransjens lønnsomhet i årene som kommer.

Selv om enkelte av «megatrendene», som nevnt i forrige avsnitt, kan påvirke kjøttkonsumet i positiv retning, er det rimelig at nettoeffekten av disse trendene er negativ. Redusert kjøttforbruk oppfattes som sunt, og trender knyttet til etikk, miljø og bærekraft ventes å påvirke kjøttkonsumet i negativ retning ettersom kjøttproduksjon er forbundet med betydelige klimautslipp. «Megatrenden» nøkternhet kan bidra til at flere forbrukere skifter forbruket mot butikkenes egne merkevarer, en trussel som forsterkes av dagligvareaktørenes satsing på økt andel egne merkevarer i butikkene. Denne trenden er i motsetning til de foregående ikke ventet å redusere kjøttforbruket, men den er en trussel mot Norturas merkevarer og kan redusere marginene ytterligere. Til sammen fører trendene knyttet til sunnhet, bærekraft og nøkternhet til at det har blitt populært å spise lite eller ikke noe kjøtt (Dalseng, 2017).

Blant mindre umiddelbare trusler er politisk risiko og vertikal integrasjon fra dagligvarebransjen. Kjøttbransjen fremstår som relativt trygg i dagens politiske landskap,

[33] Informasjon fra møte med Nortura 26/09-18

men dersom internasjonalt press for åpnere grenser på lenger sikt får gjennomslag vil det ha stor betydning for norsk kjøttproduksjon. Rema 1000 integrerte vertikalt i 2010 ved å kjøpe opp Norsk Kylling AS (Rema 1000, 2010), men siden den gang har ingen av dagligvareaktørene gjort noe lignende. Den lave lønnsomheten i bransjen i dag tilsier at vertikal integrasjon er mindre sannsynlig, men på lenger sikt kan det ikke utelukkes at dette vil skje igjen.

Oppsummering av SWOT-analyse

Det kan være nyttig å se den eksterne analysen av muligheter og trusler i sammenheng med den interne analysen av styrker og svakheter for å få et helhetlig bilde av implikasjonene de har for Nortura. Disse implikasjonene er sammenfattet i tabell 5.5.1. Matrisen viser muligheter og trusler for kjøttbransjen (eksterne forhold), og hvordan Nortura vil påvirkes av disse (interne forhold).

Tabell 5.5.1: Oppsummering av SWOT-analyse

Interne forhold \ Eksterne forhold	Muligheter	Trusler
Styrker	Norturas størrelse og posisjon i markedet gjør at foretaket har potensial til å bli en kostnadsleder	Norturas sterke merkevarer trues av dagligvarekjedenes egne merkevarer
Svakheter	Norturas lave og fallende omsetningsandel innen hvitt kjøtt gjør at en ventet etterspørselsøkning i dette segmentet har en begrenset oppside for foretaket	Norturas tunge eksponering mot rødt kjøtt gjør foretaket sårbart mot en ventet negativ etterspørselsutvikling etter denne typen kjøtt

5.5.1 Konklusjon strategisk analyse

Konkurranseanalysen i delkapittel 5.2 tilsier at bransjen per dags dato har en bransjeulempe. Det er imidlertid sannsynlig at overkapasitet og tilhørende hard rivalisering ikke har vært like tydelig gjennom hele analyseperioden ettersom rentabilitetene i tabell 3.4.3 er bedre tidligere i perioden. Det legges derfor til grunn en nøytral bransjefordel historisk, selv om bransjen per dags dato har en ulempe. Av de interne analysene ble det avdekket at Nortura i liten grad har lyktes med å differensiere seg og er lite operasjonelt effektivt. Det konkluderes derfor med en svak historisk selskapsulempe for Nortura.

Negativ påvirkning fra sosiokulturelle «megatrender», betydelig fremgang i dagligvarekjedenes egne merkevarer og begrensede muligheter for å redusere overkapasitet tilsier at bransjeulempen som har oppstått de siste to årene vil vedvare. På den andre siden er lite sannsynlig at bransjen vil ha like lave marginer som i dag på lang sikt. Dersom den lave lønnsomheten vedvarer vil noen aktører forsvinne eller konsolideres, og lønnsomheten vil heves noe. Synkende etterspørsel og begrensede muligheter for å selge sine egne merkevarer tilsier likevel at aktører kun unntaksvis vil lykkes med å levere høy rentabilitet fremover i tid og det legges til grunn en svak bransjeulempe i fremtiden.

Basert på Norturas uttalelser og et tilsynelatende behov for kostnadskutt, er det sannsynlig at foretaket vil fokusere betydelig på operasjonell effektivitet i årene fremover og dermed utjevne kostnadsulempen. Samtidig rammes foretaket hardere enn flere av sine konkurrenter av dagligvarekjedenes egne merkevarer fordi mange allerede produserer kjedenes egne merkevarer. Det forventes imidlertid at kostnadsutviklingen vil ha størst effekt, og det legges derfor til grunn en nøytral selskapsfordel i fremtiden. Dette er i tråd med Nissim & Penman (2001) sitt «mean reversion»-teorem. De viktigste momentene i den strategiske analysen er oppsummert i tabell 5.5.1.1.

Tabell 5.5.1.1: Oppsummering strategisk analyse

	Historisk (2008-2018T)	Framtidsutsikter
Bransjefordel / ulempe	**Nøytral** Høy konsentrasjon i kundeleddet gjennom hele perioden, og overkapasitet de siste par årene. Historisk har dette blitt utjevnet av betydelig differensiering, begrenset konkurranse og tidvis svært god lønnsomhet i enkelte segmenter	**Svak ulempe** Redusert etterspørsel etter kjøtt og økte markedsandeler for dagligvarekjedenes egne merkevarer vil trolig påvirke lønnsomheten negativt
Selskapsfordel / ulempe	**Svak lempe** Nortura har tilsynelatende hatt en kostnadsulempe gjennom perioden. Dette har hatt større betydning enn foretakets sterke merkevarer	**Nøytral** I henhold til uttalelser og behov for kostnadskutt er det sannsynlig at Nortura vil utligne kostnadsulempen på sikt
= Strategisk fordel	**Svak ulempe**	**Svak ulempe**

Konklusjonen om at Nortura vil ha en strategisk ulempe innebærer at det forventes at foretaket i fremtiden vil levere rentabilitet lavere enn avkastningskravet. Dette vil diskuteres ytterligere i kapittel ni.

6. Regnskapsanalyse

Sammen med den strategiske analysen danner regnskapsanalysen grunnlaget for prognostisering av fremtidsregnskapet. Dette er formålet med regnskapsanalysen. Mens den strategiske analysen tar for seg trusler og muligheter for Nortura i årene fremover og dermed er prospektiv, tar regnskapsanalysen utgangspunkt i historiske regnskapstall og er retrospektiv. Slik sett kan det anføres at den er mindre relevant for fremtidsregnskapet. På den andre siden danner historiske resultater og bedriftens eiendeler og forpliktelser en historisk plattform for analysen (Kaldestad & Møller, 2016). En slik plattform er nyttig som et utgangspunkt for fremtidsregnskapet, spesielt ettersom Nortura som et modent selskap er relativt stabilt fra år til år og fjoråret dermed kan ha betydelig prediksjonsverdi for året etter.

Figur 6.1: Rammeverk for regnskapsanalyse

Slik figur 6.1 viser består regnskapsanalysen i korte trekk av å omarbeide de rapporterte årsregnskapene til analytiske årsregnskap. Disse vil deretter benyttes til kredittanalyse og lønnsomhetsanalyse av Nortura. Siden lønnsomhetsanalysen også forutsetter kjennskap til historiske avkastningskrav vil disse beregnes før lønnsomhetsanalysen gjennomføres.

6.1 Praktiske analysevalg

Analysenivå

Valg av analysenivå innebærer å bestemme hvorvidt Nortura bør analyseres samlet eller om hvert enkelt forretningsområde bør analyseres for seg. I delkapittel 4.3 ble fundamental analyse valgt som hovedteknikk for verdsettelsen. Det kunne vært hensiktsmessig å analysere hvert enkelt forretningsområde (dyreart) for seg, og dette er i teorien mulig med fundamental verdsettelse. Det er imidlertid ikke regnskapstall tilgjengelig for hvert enkelt forretningsområde ettersom Nortura ikke er pliktig å drive med segmentrapportering, og foretaket verdsettes derfor samlet. Norturas konsernregnskap vil legges til grunn for analysen

ettersom dette er en konsolidert fremstilling av morforetaket og dets datterforetak, og dermed gir det beste bildet av konsernet som helhet.

Analyseperiode

Valg av analyseperiode innebærer å bestemme lengden på den eksplisitte prognoseperioden. Det er nærliggende å vurdere hvorvidt selskapet som analyseres har vært stabilt eller endret seg de foregående årene. Dersom det har vært stabilt kan det være hensiktsmessig å benytte en lang analyseperiode ettersom denne kan gi god innsikt i underliggende økonomiske forhold. Dersom selskapet er ustabilt er det mer nærliggende å velge en kortere analyseperiode fordi det vil være vanskelig å lage en representativ prognose langt fram i tid for et ustabilt selskap. Videre er det også ønskelig at den eksplisitte perioden skal dekke perioden frem til virksomheten når en stabil vekstfase (Kaldestad & Møller, 2016).

Nortura har siden fusjonen mellom Gilde og Prior i 2006 drevet med de samme forretningsområdene som i dag. Det har hatt en forholdsvis jevn vekst i omsetningen, og det er rimelig å kalle det et stabilt foretak. Dette trekker i retning av en forholdsvis lang prognoseperiode ettersom det er bedre muligheter for å predikere fremtiden for Nortura enn en mer ustabil virksomhet. En lengre prognoseperiode muliggjør også å implementere forventede endringer i virksomheten på en rimelig måte. De viktigste endringene er at Nortura forventes å rasjonalisere driften, det forventes ytterligere vekst i markedsandelen til dagligvarekjedenes egne merkevarer og kjøttkonsumet per innbygger forventes å stagnere og kanskje også synke. Det er sannsynlig at mye av potensialet i disse endringene vil gjøre seg gjeldende de neste ti årene, og en prognoseperiode på ti år gjør at disse kan implementeres i prognosen før den stabile vekstfasen starter.

Argumentene for en lang prognoseperiode kan her synes motstridende ettersom både virksomhetens stabilitet og dens forventede endringer brukes som argumenter for en lang prognoseperiode. Det er imidlertid forskjeller mellom en virksomhet med stabil, historisk utvikling og forutsigbare endringer i årene fremover og en virksomhet med historisk ustabil utvikling. Endringene i førstnevnte foretak skjer i gitte komponenter i prognosen, mens for sistnevnte er nærmest alle poster vanskelige å predikere. Ettersom Norturas fremtid kan predikeres på bakgrunn av historien justert for forventede endringer, velges en lang analyseperiode på ti år.

Utarbeidelse av bransjeregnskap

Det er hensiktsmessig å sammenligne Nortura med komparative selskaper for å bedre kunne vurdere foretakets strategiske risiko og lønnsomhet. Til dette formålet vil det utarbeides et bransjeregnskap som inkluderer alle selskapene som er vurdert som konkurrenter i delkapittel 2.4.3. Det finnes langt flere selskaper i bransjen som kunne vært inkludert i et slikt regnskap, men ettersom disse er mange og relativt små i forhold til Nortura vil de ekskluderes av hensyn til omfanget av utarbeidelsen av bransjeregnskapet. Ettersom de ekskluderte selskapene er langt mindre enn Nortura er det også diskutabelt hvor sammenlignbare disse egentlig er, og det er slik sett rimelig å utelate dem.

Videre må det vurderes hvorvidt det er hensiktsmessig å inkludere Nortura selv i bransjeregnskapet. Det kan anføres at Nortura er en så dominerende aktør i bransjen at det å sammenligne Nortura med bransjeregnskapet i praksis innebærer å sammenligne Nortura med seg selv. På den andre siden er hensikten å sammenligne med bransjegjennomsnittet, som naturligvis vil være misvisende om Nortura ikke inkluderes. Ettersom bransjen ville vært svært annerledes hvis Nortura ikke var en del av den, blir det mest nærliggende å inkludere Nortura i bransjeregnskapet. Bransjeregnskapet vil inneholde oppstillinger av resultat, balanse og kontantstrøm.

6.2 Presentasjon av rapporterte årsregnskap

I det følgende vises Norturas rapporterte årsregnskap fra 2008 til 2017. Regnskapstall fra tredje tertial 2017 vil brukes til å estimere tredje tertial for 2018, men siden dette ikke er regnskap som er offisielt rapportert vil ikke dette året vises før i det analytiske regnskapet. Nortura rapporterer etter god regnskapsskikk (GRS) og regnskapsloven til tross for at foretaket har noterte obligasjonslån som i utgangspunktet tilsier at IFRS er påkrevd[34]. Siden obligasjonslånene er notert på Alternative Bond Market (ABM) er det likevel ikke påkrevd å føre regnskap etter IFRS (Nortura AS, 2017d).

[34] Regnskapsloven §3-9

Rapportert resultatregnskap

Tabell 6.2.1: Rapportert resultatregnskap 2008-2017

Resultatregnskap (tall i 1000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekt	14 815 946	15 286 721	15 303 884	15 925 696	16 376 014	17 612 281	19 223 623	19 575 995	20 565 203	21 048 482
Dagligvare, storhusholdning, KBS og industrisalg	*12 559 807*	*12 818 088*	*12 764 382*	*13 120 294*	*13 551 373*	*13 849 288*	*14 929 797*	*15 191 201*	*16 053 081*	*16 133 610*
Eksport	*476 213*	*494 947*	*360 583*	*437 232*	*482 167*	*436 773*	*466 629*	*440 164*	*475 801*	*652 026*
Internasjonal handel			*376 196*	*617 546*	*889 420*	*1 437 904*	*1 747 619*	*1 709 073*	*1 670 770*	*1 915 177*
Øvrige områder	*1 779 926*	*1 973 686*	*1 802 724*	*1 750 624*	*1 453 054*	*1 888 316*	*2 079 578*	*2 235 557*	*2 365 551*	*2 347 670*
Annen driftsinntekt	1 948 853	2 077 562	2 014 773	2 207 647	2 801 239	3 009 287	2 770 474	2 642 319	2 587 471	2 496 241
Gevinst ved salg av anleggsmidler			*35 355*	*190 748*	*9 334*	*1 971*	*66 679*	*474*	*646*	*6 701*
Offentlige tilskudd			*16 713*	*13 813*	*15 928*	*19 418*	*28 087*	*18 032*	*11 337*	*19 863*
Andre driftsinntekter			*1 962 705*	*2 003 086*	*2 775 977*	*2 987 898*	*2 675 708*	*2 623 813*	*2 575 488*	*2 469 677*
Sum driftsinntekter	16 764 798	17 364 283	17 318 657	18 133 344	19 177 253	20 621 568	21 994 096	22 218 314	23 152 674	23 544 723
Varekostnader	10 156 703	10 976 495	11 191 336	11 765 997	12 797 071	13 897 617	15 226 796	15 557 618	16 492 576	16 928 375
Personalkostnader	3 615 774	3 434 060	3 361 004	3 348 300	3 426 625	3 667 169	3 625 038	3 571 008	3 578 686	3 815 864
Lønninger	*2 670 767*	*2 516 423*	*2 501 443*	*2 494 596*	*2 570 254*	*2 731 957*	*2 747 115*	*2 722 180*	*2 688 827*	*2 767 556*
Arbeidsgiveravgift	*372 222*	*389 205*	*342 496*	*341 559*	*346 471*	*353 191*	*351 322*	*349 541*	*347 377*	*381 155*
Pensjonskostnader	*218 041*	*234 448*	*215 770*	*200 163*	*184 798*	*185 156*	*169 219*	*155 779*	*172 039*	*229 064*
Innleid arbeidshjelp	*199 372*	*176 273*	*183 619*	*190 820*	*201 118*	*272 336*	*241 958*	*230 538*	*247 616*	*331 195*
Andre ytelser	*155 371*	*117 711*	*117 676*	*121 162*	*123 984*	*124 528*	*115 425*	*112 970*	*122 826*	*106 893*
Inntektsføring AFP-ordning			-176 878							
Avskrivninger/nedskrivninger på varige driftsmid	449 174	487 965	459 358	521 805	476 233	498 932	509 169	521 899	538 465	525 028
Avskrivninger/nedskrivninger av immaterielle eie	11 326	11 318	5 146	-4 070	-6 081	-21 421	17 079	38 112	36 499	46 676
Annen driftskostnad	2 357 692	2 161 275	2 071 175	2 173 478	2 080 141	2 251 244	2 187 616	2 092 325	1 960 381	2 075 308
Reparasjon og vedlikehold	*336 270*	*262 762*	*282 056*	*299 607*	*323 874*	*333 390*	*335 289*	*315 701*	*320 548*	*330 214*
Energikostnader	*242 015*	*191 800*	*263 546*	*257 172*	*213 000*	*257 013*	*229 680*	*199 231*	*218 420*	*248 868*
Transportkostander	*378 309*	*321 363*	*323 639*	*320 166*	*310 141*	*324 602*	*338 221*	*279 114*	*320 961*	*324 922*
Andre driftskostnader	*1 401 099*	*1 385 350*	*1 201 934*	*1 296 533*	*1 233 126*	*1 336 239*	*1 284 426*	*1 298 279*	*1 100 452*	*1 171 305*
Sum driftskostander	16 590 668	17 071 114	16 911 140	17 805 510	18 773 989	20 293 541	21 565 698	21 780 962	22 606 607	23 391 251
Driftsresultat	174 130	293 170	407 517	327 834	403 264	328 027	428 398	437 352	546 067	153 472
Resultat fra investering i tilknyttede selskap		4355	24 917	37 727	62 080	18 404	1 270	42 896	41 202	42 045
Sum finansinntekt	104 980	116099	81 003	78 483	56495	43681	58 861	55 606	48 994	59 599
Annen renteinntekt	*104 517*	*74 195*	*49 760*	*48 723*	*40 308*	*35 514*	*46 171*	*31 764*	*30 953*	*21 664*
Annen finansinntekt	*-11 500*	*14 495*	*14 302*	*18 020*	*5 804*	*6 457*	*1 981*	*10 597*	*1 361*	*6 599*
Valutagevinst	*11 963*	*27 408*	*16 942*	*11 741*	*10 383*	*1 709*	*10 709*	*13 244*	*16 681*	*31 336*
Sum finanskostnad	291 515	254 516	188 759	192 464	182 866	179 957	196 068	176 980	175 724	185 259
Annen rentekostnad	*251 921*	*227 719*	*170 019*	*164 528*	*170 364*	*155 876*	*171 252*	*151 543*	*153 753*	*136 518*
Annen finanskostnad	*14 782*	*7 995*	*6 928*	*12 217*	*5 984*	*4 417*	*4 142*	*4 142*	*780*	*10 448*
Valutatap	*23 411*	*14 413*	*11 812*	*8 486*	*5 504*	*14 006*	*14 700*	*21 296*	*21 190*	*38 293*
Nedskrivning av finansielle omløpsmidler og anle	*1 401*	*4 388*		*7 233*	*1 015*	*5 658*	*5 974*			
Ordinært resultat før etterbetaling og skattekostr	-12 405	159 109	324 679	251 581	338 973	210 155	292 460	358 873	460 539	69 857
Skattekostnad	28 556	52 287	97 041	66 842	91 090	84 282	65 939	99 735	108 635	25 215
Resultat etter skatt	-40 961	106 822	227 638	184 739	247 883	125 873	226 521	259 138	351 904	44 643
Minoritetens andel av resultatet	13106	11392	15 549	17 544	17 778	22 296	22 383	19 568	28 825	29 539

Kilde: (Nortura SA, 2008d-2017d)

Rapportert balanseregnskap

Tabell 6.2.2: Rapportert balanseregnskap 2008-2017

Balanseregnskap (tall i 1000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Anleggsmidler										
Immaterielle eiendeler										
Utsatt skattefordel	258 695	234 283	178 544	164 118	193 511	186 499	384 125	337 848	289 711	298 772
System, varemerker og rettigheter	198	0		1 046	930	10 283	8 561	73 390	230 350	417 862
Goodwill	34 319	25 104	-43 592	-37 105	-30 908	44 703	270 329	242 094	204 480	169 097
Sum immaterielle eiendeler	293 212	259 387	134 952	128 059	163 533	241 485	663 015	653 333	724 541	885 731
Varige drifsmidler										
Bygninger, tomt og annen fast eiendom	1 825 074	2 138 348	2 120 542	1 980 103	2 062 530	2 134 899	2 562 796	2 581 494	2 634 281	2 525 604
Maskiner og anlegg	871 341	817 354	778 758	644 748	689 743	716 386	784 199	714 617	682 774	742 697
Driftsløsøre, inventar o.l.	228 342	199 622	302 666	304 484	346 003	349 202	313 728	272 803	533 842	492 555
Sum varige driftsmidler	2 924 757	3 155 324	3 201 966	2 929 335	3 098 277	3 200 487	3 660 722	3 568 914	3 850 897	3 760 856
Finansielle annleggsmidler										
Investeringer i datterselskap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lån til foretak i samme konsern	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investeringer i tilknyttede selskap	153 237	147 590	158 577	177 847	191 770	140 786	198 079	215 167	254 897	278 803
Lån til tilknyttet selskap	52 045	48 713	36 509	36 858	32 401	7 750	5 000	7 500	7 500	7 500
Investeringer i aksjer og andeler	32 355	44 468	55 634	51 169	55 289	41 294	23 635	73 536	115 872	243 998
Pensjonsmidler	345 434	319 788	338 572	415 347	503 168	619 836	0	69 082	241 536	232 880
Andre langsiktige fordringer	73 488	71 823	48 075	76 220	78 808	76 581	63 751	44 650	50 136	45 594
Sum finansielle anleggsmidler	656 559	632 383	637 367	757 442	861 436	886 248	290 465	409 935	669 941	808 775
Sum anleggsmidler	3 874 529	4 047 093	3 974 285	3 814 836	4 123 245	4 328 220	4 614 202	4 632 182	5 245 378	5 455 363
Omløpsmidler										
Varebeholdning										
Råvarer	454 830	661 010	659 621	991 593	1 212 440	1 484 747	1 491 844	1 642 616	1 503 402	1 484 818
Varer under tilvirkning og ferdigvarer	1 099 678	746 822	699 108	444 450	374 376	404 989	412 162	405 724	396 486	414 039
Annet (Bisonpaller,plastpaller,krok,lasteb	316 552	339 174	316 977	319 685	329 517	335 027	310 304	289 527		
Markedsreguleringslager	72 613	169 965	77 429	51 484	84 403	172 408	26 161	105 400	210 124	200 897
Sum varebeholdning	1 943 672	1 916 970	1 753 135	1 807 211	2 000 736	2 397 172	2 240 471	2 443 267	2 110 011	2 099 755
Kortsiktige fordringer										
Kundefordringer	1 182 183	1 105 505	1 179 809	1 306 988	1 323 543	1 211 230	1 122 557	889 536	1 051 461	1 281 663
Andre kortsiktige fordringer	217 019	187 006	109 271	181 974	114 155	96 261	206 582	248 537	233 134	186 698
Sum kortsiktige fordringer	1 399 202	1 292 512	1 289 080	1 488 961	1 437 697	1 307 490	1 329 139	1 138 073	1 284 595	1 468 361
Investeringer										
Markedsbaserte aksjer	11 954	17 527	19 026	2 455	0	0	0	0	0	0
Markedsbaserte obligasjoner	1 189	0								
Sum investeringer	13 143	17 527	19 026	2 455	0	0	0	0	0	0
Kontanter og bankinnskudd										
Kontanter og bankinnskudd	28 312	216 967	250 760	764 107	362 940	610 350	628 131	837 624	564 735	570 987
Sum kontanter og bankinnskudd	28 312	216 967	250 760	764 107	362 940	610 350	628 131	837 624	564 735	570 987
Sum omløpsmidler	3 384 330	3 443 976	3 312 001	4 062 735	3 801 374	4 315 012	4 197 741	4 418 964	3 959 341	4 139 103
SUM EIENDELER	**7 258 859**	**7 491 070**	**7 286 286**	**7 877 570**	**7 924 619**	**8 643 232**	**8 811 943**	**9 051 147**	**9 204 720**	**9 594 465**

Balanseregnskap (tall i 1000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Innkutt egenkapital										
Obligatorisk andelskapital	63 111	63 652	248 741	224 316	225 432	224 652	227 304	222 648	225 444	230 858
Frivillig andelskapital			2 124	24	72	96	96	240	264	264
Sum innskutt egenkapital	63 111	63 652	250 865	224 340	225 504	224 748	227 400	222 888	225 708	231 122
Opptjent egenkapital										
Annen egenkapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Konsernets fond	2 285 301	2 380 971	2 452 995	2 559 559	2 542 105	2 540 323	1 975 773	1 986 026	1 984 429	1 994 898
Fond for vurderingsforskjeller	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Medlemskapitalkonto			137 656	214 322	291 895	369 152	444 308	519 474	528 361	523 190
Etterbetalingsfond								110 000	210 000	228 985
Minoritetsinteresser	56 450	64 145	72 446	78 910	82 952	108 932	129 958	146 432	132 564	143 696
Sum opptjent egenkapital	2 341 751	2 445 116	2 663 097	2 852 791	2 916 952	3 018 407	2 550 039	2 761 932	2 855 354	2 890 771
Sum egenkapital	**2 404 862**	**2 508 768**	**2 913 962**	**3 077 131**	**3 142 456**	**3 243 155**	**2 777 439**	**2 984 820**	**3 081 062**	**3 121 893**
Langsiktig gjeld										
Avsetning for forpliktelser										
Pensjonsforpliktelser	354 323	359 492	142 715	116 439	95 044	81 954	187 921	47 277	51 333	54 755
Langsiktige finansielle forpliktelser					111 980	3 459	2 521	0	727	727
Avsetning for forpliktelser	316 753	282 630	167 553	135 137	133 557	164 650	151 897	158 240	126 700	79 307
Forpliktelse ved utsatt skatt	15 018	4 068	3 026	4 260	5 879	7 398	37 347	31 342	28 596	27 185
Sum avsetning for forpliktelser	686 094	646 189	313 294	255 836	346 459	257 462	379 685	236 859	207 356	161 974
Annen langsiktig gjeld										
Gjeld til kredittinstitusjoner	1 229 869	1 007 400	878 363	1 616 550	1 086 184	1 497 433	1 217 002	1 188 887	1 069 732	1 226 375
Obligasjonslån	716 000	1 000 000	880 500	500 000	900 000	935 000	1 725 000	2 000 000	1 988 000	2 368 000
Ansvarlig lån	2 739	2 702	52	0						
Annen langsiktig gjeld	35 945	35 352	31 719	37 155	34 274	41 402	146 881	91 141	52 797	42 225
Sum annen langsiktig gjeld	1 984 552	2 045 453	1 790 634	2 153 705	2 020 458	2 473 835	3 088 883	3 280 028	3 110 529	3 636 600
Sum langsiktig gjeld	**2 670 646**	**2 691 642**	**2 103 928**	**2 409 541**	**2 366 918**	**2 731 297**	**3 468 568**	**3 516 887**	**3 317 885**	**3 798 575**
Kortsiktig gjeld										
Gjeld til kredittinstitusjoner	139 102	5 871	0	35 867	12 715	320 198	45 014	44 614	194 916	68 024
Leverandørgjeld	829 473	786 010	977 987	824 595	999 294	905 284	1 090 343	1 024 976	1 021 683	1 176 413
Betalbar skatt	27 695	43 271	50 080	54 719	47 953	49 239	48 437	54 345	33 823	24 768
Skyldig offentlige avgifter	261 504	254 395	216 359	229 932	220 523	233 208	188 480	212 641	257 690	233 812
Annen ikke-rentebærende kortsiktig gjeld	676 049	951 584	774 442	1 013 441	883 961	688 870	949 099	952 593	1 044 712	914 743
Rentebærende kortsiktig gjeld til medlem	249 527	249 527	249 527	232 344	250 800	471 981	244 563	260 269	252 948	256 239
Sum kortsiktig gjeld	**2 183 350**	**2 290 659**	**2 268 395**	**2 390 898**	**2 415 245**	**2 668 779**	**2 565 935**	**2 549 439**	**2 805 772**	**2 673 998**
SUM EGENKAPITAL og GJELD	**7 258 859**	**7 491 070**	**7 286 286**	**7 877 570**	**7 924 619**	**8 643 232**	**8 811 943**	**9 051 147**	**9 204 720**	**9 594 465**

Kilde: (Nortura SA, 2007d-2017d)

6.3 Analytiske årsregnskap

I dette kapittelet vil det utarbeides et analytisk årsregnskap for Nortura i perioden 2008 til 2018. Det siste tertialet i 2018 vil bli estimert (trailet). Det analytiske årsregnskapet utarbeides fordi årsregnskap presentert slik det gjøres i henhold til GRS og IFRS har svakheter knyttet til analyse (Petersen m. fl. 2017). Utarbeidelsen av det analytiske årsregnskapet bygger på prinsippene omgruppering, normalisering og justering av målefeil i det rapporterte årsregnskapet. Vurderingene og beregningene knyttet til disse justeringene vil drøftes og vises i det følgende. Det analytiske bransjeregnskapet vil omgrupperes på lik linje med Nortura, mens normalisering og justering av målefeil ikke er gjort for bransjeregnskapet. Dette skyldes at konkurrentene er små sammenlignet med Nortura og bransjen som helhet, slik at eventuelle justeringer ville fått liten betydning. Videre er konkurrentenes årsregnskap ikke tilgjengelige på de enkelte selskapenes hjemmesider og må kjøpes enkeltvis.

Tabell 6.3.1: Begrepsoversikt

Hva	Beskrivelse	Hva	Beskrivelse
A	Eiendeler	ONA	Langsiktige driftseiendeler
E	Egenkapital	FFO	"Kontantstrøm fra drift"
D	Gjeld	MLE	Minimumsnivå egenkapital
OA	Operasjonelle eiendeler	k_e	Avkastningskrav egenkapital
FA	Finansielle eiendeler	k_f	Risikofri avkastning
OD	Operasjonell gjeld	β_e	Betaverdi for egenkapital
FD	Finansiell gjeld	k_m	Markedets avkastning
NFD	Netto finansiell gjeld	β	Beta
IC	Investert kapital	α_e	Egenkapitalens alfa
AE	Sysselsatte eiendeler	ε_e	Egenkapitalens feilledd
CE	Sysselsatte kapital	Cov	Kovarians
EBIT	Driftsresultat før skatt	σ^2	Varians
EBITDA	Driftsresultat før av- og nedskrivning	L	Likviditetspremie
OR	Operasjonelle inntekter	CFO	Kontantstrøm fra drift uten investeringer
OE	Operasjonelle kostnader	NWC	Netto arbeidskapital
NFI	Netto finansresultat	NINV	Normalinvesteringer
NFE	Netto finansielle kostnader	NIE	Netto rentekostnader
NFR	Netto finansielle inntekter	NIN	Normalavdrag
NOPAT	Driftsresultat etter skatt	COGS	Kostnader varer solgt
ROIC	Avkastning på investert kapital	R	Inntekter
NIBL	Netto rentebærende gjeld	AR	Kundefordringer
IN	Avdrag	PU	Innkjøp
FCFF	Fri kontantstrøm til drift	AP	Leverandørgjeld
FCFCE	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	ER	Egenkapitalandel
FCFE	Fri kontantstrøm til egenkapital	WC	Arbeidskapital
s	Skattesats	RE	Tilbakeholdt resultat
TA	Totale eiendeler	MVE	Markedsverdi av egenkapital
TL	Total gjeld	SA	Salg
MLNWC	Minimumsnivå netto arbeidskapital	EV	Selskapsverdi
R	Inntekter	MI	Minoritetsinteresser
INV	Investeringer	DSS	Driftsskattesats
CA	Omløpsmidler	NSK	Netto skattekostnad
CD	Kortsiktig gjeld	fiss	Finansinntekssskattesats
ULC	Utrukket kassekreditt	FI	Finansinntekter
CFD	Kortsiktig finansiell gjeld	ufrss	Skattesats til unormalt finansresultat
ROE	Egenkapitalrentabilitet	UFR	Unormalt finansresultat
PO	Utdelingsforhold	fkss	Effektiv skattesats for finanskostnader
CIN	Endring i årsresultat	FK	Finanskostnader
FND	Langsiktig finansiell gjeld	DR	Driftsresultat
k_p	Markedsrisikopremie	UDR	Unormalt driftsresultat
β_U	Forretningsbeta	ndss	Normalisert driftsskattesats

6.3.1 Prinsipper og vurderinger for utarbeidelse av analytiske årsregnskap

I det følgende vil prinsipper for utarbeidelse av analytiske årsregnskap bli presentert og drøftet. Sammenlignet med de presenterte oppstillingene er de analytiske oppstillingene først omgruppert for å skille mellom operasjonelle og finansielle eiendeler og gjeld og deretter normalisert og justert for målefeil. Ettersom enhver normalisering og justering av de rapporterte oppstillingene øker subjektiviteten i regnskapet er det som et utgangspunkt forsøkt å begrense normalisering og justering til det som er ansett som nødvendig. Justeringene som er foretatt er i det vesentligste understøttet av litteratur, men det er også utvist skjønn der det er ansett å heve brukernytten av de analytiske regnskapene. Strukturen i den følgende gjennomgangen kan virke noe merkelig ettersom omgruppering og normalisering gjennomgås for den enkelte oppstillingen, mens justering av målefeil gjennomgås samlet for de to oppstillingene. Årsaken til at denne strukturen er valgt, er imidlertid at justering av målefeil har betydning for både resultatet og balansen, slik at det ville vært lite hensiktsmessig å separere justeringen av målefeil i to ulike deler.

Omgruppering av balanseoppstillingen

GRS krever at balanseoppstillingen grupperes etter postenes likviditet og forfallstidspunkt, noe som gir opphav til skillet mellom anleggsmidler og omløpsmidler på eiendelssiden og langsiktig og kortsiktig gjeld på finansieringssiden. Denne oppstillingen av regnskapet har svakheter knyttet til analyseformålet ettersom de operasjonelle postene ikke isoleres fra de finansielle postene. Sistnevnte inndeling er hensiktsmessig fordi det er selskapets operasjonelle eiendeler som er de primære drivkreftene i verdiskapingen og som derfor er mest sentrale for analyseformålet (Petersen m. fl. 2017). En omgruppering som skiller de operasjonelle og finansielle postene i regnskapet er derfor hensiktsmessig. Det er verdt å bemerke at det ikke alltid er opplagt hva som er operasjonelle og finansielle poster fordi det ikke nødvendigvis er klart hvilke aktiviteter som inngår i virksomhetens kjerneaktivitet. Begrenset informasjon i notene kan også bidra til å begrense presisjonen i omgrupperingen (Petersen m. fl. 2017).

Petersen m. fl. (2017) forklarer at selskaper eksisterer for å drive en form for virksomhet. Dette tilsier at majoriteten av selskapets eiendeler er operasjonelle. Selskaper kan imidlertid besitte eiendeler som ikke brukes i kjerneaktivitetene, for eksempel overskuddslikviditet

investert i verdipapirer eller eiendommer som ikke benyttes til driftsformål. Siden slike eiendeler kan selges uten å påvirke driften, klassifiseres de som finansielle. Reorganiseringen fra oppstillingen etter GRS til analytisk oppstilling forklares av Koller m. fl. (2015) med følgende ligninger:

(1) GRS

$$A_{langsiktig} + A_{kortsiktig} = E_{majoritet} + E_{minoritet} + D_{langsiktig} + D_{kortsiktig}$$

(2) Analytisk oppstilling

$$OA_{langsiktig} + OA_{kortsiktig} + FA_{langsiktig} + FA_{kortsiktig} = E_{majoritet} + E_{minoritet} + OD_{kortsiktig} + OD_{langsiktig} + FD_{langsiktig} + FD_{kortsiktig}$$

Investert kapital

Investert kapital defineres ulikt i ulike lærebøker. I denne oppgaven vil investert kapital bety det som ofte ellers omtales som netto driftseiendeler, rett og slett fordi førstnevnte begrep er det som faller oppgavens forfattere naturlig å bruke. Definisjonen er imidlertid den samme som brukes av for eksempel Petersen m. fl. (2017) og (Koller m. fl, 2015), og er som følger:

(3) $$IC = NFD + E_{majoritet} + E_{minoritet}$$

Siden den investerte kapitalen er det som er investert i virksomhetens drift, er dette også den kapitalen virksomheten skal gi avkastning på (Petersen m. fl. 2017). Koller m. fl. (2015) viser også følgende sammenheng:

(4) $$OA = OD + NFD + E_{majoritet} + E_{minoritet}$$

Ved å kombinere de to ligningene over fremkommer følgende sammenheng (Koller m. fl., 2015):

(5) $$IC = OA - OD$$

Dette innebærer at investert kapital kan beregnes på to måter; ved å trekke operasjonell gjeld fra operasjonelle eiendeler eller ved å addere nettofinansieringspostene. Sammenhengen i ligningen over har også en annen implikasjon; dersom driften kan finansieres kun ved operasjonell gjeld, altså at operasjonell gjeld tilsvarer operasjonelle eiendeler, er det i prinsippet ikke behov for annen finansiering, altså verken finansiell gjeld eller egenkapital. I så tilfelle vil driften være selvfinansierende.

Koller m. fl. (2015) legger til at investert kapital er summen av arbeidskapital, faste driftsmidler, netto andre langsiktige operasjonelle eiendeler og eventuelle immaterielle

eiendeler. Blant disse er arbeidskapital kortsiktig, mens de tre sistnevnte er langsiktige. Arbeidskapital er omløpsmidler minus kortsiktig gjeld.
Sysselsatte eiendeler kan også utledes med utgangspunkt i investert kapital:

(6) $$AE = IC + FA$$

Sysselsatt kapital
Det er også nærliggende å gjennomgå grunnleggende sammenhenger for sysselsatt kapital, som er sysselsatte eiendelers ekvivalent på finansieringssiden av balansen:

(7) $$CE = FD + E_{majoritet} + E_{minoritet}$$

Ved å trekke finansielle eiendeler fra på begge sider av ligning syv fremkommer sammenhengen vist i ligning åtte:

(8) $$IC = CE - FA = E_{majoritet} + E_{minoritet} + NFD$$

Omgruppering og normalisering av resultat
Omgruppering
Den analytiske resultatoppstillingen innebærer i likhet med den analytiske balanseoppstillingen at hver post må grupperes som enten operasjonell eller finansiell. Hensikten er å få bedre kunnskap om de ulike kildene til verdiskaping i selskapet for å kunne sammenstille resultater med den omgrupperte balansen (Petersen m. fl. 2017).

Hovedpoenget med å omgruppere årsresultatet er å skille driftsresultatet før skatt fra netto finansresultat etter skatt. Dette åpner for å sammenstille resultatet med den omgrupperte balansen. Petersen m. fl. (2017) definerer driftsresultat før skatt som:
(9) $$EBIT = OR - OE$$

Og netto finansresultat som:

(10) $$NFI = NFE - NFR$$

EBIT er altså en størrelse før skatt. For flere formål kan det være hensiktsmessig å benytte driftsresultatet etter skatt. Dette resultattallet kalles NOPAT og beregnes ved å trekke en beregnet driftsskattesats fra EBIT (Petersen m. fl. 2017). Hvorvidt driftsskattesatsen tilsvarer selskapsskattesatsen vil typisk avhenge av hvilken type virksomhet det er tale om.

Finansskattesatsen vil i utgangspunktet være tilnærmet lik selskapsskattesatsen (Koller m. fl., 2015), men den kan også ligge lavere dersom fritaksmodellen eller realisasjonsprinsippet kommer til anvendelse[35].

Sammenhengen mellom EBIT og NOPAT er som følger:

(11) $$NOPAT = EBIT(1 - s)$$

For rentabilitetsformål bør NOPAT og EBIT sammenlignes med IC som altså er netto operasjonelle eiendeler. Dette gir blant annet opphav til ROIC (Petersen m. fl. 2017):

(12) $$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$$

Normalisering

Det er sentralt for brukere av regnskapet å forstå de underliggende trendene og nivået på det normale driftsresultatet fordi det normale driftsresultatet er ansett som et bedre estimat på det fremtidige driftsresultatet enn et driftsresultat som inneholder engangsposter. En normal post er varig, ventes å oppstå i periode etter periode og er relevant for fremtiden. Unormale poster ventes å oppstå en eller få ganger og er lite relevante for fremtiden. Unormale poster kan blant annet være verdijusteringer, endringer i regnskapsprinsipper, nedskrivninger, rettssaker, omstruktureringskostnader og gevinster og tap som ikke er en del av kjernevirksomheten. Det vil typisk være mer hensiktsmessig å vurdere lønnsomhet og prognostisere fremtidsregnskap basert på normale poster (Petersen m. fl. 2017). Det er verdt å merke seg at det typisk er flere kostnader enn inntekter som anses som unormale og som derfor elimineres. Dersom et normalisert regnskap legges til grunn for fremtidsprediksjoner og det systematisk har blitt eliminert mer kostnader enn inntekter, kan det være rimelig å spørre seg hvorvidt det er rimelig at det faktisk vil være mindre unormale kostnader i fremtiden enn det har vært de siste årene (Kaldestad & Møller, 2016).

Hva som er normalt og unormalt vil variere fra bransje til bransje og fra selskap til selskap. Det er også slik at en unormal post ikke nødvendigvis bør elimineres fra det analytiske

[35] Basert på Kjell Henry Knivsflås forelesninger i kurset MRR413A våren 2018

regnskapet. En post som sjelden oppstår kan likevel vurderes som en del av den operasjonelle virksomheten. Slike poster vil det være rimelig å glatte ut over flere år. Noen ganger kan en post også være en blanding av normal og unormal (Petersen m. fl. 2017).

Kontantstrøm

Generelt fremkommer fri kontantstrøm som nettoresultat fra en gruppe eiendeler fratrukket netto reinvestert kapital. Denne sammenhengen holder for henholdsvis operasjonelle eiendeler, sysselsatte eiendeler og totale eiendeler.

Fri kontantstrøm fra drift (FCFF):

(13) $$FCFF = NOPAT - \Delta IC$$

Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (FCFCE):

(14) $$FCFCE = FCFF + NFR - \Delta FA$$

Fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE):

(15) $$FCFE = FCFCE - NFE + \Delta NFD$$

Justering av målefeil

Målefeil innebærer at det er et avvik mellom virkelig verdi og rapportert verdi i resultat eller balanse. Et slikt avvik vil gi opphav til målefeil ved beregning av rentabilitet. For å unngå målefeil må alle fremtidige netto kontantstrømmer måles til virkelig verdi og neddiskonteres med den virkelige kapitalbasens avkastningskrav. Hvis alle investeringer gir null i nåverdi er rentabiliteten lik avkastningskravet og målefeilen er dermed null (Nissim & Penman, 2008). I praksis er det vanskelig å eliminere målefeil ettersom driftseiendeler ikke omsettes i et marked og det dermed er vanskelig å anslå deres virkelige verdi (Petersen m. fl. 2017). GRS bygger på en transaksjonsbasert historisk kostmodell (Fardal, 2007). Dette innebærer at bruken av virkelig verdi er begrenset og det er rimelig at det vil være innslag av målefeil i Norturas regnskap.

I tillegg til at kontantstrømmer og kapitalbase ikke nødvendigvis måles til sin virkelige verdi, er det flere regler for måling og innregning i GRS som er egnet til å gi opphav til ytterligere målefeil. Blant de mest sentrale er kostnadsføring fremfor balanseføring av

kostnader knyttet til forskning og utvikling, leieavtaler og markedsføring[36]. Disse kostnadene er å regne for investeringer som gir opphav til kontantstrømmer og det er derfor teoretisk riktig å balanseføre dem. Når de derimot kostnadsføres undervurderes kapitalbasen som ligger til grunn for kontantstrømmene slik at rentabiliteten overvurderes i fremtidige perioder. I investeringsperioden vil rentabiliteten gjerne undervurderes fordi resultatet belastes for tungt med kostnader.

Dersom det gjøres justeringer for å redusere målefeil må det altså være fordi det er grunn til å tro at justerte tall reflekterer underliggende økonomiske forhold bedre enn rapporterte regnskapstall. Penman (2013) er skeptisk til å gjøre denne typen justeringer fordi det er usikkert hvorvidt det vil heve kvaliteten på regnskapet, eller om det vil tilføre mer subjektivitet og støy. Det kan imidlertid hevdes at enkelte av regnskapsreglene som typisk gir opphav til store målefeil ikke nødvendigvis har til hensikt å danne grunnlag for virkelige rentabiliteter, men å redusere regnskapets fleksibilitet og dermed risikoen for manipulasjon. Et eksempel på en slik regel er NRS 19 om immaterielle eiendeler sitt forbud mot å balanseføre kostnader til egen forskning og utvikling (Norsk regnskapsstifelse, 2012). Det er nok få som er uenige i at kostnader som gir opphav til kunnskap som er egnet til å skape økonomiske fordeler bør balanseføres, men regelen er likevel slik for ikke å gi anledning til å balanseføre kostnader som ikke burde vært balanseført. Resonnementets poeng er at hvorvidt det er hensiktsmessig å foreta justeringer, avhenger av hvorvidt de gjeldende regnskapsreglene gir et godt utgangspunkt for de analysene som skal gjøres. Dersom det er nærliggende at de vektlegger andre forhold tyngre, vil det også være naturlig å foreta justeringer for å tilpasse regnskapet best mulig til det aktuelle formålet. Oppsummert vil Penmans advarsel heve terskelen for å foreta justeringer, men utover dette vil den ikke tillegges særlig betydning.

[36] Basert på Kjell Henry Knivsflås forelesninger i MRR413A våren 2018

6.3.2 Presentasjon av analytisk regnskap

Tabell 6.3.2.1: Analytisk resultatselskap

Resultatregnskap (tall i 1000)	Note	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Salgsinntekt		14 815 946	15 286 721	15 303 884	15 925 696	16 376 014	17 612 281	19 223 623	19 575 995	20 565 203	21 048 482	21 139 000
Annen driftsinntekt	5, 6	1 830 853	1 894 562	1 979 418	2 016 899	2 791 905	3 007 316	2 703 795	2 641 845	2 586 825	2 489 540	2 566 000
Sum driftsinntekter		16 646 799	17 181 283	17 283 302	17 942 595	19 167 919	20 619 597	21 927 418	22 217 840	23 152 028	23 538 022	23 705 000
Varekostnader		10 156 703	10 976 495	11 191 336	11 765 997	12 797 071	13 897 617	15 226 796	15 557 618	16 492 576	16 928 375	17 133 000
Personalkostnader	10	3 615 774	3 434 060	3 361 004	3 348 300	3 426 625	3 667 169	3 625 038	3 629 367	3 612 873	3 815 864	3 963 000
Annen driftskostnad	2, 3	2 275 304	1 941 893	2 069 472	2 086 914	2 044 051	2 213 910	2 136 181	2 064 019	1 938 546	2 049 209	2 041 333
Driftsresultat før avskrivninger, nedsk. og skatt		**599 018**	**828 835**	**661 490**	**741 384**	**900 172**	**840 901**	**939 403**	**966 836**	**1 108 033**	**744 574**	**567 667**
Avskrivninger/nedsk. på varige driftsmidler	2, 4	461 561	505 094	485 581	550 311	500 812	525 501	536 598	548 029	566 971	555 863	507 000
Avskrivninger/nedsk. av immaterielle eiendeler		11 326	11 318	5 146	-4 070	-6 081	-21 421	17 079	38 112	36 499	46 676	51 000
Driftsresultat før skatt		**126 130**	**312 422**	**170 763**	**195 142**	**405 441**	**336 821**	**385 725**	**380 694**	**504 563**	**142 035**	**9 667**
Driftsrelatert skattekostnad	8	39 433	98 302	53 585	61 337	127 745	106 169	121 544	119 993	158 998	44 514	3 053
Netto driftsresultat egen virkosmhet		**86 697**	**214 120**	**117 178**	**133 806**	**277 696**	**230 651**	**264 181**	**260 701**	**345 565**	**97 521**	**6 613**
Nettoresultat fra investering i tilknyttede selskap		26 993	4 355	24 917	37 727	62 080	18 404	1 270	42 896	41 202	42 045	71 000
Netto driftsresultat		**113 690**	**218 475**	**142 095**	**171 533**	**339 776**	**249 055**	**265 451**	**303 597**	**386 767**	**139 566**	**77 613**
Netto finansinntekt	7	75 252	53 420	35 827	35 081	29 022	25 570	33 705	23 188	23 215	16 465	34 650
Nettoresultat til sysselsatt kapital		**188 943**	**271 896**	**177 922**	**206 613**	**368 798**	**274 625**	**299 156**	**326 785**	**409 982**	**156 031**	**112 263**
Netto finanskostnad	7	190 552	174 739	129 479	129 709	129 761	120 692	134 002	114 648	119 562	107 248	127 050
Nettoresultat til egenkapital		**-1 610**	**97 157**	**48 443**	**76 904**	**239 037**	**153 933**	**165 153**	**212 137**	**290 420**	**48 783**	**-14 787**
Unormalt netto driftsresultat	3, 4, 5,10	20 089	-7 102	168 441	100 044	4 804	-19 236	66 691	48 381	64 923	5 369	-52 853
Unormalt netto finansresultat		-32 448	16 766	10 753	7 790	4 041	-8 821	-5 321	-1 381	-3 437	-9 509	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital		**-13 968**	**106 821**	**227 637**	**184 738**	**247 882**	**125 876**	**226 523**	**259 137**	**351 906**	**44 642**	**-67 640**

Tabell 6.3.2.2: Analytisk balanseregnskap (Eiendeler)

Alle tall i NOK (1000)	Note	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsrelaterte eiendeler												
Langsiktige eiendeler												
Goodwill		34 319	25 104	-43 592	-37 105	-30 908	44 703	270 329	242 094	204 480	169 097	151 000
System, varemerker og rettigheter		198	0		1 046	930	10 283	8 561	73 390	230 350	417 862	576 000
Utsatt skattefordel		258 695	234 283	178 544	164 118	193 511	186 499	384 125	337 848	289 711	298 772	340 000
Bygninger, tomt og annen fast eiendom		1 966 616	2 279 890	2 262 084	2 121 645	2 204 072	2 276 441	2 704 338	2 723 037	2 775 823	2 667 146	2 419 000
Maskiner og anlegg	2	871 341	817 354	778 758	644 748	689 743	716 386	784 199	714 617	682 774	742 697	710 000
Driftsløsøre, inventar o.l.		228 342	199 622	302 666	304 484	346 003	349 202	313 728	272 803	533 842	492 555	436 000
Investeringer i tilknyttede selskap	14	153 237	147 590	158 577	177 847	191 770	140 786	198 079	215 167	254 897	278 803	243 000
Lån til tilknyttet selskap	14	52 045	48 713	36 509	36 858	32 401	7 750	5 000	7 500	7 500	7 500	8 000
Andre langsiktige fordringer	12	73 488	71 823	48 075	76 220	78 808	76 581	63 751	44 650	50 136	45 594	49 000
Sum langsiktige driftsrelaterte eiendeler		**3 638 281**	**3 824 379**	**3 721 621**	**3 489 861**	**3 706 331**	**3 808 631**	**4 732 109**	**4 631 106**	**5 029 513**	**5 120 026**	**4 932 000**
Kortsiktige eiendeler												
Råvarer		454 830	661 010	659 621	991 593	1 212 440	1 484 747	1 491 844	1 642 616	1 503 402	1 484 818	1487821
Varer under tilvirkning og ferdigvarer		1 099 678	746 822	699 108	444 450	374 376	404 989	412 162	405 724	396 486	414 039	414876
Annet		316 552	339 174	316 977	319 685	329 517	335 027	310 304	289 527	0	0	0
Markedsreguleringslager		72 613	169 965	77 429	51 484	84 403	172 408	26 161	105 400	210 124	200 897	201303
Kundefordringer		1 182 183	1 105 505	1 179 809	1 306 988	1 323 543	1 211 230	1 122 557	889 536	1 051 461	1 281 663	1 130 000
Andre kortsiktige fordringer	12	217 019	187 006	109 271	181 974	114 155	96 261	206 582	248 537	233 134	186 698	195 000
Kontanter og bankinnskudd	9	28 313	216 968	217 211	226 036	232 428	249 974	272 844	277 845	291 885	298 745	300 029
Sum kortsiktige driftsrelaterte eiendeler		**3 371 188**	**3 426 450**	**3 259 426**	**3 522 210**	**3 670 861**	**3 954 636**	**3 842 454**	**3 859 186**	**3 686 492**	**3 866 860**	**3 729 029**
SUM DRIFTSRELATERTE EIENDELER		7 009 469	7 250 829	6 981 047	7 012 071	7 377 192	7 763 267	8 574 563	8 490 292	8 716 006	8 986 886	8 661 029
Finansielle eiendeler												
Langsiktige eiendeler												
Investeringer i aksjer og andeler		32 355	44 468	55 634	51 169	55 289	41 294	23 635	73 536	115 872	243 998	299 000
Pensjonsmidler	10	345 434	319 788	338 572	415 347	503 168	619 836	0	69 082	241 536	232 880	233 000
Sum langsiktige finansielle eiendeler		**377 789**	**364 256**	**394 206**	**466 516**	**558 456**	**661 130**	**23 635**	**142 618**	**357 407**	**476 878**	**532 000**
Kortsiktige eiendeler												
Markedsbaserte aksjer		11 954	17 527	19 026	2 455	0	0	0	0	0	0	0
Markedsbaserte obligasjoner		1 189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontanter og bankinnskudd	9	0	0	33548	538 071	130 513	360 376	355 287	559 778	272 850	272 242	692 971
Sum kortsiktige finansielle eiendeler		**13 143**	**17 527**	**52 574**	**540 526**	**130 513**	**360 376**	**355 287**	**559 778**	**272 850**	**272 242**	**692 971**
SUM FINANSIELLE EIENDELER		390 932	381 783	446 780	1 007 042	688 969	1 021 506	378 922	702 397	630 257	749 120	1 224 971
SUM EIENDELER		**7 400 401**	**7 632 612**	**7 427 827**	**8 019 113**	**8 066 161**	**8 784 773**	**8 953 485**	**9 192 689**	**9 346 263**	**9 736 007**	**9 886 000**

Tabell 6.3.2.3: Analytisk balanseregnskap (Egenkapital og Gjeld)

Alle tall i NOK (1000)	Note	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Egenkapital												0,018819934
Kontrollerende eierinteresser		2 348 412	2 444 623	2 841 516	2 998 221	3 059 504	3 134 223	2 647 481	2 838 389	2 948 498	2 978 196	2825000
Minoritetsinteresser		56 450	64 145	72 446	78 910	82 952	108 932	129 958	146 432	132 564	143 696	163000
SUM EGENKAPITAL		2 404 862	2 508 768	2 913 962	3 077 131	3 142 456	3 243 155	2 777 439	2 984 820	3 081 062	3 121 893	2988000
Driftsrelatert gjeld												
Langsiktig gjeld												
Utsatt skatt		54 650	43 700	42 658	43 892	45 511	47 030	75 563	69 558	63 982	61 155	26 000
Sum langsiktig driftsrelatert gjeld		54 650	43 700	42 658	43 892	45 511	47 030	75 563	69 558	63 982	61 155	26 000
Kortsiktig gjeld												
Leverandørgjeld		829 473	786 010	977 987	824 595	999 294	905 284	1 090 343	1 024 976	1 021 683	1 176 413	1 403 000
Betalbar skatt		27 695	43 271	50 080	54 719	47 953	49 239	48 437	54 345	33 823	24 768	-1 000
Skyldige offentlige avgifter.		261 504	254 395	216 359	229 932	220 523	233 208	188 480	212 641	257 690	233 812	258 000
Annen ikke-rentebærende kortsiktig gjeld		676 049	951 584	774 442	1 013 441	883 961	688 870	949 099	952 593	1 044 712	914 743	934 000
Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld		**1 794 721**	**2 035 260**	**2 018 868**	**2 122 687**	**2 151 731**	**1 876 600**	**2 276 359**	**2 244 556**	**2 357 908**	**2 349 735**	**2 594 000**
SUM DRIFTSRELATERT GJELD		1 849 371	2 078 960	2 061 526	2 166 579	2 197 242	1 923 630	2 351 922	2 314 114	2 421 890	2 410 890	2 620 000
Finansiell gjeld												
Langsiktig gjeld												
Pensjonsforpliktelser		354 323	359 492	142 715	116 439	95 044	81 954	187 921	47 277	51 333	54 755	55 000
Langsiktige finansielle forpliktelser		0	0	0	0	111 980	3 459	2 521	0	727	727	1 000
Avsetning for forpliktelser	13	316 753	282 630	167 553	135 137	133 557	164 650	151 897	158 240	126 700	79 307	196 000
Gjeld til kredittinstitusjoner		1 322 860	1 096 977	961 393	1 697 936	1 170 398	1 580 214	1 300 305	1 273 138	1 154 510	1 310 513	678 000
Obligasjonslån		716 000	1 000 000	880 500	500 000	900 000	935 000	1 725 000	2 000 000	1 988 000	2 368 000	2 368 000
Ansvarlig lån		2 739	2 702	52	0	0	0	0	0	0	0	0
Hybridlån		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	500 000
Annen langsiktig gjeld		35 945	35 352	31 719	37 155	34 274	41 402	146 881	91 141	52 797	42 225	42 000
Sum langsiktig finansiell gjeld		**2 748 620**	**2 777 153**	**2 183 932**	**2 486 667**	**2 445 252**	**2 806 680**	**3 514 524**	**3 569 796**	**3 374 066**	**3 855 528**	**3 840 000**
Kortsiktig gjeld												
Gjeld til kredittinstitusjoner	11	148 021	18 204	18 881	56 392	30 411	339 328	65 037	63 689	216 295	91 458	110 000
Rentebærende kortsiktig gjeld til medlemmer	11	249 527	249 527	249 527	232 344	250 800	471 981	244 563	260 269	252 948	256 239	329 000
Sum kortsiktig finansiell gjeld		**397 548**	**267 731**	**268 408**	**288 736**	**281 211**	**811 309**	**309 600**	**323 958**	**469 243**	**347 697**	**439 000**
SUM FINANSIELL GJELD		3 146 169	3 044 885	2 452 340	2 775 402	2 726 463	3 617 988	3 824 124	3 893 755	3 843 310	4 203 225	4 279 000
SUM GJELD		4 995 539	5 123 844	4 513 865	4 941 981	4 923 705	5 541 619	6 176 046	6 207 869	6 265 199	6 614 115	6 899 000
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		**7 400 401**	**7 632 612**	**7 427 827**	**8 019 112**	**8 066 161**	**8 784 774**	**8 953 485**	**9 192 689**	**9 346 262**	**9 736 007**	**9 887 000**

Tabell 6.3.2.4: Analytisk kontantstrøm

Kontantstrøm (tall i 1000)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsresultat	218 475	142 095	171 533	339 776	249 055	265 451	303 597	386 767	139 566	77 613
Unormalt driftsresultat	-7 102	168 441	100 044	4 804	-19 236	66 691	48 381	64 923	5 369	-52 853
Endring i investert kapital	11 771	-252 348	-74 029	334 458	659 687	383 005	-46 463	117 938	281 880	-534 967
Fri kontantstrøm fra drift	**199 603**	**562 884**	**345 606**	**10 122**	**-429 867**	**-50 863**	**398 442**	**333 752**	**-136 946**	**559 727**
Netto finansinntekt	53 420	35 827	35 081	29 022	25 570	33 705	23 188	23 215	16 465	34 650
Unormal netto finansinntekt	16 766	10 753	7 790	4 041	-8 821	-5 321	-1 381	-3 437	-9 509	0
Endring i finansielle eiendeler	-9 149	64 997	560 262	-318 072	332 537	-642 585	323 475	-72 140	118 863	475 850
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	**278 938**	**544 467**	**-171 786**	**361 258**	**-745 655**	**620 105**	**96 773**	**425 669**	**-248 854**	**118 527**
Netto finanskostnad	174 739	129 479	129 709	129 761	120 692	134 002	114 648	119 562	107 248	127 050
Endring i finansiell gjeld	-101 284	-592 545	323 063	-48 939	891 525	206 136	69 631	-50 445	359 915	75 775
Netto minoritetsresultat	11 392	15 549	17 544	17 778	22 296	22 383	19 568	28 825	29 539	27 000
Endring minoritetsinteresser	7 695	8 301	6 464	4 042	25 980	21 026	16 474	-13 868	11 132	10 000
Fri kontantstrøm til EK	**-782**	**-184 805**	**10 488**	**168 822**	**28 862**	**690 881**	**48 662**	**212 969**	**-14 593**	**50 252**

Oversikt over noter

Note 1 - *Trailing*

Note 2 - *Operasjonell leie*

Note 3 - *Restruktureringskostnader*

Note 4 - *Nedskrivninger av anleggsmidler*

Note 5 - *Gevinster ved salg av anleggsmidler*

Note 6 - *Offentlige tilskudd*

Note 7 - *Finansinntekter og finanskostnader*

Note 8 - *Skattekostnad og andre skatteposter*

Note 9 - *Kontantbeholdning*

Note 10 - *Pensjon*

Note 11 - *Kortsiktig gjeld*

Note 12 - *Andre fordringer*

Note 13 - *Avsetning for forpliktelser*

Note 14 - *Resultat fra, investeringer i og lån til tilknyttede selskaper*

Note 15 - *Generelt*

6.3.3 Noter

Note 1 - Trailing

Nortura rapporterer hvert tertial, altså tre ganger i året. På verdsettelsestidspunktet har Nortura altså bare presentert sin finansielle stilling for to av årets tre tertialer. Det er derfor nødvendig å estimere hele 2018, og det utføres derfor en såkalt "trailing".

Begrunnelser for trailingmetoder

Både resultat, balanse og kontantstrøm trailes, men metodene som brukes for å traile de ulike oppstillingene er noe ulike. Resultatet for 2018 er basert på de to første tertialene i 2018 og det siste tertialet i 2017. I en virksomhet helt uten sesongvariasjoner ville det kanskje vært vel så rimelig å legge til grunn de to første tertialene i 2018 for å traile det det tredje. Nortura presterer imidlertid vanligvis bedre for hvert tertial i løpet av året (Norturas SA, 2018a), og det anses derfor som mest hensiktsmessig å legge tilsvarende fjorårets tilsvarende tertial til grunn. Det kan også argumenteres for å bruke vekstfaktoren fra de to første tertialene i 2017 til de to første tertialene i 2018 for å finne en vekstfaktor fra siste tertial i 2017 til siste tertial i 2018. Utviklingen i de to første tertialene har imidlertid vært negativ fra 2017 til 2018, og det legges derfor til grunn at en tilnærming uten vekst er den mest rimelige. Det trailede tredje tertialet i 2018 er følgelig helt likt tredje tertial i 2017.

Balanseverdiene som legges til grunn for 2018 er balanseverdiene som Nortura presenterte fra andre tertial. Disse vil naturligvis avvike noe fra balanseverdiene som vil presenteres for 31.12.2018, men seneste rapporterte balanse er likevel å anse som beste estimat ettersom det er nærmest umulig å forutsi spesifikke endringer de neste fire månedene.

Kontantstrømmen som beregnes er basert på de trailede resultat- og balanseoppstillingene.

Egenkapital

Som forklart over legges balansen fra andre tertial til grunn, mens resultatet fra de to første tertialene adderes med resultatet fra tredje tertial 2017. Dette forårsaker kongruensbrudd ettersom det beregnes et resultat for tredje tertial uten en motsvarende endring i egenkapitalen. Dersom resultatet i 2018 var positivt kunne det blitt forutsatt at den delen av resultatet som var overskytende endringen i egenkapital ble utdelt til medlemmene, men ettersom både resultat og endring i egenkapital er negativ blir dette en urimelig forutsetning. Siden det heller ikke anses som hensiktsmessig å foreta andre endringer i balansen for å tilpasse egenkapitalen eller forutsette at resultat etter skatt er lik null i tredje tertial, er kongruensbruddet uunngåelig. Endring i egenkapitalen er vist i tabellen under:

Tabell 6.3.3.1: Utvikling i egenkapital 2018T

Balanseført EK 1.1	3 121 893
Nettoresultat 2018T	-67640
Kongruensbrudd	-66 253
Balanseført EK 31.12	2988000

Skattesatser

Den ønskede metoden for beregning av driftsskattesats for 2018T er å vekte estimert driftsskattesats i de to første tertialene i 2018 med ⅔ og driftsskattesatsen for 2017 med ⅓. Ettersom resultatet for periodene som legges til grunn vekselvis er positivt og negativt er det problematisk å beregne en meningsfull driftsskattesats ved denne metoden. Driftsskattesatsen for 2018T estimeres derfor ved å legge medianen for de siste ti årenes skattesats til grunn som driftsskattesats. Finansposter skattlegges etter egne skattesatser omtalt under note 16.

Finansposter

Nortura opplyser kun om sekkepostene finanskostnader og finansinntekter i sine delårsrapporter, og følgelig burde underposter som annen finansinntekt, annen finanskostnader, valutagevinster - og tap og nedskrivninger estimeres. Ettersom disse varierer tilsynelatende tilfeldig, er det nærmest helt meningsløst å forsøke å estimere noen av dem for 2018T. Siden det heller ikke er av vesentlig betydning hvordan fordelingen av finansinntekter og finanskostnader er mellom de enkelte postene er alle finanspostene gruppert som normale.

Unormale poster

Den eneste posten som er gruppert som unormal for 2018 er en kostnad på 96 millioner kroner knyttet til restrukturering og gavepensjon. Denne er ikke ventet å gjenta seg i fremtidige perioder. Det er imidlertid beregnet et normalisert nivå for restruktureringer, og det er kun beløpet over dette som defineres som unormalt. For vurderinger knyttet til behandling av restrukturering henvises det til note tre.

Operasjonell leie

Som forklart i note 2 balanseføres ikke-balanseførte, leide driftsmidler i det analytiske regnskapet for å gi et bedre bilde av Norturas kapitalbase. Omfanget av ikke-balanseførte driftsmidler er opplyst for perioden 2008 – 2017, men ikke for 2018. For å beregne dette for 2018 er nivået for 2017 lagt til grunn multiplisert med den trailede veksten i andre driftskostnader mellom årene.

Tabell 6.3.3.2: Trailet resultat 2018

Resultatregnskap (tall i 1000)	2018T	2018 T1	2018 T2	2018 T3E
Salgsinntekt	21 139 000	6514000	6 741 000	7 884 000
Annen driftsinntekt	2 566 000	738000	799 000	1 029 000
Sum driftsinntekter	23 705 000	7 252 000	7 540 000	8 913 000
Varekostnader	17 133 000	5 192 000	5 483 000	6 458 000
Personalkostnader	3 963 000	1 255 000	1 257 000	1 451 000
Avskrivninger/nedskrivninger på varige driftsmidler	507 000	166 000	166 000	175 000
Avskrivninger/nedskrivninger av immaterielle eiendeler	51 000	16 000	15 000	20 000
Annen driftskostnad	2 119 000	707 000	647 000	765 000
Sum driftskostander	23 773 000	7 336 000	7 567 000	8 870 000
Driftsresultat	-69 000	-84 000	-27 000	42 000
Resultat fra investering i tilknyttede selskap	71 000	1 000	55 000	15 000
Sum finansinntekt	45 000	15 000	35 000	-5 000
Sum finanskostnad	165 000	58000	72 000	35 000
Ordinært resultat før etterbetaling og skattekostnad	-118 000	-126 000	-9 000	17 000
Skattekostnad	-19 000	-29 000	-2 000	12 000
Resultat etter skatt	-100 000	-97 000	-7 000	4 000
Minoritetens andel av resultatet	28 000	10 000	7 000	11 000
Driftsresultat (EBIT)	-68 000	-84 000	-27 000	43 000
Driftsresultat før avskrivninger av immaterielle eiendeler (EBITA)	439 000	82 000	139 000	218 000
Driftsresultat før avskrivninger (EBITDA)	490 000	98 000	154 000	238 000

Tabell 6.3.3.3: Trailet balanse 2018

	2018 T2		2018 T2
Anleggsmidler		**Omløpsmidler**	
Immaterielle eiendeler		**Varebeholdning**	
Utsatt skattefordel	*340 000*		
System, varemerker og rettigheter	*576 000*	Sum varebeholdning	2 104 000
Goodwill	*151 000*		
Sum immaterielle eiendeler	1 066 000		
		Kortsiktige fordringer	
Varige drifsmidler		*Kundefordringer*	*1 130 000*
Bygninger, tomt og annen fast eiendom	*2 419 000*	*Andre kortsiktige fordringer*	*195 000*
Maskiner og anlegg	*710 000*	Sum kortsiktige fordringer	1 326 000
Driftsløsøre, inventar o.l.	*436 000*		
Sum varige driftsmidler	3 565 000		
		Investeringer	
Finansielle annleggsmidler		*Markedsbaserte aksjer*	
Investeringer i datterselskap		*Markedsbaserte obligasjoner*	
Lån til foretak i samme konsern		Sum investeringer	
Investeringer i tilknyttede selskap	*243 000*		
Lån til tilknyttet selskap	*8 000*		
Investeringer i aksjer og andeler	*299 000*	**Kontanter og bankinnskudd**	
Pensjonsmidler	*233 000*	*Kontanter og bankinnskudd*	*1 193 000*
Andre langsiktige fordringer	*49 000*	Sum kontanter og bankinnskudd	1 193 000
Sum finansielle anleggsmidler	832 000		
Sum anleggsmidler	**5 464 000**	**Sum omløpsmidler**	**4 623 000**
SUM EIENDELER	**10 086 000**		

Note 2 - Operasjonell leie

Det er NRS 14 Leieavtaler som regulerer leieavtaler i GRS. "*En leieavtale klassifiseres som operasjonell eller finansiell i samsvar med avtalens reelle innhold. Dersom det vesentligste av økonomisk risiko og kontroll knyttet til det underliggende leieobjektet er gått over til leietaker klassifiseres avtalen som finansiell og tilhørende eiendeler og forpliktelser balanseføres. Andre leieavtaler klassifiseres som operasjonelle. Finansielle leieavtaler balanseføres til verdien av vederlaget i leieavtalen. Verdien av vederlaget er nåverdien av leiebetalingene*" (Norsk regnskapsstiftelse, 2008, s. 5).

Av utdraget fra NRS 14 fremgår det at leieavtaler behandles regnskapsmessig på to ulike måter avhengig av om de klassifiseres som operasjonelle eller finansielle. Mens eiendelen som leies i en finansiell leieavtale balanseføres og avskrives, kostnadsføres leiekostnadene i en operasjonell leieavtale løpende. Dette innebærer at virksomheter som har relativt lik finansiering av sine eiendeler (operasjonell og finansiell gjeld leasing) potensielt kan ha store forskjeller i balansene og dermed helt ulike kapitalbaser. For IFRS har denne inkonsistensen

ført til at den gjeldende standarden IFRS 17 fra 1. januar 2019 erstattes av IFRS 16 som krever at alle vesentlige leieavtaler skal balanseføres (Sticos, 2016)

Nortura har de siste årene hatt årlige ikke-balanseførte leiekostnader for mellom 20 og 40 millioner. Det er ikke oppgitt i notene hvilke typer driftsmidler som leies utover at det er omtalt i note 8 som omhandler varige driftsmidler (Nortura SA, 2017d). Leiekostnadenes størrelsesorden innebærer at verdiene av leieavtalene utgjør en relativt liten andel av Norturas totale investeringer, men det er likevel nærliggende å foreta en justering fordi de operasjonelt leide eiendelene trolig bidrar til Norturas verdiskaping på lik linje med finansielt leide og eide driftsmidler. Det er dermed sannsynlig at de underliggende økonomiske forholdene i Nortura fremkommer bedre dersom de operasjonelt leide driftsmidlene inkluderes i kapitalbasen. Dette er altså en justering av målefeil.

Justeringen innebærer rent praktisk at leien splittes i en avskrivningskomponent og rentekomponent. Det vil balanseføres en gjennomsnittlig leiekapital og en finansieringskomponent i analyseperioden. Gjennomsnittlig kapital beregnes med følgende formel:

(15) $$Operasjonell\ leiekapital_t = \left(\frac{1}{T}\right)\sum(Kostnadsført\ operasjonell\ leie)_t * kapitaliseringsfaktor$$

For resultatet fører dette til at netto driftsresultat og netto rentekostnad øker, mens fullstendig nettoresultat forblir uendret. For balansen medfører endringen at investert kapital øker, mens netto finansielle eiendeler reduseres. Fri kontantstrøm til egenkapital forblir uendret. Dette gir opphav til følgende endringer i resultat og balanse:

Tabell 6.3.3.4: Endringer i balanse og resultat ved aktivering av operasjonelle leiekostnader

Resultatjustering	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Tilbakeføring av leie	23721	27715	36036	36897	33423	32667	33768	31639	34168	35432	36178
Avskrivning av leieretten	12387	17129	26223	28506	24579	26569	27429	26130	28506	30835	32335
Endring i utsatt skatt	3173	2964	2748	2349	2476	1707	1711	1487	1416	1103	884
Virkning på netto driftsresultat i egen virksomhet	8160	7622	7065	6041	6368	4391	4627	4021	4247	3494	2959
Netto finanskostnad	8160	7622	7065	6041	6368	4391	4627	4021	4247	3494	2959
Virkning på nettoresultatet til egenkapital	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Balansejustering	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftseiendeler	141542	141542	141542	141542	141542	141542	141542	141542	141542	141542	141542
Utsatt skatt (ndss)	39632	39632	39632	39632	39632	39632	38216	38216	35386	33970	32555
Netto driftseiendeler	**101910**	**101910**	**101910**	**101910**	**101910**	**101910**	**103326**	**103326**	**106157**	**107572**	**108987**
Kortsiktig netto finansiell gjeld	8919	12333	18881	20525	17697	19130	20024	19075	21379	23434	24898
Langsiktig netto finansiell gjeld	92991	89577	83030	81386	84214	82781	83302	84251	84777	84138	84090
Netto finansiell gjeld	**101910**	**101910**	**101910**	**101910**	**101910**	**101910**	**103326**	**103326**	**106157**	**107572**	**108987**

Størrelsen på de årlige leiebetalingene har vært relativt stabile gjennom perioden, og gjennomsnittet reflekterer derfor de årlige leiekostnadene på en god måte. Det er opplyst i de

nyere årsrapportene at leieavtalene har løpetid mellom tre og syv år, og det er dermed lagt til grunn at eiendelene har gjennomsnittlig levetid på fem år i beregningen av kapitaliseringsfaktoren. Renten som legges til grunn i kapitaliseringsfaktoren er basert på rentekostnad i forhold til finansiell gjeld før leieavtaler. Avskrivningene i det enkelte året er beregnet ved å trekke årets rentekostnader fra de årlige leiebetalingene.

Note 3 - Restruktureringskostnader

Restruktureringskostnader behandles i GRS av NRS 13 Usikre forpliktelser og betingede eiendeler. "*Restrukturering er et program som er planlagt og styrt av foretakets ledelse, og som i vesentlig grad endrer omfanget av virksomheten eller måten virksomheten drives på*" (Norsk regnskapsstiftelse, 2013, s.11-12). Restrukturering kan blant annet omfatte endring av geografisk plassering, nedleggelse eller flytting, salg av virksomhetsområde eller en betydelig del av det eller betydelig rasjonalisering. Restruktureringskostnader som de ovennevnte skal avsettes for (Norsk regnskapsstiftelse, 2013).

Petersen m. fl. (2017) omtaler restruktureringskostnader som kostnader som til stadighet er å finne i selskapets resultatoppstilling. Disse oppstår fordi selskapets må tilpasse sin virksomhet til de rådende markedsforholdene eller integrere nye virksomhetsområder eller selskaper. De fleste selskaper må fra tid til annen reorganisere, restrukturere og rasjonalisere. Følgelig er det ikke rimelig å anse restruktureringskostnader som en engangspost, men heller noe som skjer periodevis. Det kan også argumenteres for at analyseperioden er lang og at lite er unormalt på lang sikt. Det er derfor rimelig å glatte restruktureringskostnadene.

Petersen m. fl. (2017) sin beskrivelse og resonnement virker å være beskrivende for Nortura. Nortura rapporterer hvert år om restruktureringskostnader i varierende omfang, hvilket tilsier at dette ikke er en engangspost. Kostnadene er typisk relatert nedleggelse av produksjonssteder og flytting av produksjon. Det er rimelig at denne typen kostnader også vil påløpe i fremtiden ettersom et selskap alltid vil ha behov for å tilpasse seg ny teknologi, endrede markedsforhold og økende krav til effektivitet. I et foretak av Norturas størrelse vil det nærmest alltid være pågående restruktureringsprosjekter og medfølgende restruktureringskostnader. Det er derfor mest rimelig å glatte denne typen kostnader. Det er ingen tydelig trend i omfanget av restruktureringskostnadene og de glattes derfor over et tiårssnitt. Avviket fra det glattede gjennomsnittet vil anses som unormalt. Dette medfører at

reversering av restruktureringskostnader, slik Nortura gjorde i 2010, anses som unormalt. Dette er hensiktsmessig.

Note 4 - Nedskrivning av operasjonelle anleggsmidler

Nedskrivning av anleggsmidler behandles i GRS av NRS (F) Nedskrivning av anleggsmidler. Standarden fastsetter at foretaket har plikt til å undersøke om det er verdifall på anleggsmidlene ved utslag på gitte indikatorer, heriblant fall i markedsverdi vesentlig utover det som kan forventes ved normal bruk, vesentlig negativ endring i teknologiske, markedsmessige, økonomiske eller juridiske rammebetingelser, økning i markedsrenter eller markedsbaserte avkastningskrav, markedsverdi av egenkapital lavere enn balanseført egenkapital eller observert ukurans eller fysisk skade på anleggsmidlene. Med verdifall menes at gjenvinnbart beløp er lavere enn balanseført verdi. Gjenvinnbart beløp er det høyeste beløpet av netto salgsverdi og bruksverdi. Måling av verdifall og gjennomføring av eventuell nedskrivning skal gjelde vurderingsenheten. Vurderingsenheten er det laveste nivået hvor det er mulig å identifisere inngående kontantstrømmer som er uavhengige av inngående kontantstrømmer fra andre grupperinger av anleggsmidler (Norsk regnskapsstiftelse, 2009).

Petersen m. fl. (2017) sier det ikke er noe enkelt svar på hvordan nedskrivninger bør håndteres i forbindelse med normalisering. Nortura har foretatt nedskrivninger i fem av de siste ti årene. Dette tilsier at nedskrivninger forekommer ved jevne mellomrom, og følgelig blir det rimelig å anse dem som normale poster. Siden nedskrivningene typisk knytter seg til produksjonssteder som legges ned, og det er sannsynlig at produksjonssteder vil legges ned også i fremtiden, er det også sannsynlig at nedskrivninger vil forekomme i fremtiden. Det er også rimelig at det i et foretak med et stort antall kontantstrømgenererende enheter fra tid til annen vil være behov for å nedskrive noen av dem på grunn av endringer i markedsforhold, teknologisk utvikling eller fysisk skade. Det virker altså urimelig å anse nedskrivninger som engangsposter ettersom det er sannsynlig at de vil forekomme også i framtiden. Ved å justere for nedskrivninger måtte også tilhørende balanseverdier og avskrivninger blitt justert til nivået de ville vært på dersom nedskrivningen ikke fant sted.

En mer hensiktsmessig løsning enn å fjerne nedskrivningene ville vært å glatte dem da dette ville hensyntatt at mindre nedskrivninger nok ikke er engangsposter i et stort foretak. Også

denne løsningen ville imidlertid medført at balanseposter og avskrivninger måtte blitt endret. Ettersom det ikke finnes informasjon i årsregnskapet om gjenværende levetid på de nedskrevne eiendelene er en slik løsning vanskelig å gjennomføre i praksis. Siden det uansett er tale om relativt små nedskrivninger anses derfor det mest hensiktsmessige å unnlate å gjøre noe med dem. Dersom det var foretatt reversering av nedskrivninger ville det blitt ansett som en engangspost og justert for.

Note 5 - Gevinst ved salg av anleggsmidler

Gevinst ved salg av anleggsmidler behandles ikke eksplisitt i en egen regnskapsstandard. NRS (V) Regnskapsføring av inntekt (2010) skiller mellom salgsinntekt og salgsgevinst, og behandler følgelig ikke gevinster. Regnskapsloven §7-41. Ekstraordinære inntekter og kostnader krever imidlertid at det skal opplyses om størrelsen og arten av ekstraordinære inntekter og kostnader

Gevinst ved salg av anleggsmidler regnskapsføres under andre driftsinntekter. Det regnes altså som driftsinntekt. Siden en solgt eiendel ikke generer inntekt i fremtiden er det imidlertid mest vanlig å anse salg av anleggsmidler som engangsposter. Det er derfor naturlig å skille gevinster og tap fra virksomhetens driftsinntekter (Petersen m. fl. 2017).

Petersen m. fl. (2017) mener altså at det er mest naturlig å fjerne gevinster og tap ved salg av anleggsmidler ved normalisering av regnskapet fordi det ikke har prediksjonskraft for fremtiden. Dersom det å selge anleggsmidler med gevinster er en del av selskapets forretningsmodell kan det derimot argumenteres for at dette er gjentakende post. I Norturas tilfelle har det imidlertid blitt regnskapsført gevinster ved salg av anleggsmidler hvert år de siste ti årene. Dette tilsier at gevinstene ikke er en engangspost. Norturas eiendeler kan være verdt mer enn bokført verdi for eksempel på grunn av ikke-bokførte, urealiserte gevinster på eiendom, eller at driftsmidler avskrives for hardt og markedsverdien dermed er høyere enn bokført verdi. Dette tilsier at det finnes argumenter for å omtale postene som normale eller eventuelt glatte dem fordi det er sannsynlig at det vil forekomme gevinster også i fremtiden.

Det er nok likevel mest naturlig å kalle dem unormale og hevde at de har begrenset prediksjonskraft for fremtiden. De største gevinstene de siste ti årene skyldtes salg av

eiendom i Oslo og Trondheim (Nortura SA, 2011d) (Nortura SA, 2009d) og denne typen gevinster er utvilsomt engangsposter. De senere årene har gevinstene vært nærmest uvesentlige. Siden det heller ikke kjente forhold som tilsier at fremtidige salg skal gi gevinster heller enn tap, er det mest nærliggende å definere gevinster ved salg av anleggsmidler som unormale og fjerne dem i det analytiske regnskapet.

Note 6 - Offentlige tilskudd

Offentlige tilskudd behandles av NRS 4 Offentlige tilskudd. "*Offentlige tilskudd er en overføring av økonomisk gode fra det offentlige til et foretak mot at foretaket oppfyller visse betingelser. (...) Tilskudd kan være i form av kontanter, andre eiendeler, ettergivelse av gjeld, subsidierte lån, subsidierte priser, reduserte avgifter og faglig teknisk assistanse*" (Norsk regnskapsstiftelse, 2008, s. 1).

Nortura får ifølge sine årsrapporter tilskudd fra Norges Forskningsråd og Statens landbruksforvaltning. Noten som omhandler tilskuddene er ellers lite detaljert. Nortura har mottatt offentlig tilskudd i størrelsesordenen 10 til 30 millioner siden andre driftsinntekter for første gang ble spesifisert i årsrapporten i 2010. Siden det ikke er noen tydelig trend og det heller ikke er kjente forhold som tilsier at tilskuddene vil falle bort i årene som kommer er det liten grunn til å foreta justeringer knyttet til disse tilskuddene.

Note 7 - Finansinntekter og finanskostnader

Det er nærliggende å splitte finansinntekter og finanskostnader i ulike deler ved vurdering av hvorvidt de er normale eller ikke. Renteinntekter og rentekostnader er ansett å være normale poster ettersom de består av renter som påløper på fordringer og lån som løper over flere år. Disse inntektene og kostnadene er altså relativt stabile fra år til år. Rentekostnader er uansett svært vanlige kostnader ved finansiering av en virksomhet, og det er derfor naturlig å anse dem som normale.

Norturas finansresultat inneholder også postene annen finansinntekt, valutagevinst, annen finanskostnad, valutatap og nedskrivning av finansielle omløpsmidler og anleggsmidler. Det er ikke utfyllende informasjon knyttet til noen av disse postene. Annen finansinntekt og annen finanskostnad vil typisk være aksjeutbytte, gevinst og tap ved realisasjon av

verdipapirer og lignende. Det kan argumenteres for at avkastningen hvert år er ganske tilfeldig, og at avkastningen det ene året har liten predikasjonsverdi for resultatet det neste året. Dette underbygges av at det er store fluktuasjoner i både annen finansinntekt og annen finanskostnad fra år til år. Det er følgelig nærliggende å klassifisere disse postene som unormale.

For postene verdiendringer på markedsbaserte investeringer, valutagevinst og valutatap kan det resonneres tilsvarende, med det tillegget at fluktuasjonene i valutapostene trolig er enda lenger utenfor Norturas kontroll og at klassifiseringen som unormal dermed er mer åpenbar.

Håndtering av nedskrivning av finansielle omløpsmidler og anleggsmidler er tilsvarende som for nedskrivning av anleggsmidler i note 4. Det kan argumenters for at posten bør glattes siden det er rimelig at det vil forekomme en nedskrivning fra til annen. Posten er imidlertid så liten at det i praksis er uvesentlig hvorvidt den glattes eller klassifiseres som normal. Siden glatting medfører praktiske utfordringer som omtalt i note fire vil den klassifiseres som normal.

Vurderinger knyttet til skattesatsen på de ulike postene vil omtales i note åtte.

Note 8 - Skattekostnad og andre skatteposter

Normalisering av skattekostnad

Koller m. fl. (2015) mener det er hensiktsmessig å normalisere skattekostnaden for å kunne beregne en normalisert driftsskattesats som kan brukes i NOPAT. Unormale skattekostnader kan være for eksempel estimatavvik, endring i utsatt skattefordel for ikke-innregnede eiendeler og omregningsdifferanser for valuta. Det er ikke identifisert unormale skattekostnader av betydning i Norturas regnskap.

Fordeling av skattekostnad

Som forklart i introduksjonen til det analytiske regnskapet er det viktig at det er en sammenheng mellom driftsresultatet og postene som grupperes som driftsrelaterte i balansen. Tilsvarende skal finanspostene i balansen kun gi opphav til finansposter i resultatet. For å kunne beregne nettoresultatet til hver enkelt kapital, må skattekostnaden

fordeles mellom dem. Siden den effektive skattesatsen ikke nødvendigvis er den samme for alle kapitalene, må det bestemmes en skattesats for hver enkelt kapital før fordelingen kan gjennomføres.

De normale finanskostnadene er som forklart i note 7 gruppert slik at de kun inneholder rentekostnader. Rentekostnadene multiplisert med selskapsskattesatsen gir effektivt skattefradrag, og for denne posten er det dermed liten grunn til å legge til grunn noe annet enn selskapsskattesatsen. De normale finansinntektene er også gruppert slik at de i all vesentlighet kun inkluderer renteinntekter, og for denne posten blir det dermed også hensiktsmessig å benytte selskapsskattesatsen. Posten unormalt finansresultat er mer kompleks ettersom denne inneholder utbytte, verdiendringer, urealiserte gevinster og lignende. Dette innebærer at fritaksmodellen og realisasjonsprinsippet kommer til anvendelse, og begge vil bidra til å redusere den effektive skattesatsen. Ettersom Nortura ikke oppgir spesifikt hva som inngår i postene annen finansinntekt, annen finanskostnad, valutagevinster og valutatap er det ikke mulig å fastslå hva skattesatsen egentlig er i denne posten. Skattereduserende effekter antas imidlertid å være betydelige og den effektive skattesatsen for det unormale finansresultatet settes derfor til halvparten av den til enhver tid rådende selskapsskatten.

Videre beregnes driftsskattesatsen. I denne beregningen tas det utgangspunkt i den effektive skattesatsen og skattesatsene for finanspostene. Følgende formel legges til grunn[37]:

(16) $$DSS = (NSK - fiss * FI - ufrss * UFR + fkss * FK)/(DR + UDR)$$

dss=driftsskattesatsen, NSK=netto skattekostnad, fiss=finansinntektsskattesatsen, FI=finansinntekter, ufrss=skattesats til unormalt finansresultat, UFR=unormalt finansresultat, fkss=effektiv skattesats for finanskostnader, FK=finanskostnader, DR=driftsresultat, UDR=unormalt driftsresultat, ndss=normalisert driftsskattesats

Dette gir opphav til følgende driftsskattesatser:

Tabell 6.3.3.5: Driftsskattesatser

Skattesatser	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Årlig driftsskattesats	43 %	32 %	32 %	31 %	32 %	37 %	24 %	30 %	26 %	35 %	32 %
Median	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %
Gjennomsnitt	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %	32 %

[37] Formelen er hentet fra Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våen 2018

Siden median og gjennomsnitt her er det samme spiller det i praksis ingen rolle hvorvidt median eller gjennomsnitt velges. Rent prinsipielt ville det vært naturlig å velge den minst ekstreme verdien av disse to, og dersom satsene varierte stort mellom årene ville nok medianen vært best ettersom den i mindre grad påvirkes av ekstreme tall fra enkelte år. Fordelingen av skattekostnaden mellom de ulike postene er vist i tabellen under:

Tabell 6.3.3.6: Fordeling av skattekostnader

Fordeling av skattekostnad	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Normal driftsskatt på normalt driftsresultat	36 260	95 338	50 837	58 987	125 269	104 462	119 833	118 506	157 582	43 411	3 053
Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	13 517	1 207	97	-2 008	-239	17 535	-29 366	-5 019	-29 834	5 016	40
Skatt på unormalt driftsresultat	25 727	-2 772	78 029	43 045	2 102	-994	11 687	18 804	12 077	5 650	-24 853
Skatt på normal finanskostnad (skattereduksjon)	70 930	64 990	47 605	48 093	47 986	45 228	47 851	40 917	38 438	32 764	37 950
Skatt på normal finansinntekt	29 265	20 775	13 933	13 642	11 286	9 944	12 466	8 576	7 738	5 199	10 350
Skatt på unormal finansresultat	-5 282	2 729	1 751	1 268	658	-1 436	-831	-216	-491	-1 297	0
Unormal skattekostnad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rapportert skattekostnad (normal skatt)	**28 556**	**52 287**	**97 041**	**66 842**	**91 090**	**84 282**	**65 939**	**99 735**	**108 635**	**25 215**	**-49 360**

Andre skatteposter

Betalbar skatt beregnes ut ifra det skattemessige resultatet, og er skatten selskapet forventer å betale neste regnskapsår (Visma, u.d.). Betalbar skatt antas å ha sitt opphav i selskapets drift, og grupperes derfor som operasjonell gjeld. Utsatt skatt og utsatt skattefordel oppstår som følge av midlertidige forskjeller mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier ved utgangen av regnskapsåret. Den midlertidige forskjellen multipliseres med den nominelle skattesatsen, og avhengig av om de midlertidige forskjellene gir opphav til skattemessige ulemper eller fordeler i fremtiden, gir de opphav til utsatt skatt eller utsatt skattefordel. Utsatt skattefordel regnskapsføres bare dersom det er sannsynlig at det vil være regnskapsmessig overskudd i fremtiden stort nok til å nyttiggjøre seg skattefordelen (Nortura SA, 2016d). Det er rimelig å anta at de midlertidige forskjellene som gir opphav til den utsatte skatten skyldes driftsrelaterte poster, og følgelig grupperes utsatt skatt som en driftsrelatert post.

Note 9 - Kontantbeholdning

Som en del av omgrupperingen av den analytiske balanseoppstillingen må det beregnes hvor mye av Norturas likviditet som er knyttet til driften og hvor mye som er overskuddslikviditet, og som derfor grupperes som en finansiell eiendel. Det er sentralt å skille ut overskuddslikviditet fra investert kapital ettersom overskuddslikviditet typisk gir svært lav avkastning, og dersom den inkluderes undervurderes avkastningen på investert kapital (ROIC) (Koller m. fl., 2015). Koller m. fl. (2015) viser til en amerikansk undersøkelse der selskapene med minst kontanter holdt rundt to prosent av driftsinntektene.

Han understreker likevel at hvor mye kontanter det er hensiktsmessig å holde varierer mellom ulike industrier, og at industrier med høy volatilitet i kontantstrømmen normalt holder mer kontanter. Videre er det en trend at selskaper med sterke vekstmuligheter holder mer kontanter, og at selskaper som presterer bra holder mer kontanter enn det som trolig er rasjonelt fra et aksjonærsynspunkt (Opler m. fl., 1999).

Manglende likviditet kan ha flere negative konsekvenser for en virksomhet i form av begrenset handlingsrom, redusert mulighet for lønnsomme investeringer og høyere finanskostnader (Petersen m. fl. 2017). Basert momentene i avsnittet over, er det mye som trekker i retning av en lav kontantbeholdning for Nortura. For det første driver foretaket i en lite volatil bransje med relativt begrensede sesongvariasjoner, hvilket stiller lave krav til likviditet fordi salg og kontantstrømmer løper jevnt gjennom året. For det andre trekker Opler m. fl. (1999) frem selskaper med vekstambisjoner og selskaper som presterer godt som dem som gjerne har mye kontanter. Det er unaturlig å plassere Nortura i noen av disse kategoriene, og det er derfor lite som trekker i retning av et høyt nivå for operasjonelle kontanter i foretaket.

Ettersom (Koller m. fl., 2015) fokuserer på sammenhengen mellom kontanter og driftsinntekter legges denne sammenhengen til grunn for beregning av operasjonelle kontanter i denne oppgaven. I tabellen under vises brøken Kontanter og bankinnskudd/Salgsinntekter for hvert år fra 2008 til 2017. Det legges til grunn at det laveste nivået av kontanter Nortura har hatt de siste ti årene er deres nødvendig kontantbeholdning. Prosentsatsen fra dette året brukes dermed til å beregne forholdet mellom operasjonelle og finansielle kontanter i alle andre år. Det laveste nivået er i 2008, men siden dette er langt lavere enn samtlige andre år, anses ikke dette året å være representativt. 1,42 prosent i 2009 legges derfor til grunn. Dette er et lavt nivå den ovennevnte undersøkelsen tatt i betraktning, men det virker også rimelig at Nortura har et begrenset behov for kontanter.

Tabell 6.3.3.7: Ratio for kontanter og bankinnskudd over salgsinntekter

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
(Kontanter og Bankinnskudd) / Salgsinntekter	0,19 %	1,42 %	1,64 %	4,80 %	2,22 %	3,47 %	3,27 %	4,28 %	2,75 %	2,71 %	5,64 %

I teorien burde renteinntektene fra de operasjonelle kontantene blitt allokert til driftsresultatet. Siden det trolig er tale om et meget lavt beløp ses dette bort i fra.

Note 10 - Pensjon

Pensjonskostnader behandles av NRS 6 Pensjonskostnader. "*Som motytelse for sin arbeidsinnsats mottar de ansatte en avtalt godtgjørelse som består av lønn og andre ytelser, herunder rett til fremtidig pensjon"* (Norsk regnskapsstiftelse, 2014, s. 1). Den regnskapsmessige behandlingen av pensjonsordningen avhenger av hvorvidt ordningen er en innskuddsordning eller en ytelsesordning. Ved innskuddsplaner består foretakets forpliktelse overfor den ansatte i å yte bidrag av nærmere angitt størrelse til den enkeltes pensjonssparing. Bidraget er endelig ettersom fremtidige forhold som lønnsutvikling, avkastning på pensjonssparingen og lignende ikke utløser justeringer som påvirker tidligere perioders bidrag. En pensjonsplan som ikke er en innskuddsplan er en ytelsesplan. I likhet med for innskuddsplaner innebærer ytelsesplanen en forpliktelse overfor den ansatte i å yte pensjon av nærmere angitt størrelse, men typisk er tjenestetid i foretaket og lønnen ved eller like før pensjonering med å bestemme pensjonens størrelse (Norsk regnskapsstiftelse, 2014). Ved innskuddsplaner er det altså den ansatte selv som sitter med mye av risikoen for forhold som kan endre størrelsen på pensjonsytelsen, men ved ytelsesplaner ligger denne risikoen hos arbeidsgiver. Nortura gikk 31.12.2016 over fra ytelsesordning til innskuddsordning (Nortura SA, 2017d).

Årets pensjonskostnad i resultatet består av endringen i nåverdi av hvor mye hver enkelt ansatt har opptjent i pensjon ved å jobbe et år til, gevinst eller tap ved opprettelse, endring eller avslutning av plan, arbeidsgiveravgift, rentekostnad på forpliktelsen og avkastning på pensjonsmidlene. Dette innebærer at endringer i vilkårene i pensjonsplanen vil treffe bedriftens resultat, mens endringer i forutsetninger om levetid, lønnsvekst og lignende regnes som estimatavvik og faller utenfor resultatet (Norsk regnskapsstiftelse, 2014).

Årsaken til at pensjonskostnader omtales i disse notene er at Nortura i løpet av analyseperioden har tatt gevinster på rundt 270 millioner ved å endre sine pensjonsplaner. Spørsmålet er følgelig hvordan denne typen kostnader bør behandles regnskapsmessig. Siden det har skjedd tre ganger på ti år kan det argumenteres for at dette ikke er engangsposter, og at de derfor heller bør glattes enn å elimineres. På den andre siden virker det urimelig å fortsette å ta denne typen gevinster, og det er lite sannsynlig at det er rom for å ta lignende gevinster i fremtiden. Dette taler altså for å eliminere gevinstene fra endrede pensjonsplaner, enten det er endringer i pensjonsvilkår eller overgang fra ytelsesplan til innskuddsplan som er årsaken til gevinsten.

Petersen m. fl. (2017) peker på at pensjonsforpliktelsene ved å bli diskontert til nåverdi er rentebærende, og at det derfor er rimelig å gruppere forpliktelsene som finansielle. Pensjonsmidlene er også rentebærende og brukes til å dekke pensjonsavsetningene, hvilket taler for at de bør følgelig klassifiseres likt. Følgelig grupperes både pensjonsmidler og pensjonsavsetninger som finansielle. Pensjonskostnader regnes derimot som driftskostnader fordi de påløper som et resultat av arbeid i det enkelte året.

Note 11 - Kortsiktig gjeld

Langsiktig gjeld er som oftest rentebærende og derfor naturlig å gruppere som finansiell gjeld. Det er imidlertid ikke alltid opplagt hvordan kortsiktig gjeld bør grupperes mellom operasjonell og finansiell gjeld, delvis på grunn av mangelfulle noteopplysninger. Kriteriene som her legges til grunn for grupperingen er hvorvidt gjelden er rentebærende og hvilket opphav den har. Rentebærende gjeld vil typisk grupperes som finansiell gjeld. Gjeld til kredittinstitusjoner antas å være rentebærende og dermed finansiell, mens leverandørgjeld er operasjonell. Skyldige offentlige avgifter er ikke rentebærende, og det er sannsynlig at denne typen kostnader er et resultat av foretakets drift, for eksempel gjennom skyldig merverdiavgift. Denne posten grupperes derfor som operasjonell. Posten kortsiktig gjeld har ingen opplysninger knyttet til seg, annet enn at det er opplyst i notene at Nortura har rentebærende kortsiktig gjeld til medlemmene på rundt 250 millioner gjennom tiårsperioden. Siden denne er rentebærende er det naturlig å gruppere den som finansiell gjeld, og siden kortsiktig gjeld tilsynelatende er den eneste posten den kan høre hjemme i, skilles rentebærende kortsiktig gjeld til medlemmer ut av kortsiktig gjeld. Resten av posten kortsiktig gjeld grupperes som operasjonell.

Note 12 - Andre fordringer

Nortura har både kortsiktige og langsiktige andre fordringer. Hvorvidt en fordring er langsiktig eller kortsiktig avgjøres av hvorvidt det er mer eller mindre enn ett år til forfall[38]. Det er naturlig å gruppere andre fordringer etter fordringenes opphav. Dersom fordringene oppstår som følge av driftsrelaterte aktiviteter, vil det også være naturlig å gruppere dem som operasjonelle. Hvis fordringene ikke er driftsrelaterte bør de grupperes som finansielle. Et eksempel på sistnevnte type fordringer er utlån til egne ansatte. Det er ikke informasjon i

[38] Regnskapsloven §5-1.

notene om hva disse fordringene er relatert til, og det er således også vanskelig å gruppere dem. Nortura tilbyr imidlertid finansieringsløsninger for tilknyttede bønder. Ettersom dette gir opphav til fordringer for Nortura og disse nok ikke grupperes under kundefordringer, er det rimelig at disse faller innenfor andre fordringer. Slike fordringer er naturlig å gruppere som driftsrelaterte siden bøndene er Norturas leverandører. Omfanget av disse utlånene er imidlertid vanskelig å beregne, og det er dermed ukjent hvor mye dette utgjør av andre fordringer totalt. Det er nok uansett mer nærliggende å anta at fordringene stammer fra driftsrelaterte utlån enn fra utlån til ikke-driftsrelaterte aktiviteter, og både langsiktige og kortsiktige andre fordringer grupperes derfor som operasjonelle.

Note 13 - Avsetning for forpliktelser

Avsetning for forpliktelser består av forpliktelser overfor Norturas ansatte, deriblant uførekapital (Nortura SA, 2017d). Ettersom forpliktelsene er overfor de ansatte taler dette for at de er driftsrelaterte. På den andre siden bærer avsetningene tilsynelatende renter. Dette taler for at de bør grupperes på samme måte som pensjonsavsetningene, og dermed som finansielle forpliktelser.

Note 14 - Resultat fra, investeringer i og lån til tilknyttede selskaper

Tilknyttede selskaper (og datterselskaper som er konsolidert inn i konsernregnskapet og derfor ikke omtales her) bør grupperes etter hvorvidt de er tilknyttet morselskapets kjernevirksomhet eller ikke. En gjennomgang av Norturas tilknyttede selskaper viser at de mest vesentlige selskapene og dessuten majoriteten av alle de tilknyttede selskapene tilsynelatende er tilknyttet Norturas kjernevirksomhet eller er en forlengelse av kjernevirksomheten. Det er følgelig nærliggende å gruppere disse selskapene som operasjonelle. Den optimale løsningen er å dele de tilknyttede selskapene opp og fordele dem mellom operasjonelle eiendeler og finansielle eiendeler. Det er imidlertid betydelig gjennomtrekk i tilknyttede selskaper fra år til år og fordelingen måtte derfor blitt gjort for et stort antall selskaper hvert år. Ettersom dette uansett er poster av begrenset omfang er det vanskelig å argumentere for en slik løsning fra et vesentlighetsperspektiv.

Note 15 - Generelt

Postene som er omtalt over er av en slik karakter at det ikke er åpenbart hvordan de bør behandles i det analytiske regnskapet og de krever derfor skjønnsmessige vurderinger. Følgelig er det naturlig å begrunne valgene som er gjort for disse postene. Resterende poster

er vurdert som relativt enkle å behandle i det analytiske regnskapet fordi de ikke er gjenstand for normalisering eller justering av målefeil, og grupperingen mellom drift og finans er opplagt. Dette er tilfellet for driftsposter som blant annet råvarer, kundefordringer og bygninger, tomt og annen fast eiendom, og for finansposter som blant annet obligasjonslån og gjeld til kredittinstitusjoner.

6.3.4 Presentasjon av bransjeregnskap

Det er utarbeidet et konsolidert, analytisk regnskap som inkluderer Nortura og konkurrentene som ble presentert i delkapittel 2.4.3. Dette regnskapet er vist i figur 6.3.4.1 til figur 6.3.4.4. Utgangspunktet er at regnskapet i likhet med Norturas analytiske regnskap er basert på omgruppering, normalisering og justering av målefeil. Normalisering og justering av målefeil er imidlertid vanskelig ettersom konkurrentenes årsrapporter som nevnt er lite tilgjengelige.

De tilgjengelige regnskapene skiller mellom ulike finansposter, hvilket kunne muliggjort normalisering. Ettersom det er indikasjoner på at fordelingen av kostnader mellom de ulike finanspostene ikke reflekterer virkeligheten, anses det likevel som mest hensiktsmessig å unnlate å foreta normaliseringer, og klassifisere alt under de normale sekkepostene finansinntekt og finanskostnad. Det er heller ikke mulig å foreta justering av målefeil ettersom det ikke foreligger informasjon om ikke-balanseførte driftsmidler, kostnader til markedsføring og lignende. Avsatt utbytte er imidlertid henført tilbake til egenkapital. Det er ikke tilgjengelig regnskapstall for alle konkurrentene før 2011 og heller ikke delårsrapportering for 2018. Bransjeregnskapet er derfor kun laget for perioden mellom 2011 og 2017. I omgrupperingen er vurderingene som er gjort for Nortura lagt til grunn også for bransjen.

Tabell 6.3.4.1: Analytisk bransjeregnskap

Alle tall i NOK 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsinntekt	25 358 827	27 337 861	28 983 527	29 851 464	31 972 501	32 332 074
Annen driftsinntekt	2 820 147	3 035 857	2 829 160	2 687 932	2 614 667	2 525 241
Sum driftsinntekter	28 178 974	30 373 718	31 812 687	32 539 396	34 587 168	34 857 315
Varekostnader	19 266 785	20 856 037	22 466 945	23 126 070	24 887 539	25 316 320
Personalkostnader	4 420 909	4 809 239	4 718 770	4 645 236	4 785 699	5 044 498
Annen driftskostnad	3 061 082	3 390 658	3 315 819	3 218 560	3 154 531	3 259 417
Driftsresultat før avskrivninger, nedskrivninger og skatt	**1 430 198**	**1 317 784**	**1 311 153**	**1 549 530**	**1 759 399**	**1 237 080**
Avskrivninger/nedskrivninger på varige driftsmidler	633 350	663 680	703 134	717 503	750 426	808 285
Avskrivninger/nedskrivninger av immaterielle eiendeler	4 776	1 057	17 307	38 935	37 315	1 037
Driftsresultat før skatt	**792 072**	**653 047**	**590 712**	**793 092**	**971 658**	**427 758**
Driftsrelatert skattekostnad	218047	211275	147504	193512	235372	108382
Netto driftsresultat egen virkosmhet	574 025	441 772	443 208	599 580	736 286	319 376
Nettoresultat fra investering i tilknyttede selskap	0	0	0	0	0	0
Netto driftsresultat	574 025	441 772	443 208	599 580	736 286	319 376
Netto finansinntekt	97 880	58 401	61 726	86 897	81 365	95 496
Nettoresultat til sysselsatt kapital	671 905	500 173	504 934	686 477	817 651	414 872
Netto finanskostnad	176 077	177 766	201 738	179 708	175 632	185 470
Nettoresultat til egenkapital	495 828	322 407	303 195	506 769	642 019	229 402
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	495 828	322 407	303 195	506 769	642 019	229 402

Tabell 6.3.4.2: Analytisk balanseregnskap (Eiendeler) - bransjen

Alle tall i NOK 1000	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsrelaterte eiendeler							
Langsiktige eiendeler							
Goodwill	-37 105	-30 493	44 703	270 329	242 094	204 480	169 722
System, varemerker og rettigheter	1 386	930	10 283	8 561	73 390	230 350	442 765
Utsatt skattefordel	209 044	247 794	267 505	236 497	353 525	298 353	317 828
Bygninger, tomt og annen fast eiendom	2 287 789	2 460 451	2 545 426	2 957 821	3 193 568	3 326 658	3 211 142
Maskiner og anlegg	1 061 052	1 147 791	1 262 807	1 270 787	1 223 079	1 361 794	1 501 302
Driftsløsøre, inventar o.l.	414 528	402 734	380 633	464 739	437 611	735 719	696 341
Investeringer i tilknyttede selskap	186 186	217 533	168 596	224 757	260 223	286 639	303 178
Lån til tilknyttet selskap	36 858	34 569	7 750	12 091	10 426	9 461	7 500
Andre langsiktige fordringer	494 019	588 809	706 022	969 403	267 044	445 207	309 523
Sum langsiktige driftsrelaterte eiendeler	4 653 757	5 070 118	5 393 725	6 414 985	6 060 960	6 898 661	6 959 301
Kortsiktige eiendeler							
Råvarer, varer under tilvirkning, ferdigvarer o	2 692 601	2 934 603	3 414 192	3 297 625	3 489 197	3 216 813	3 206 006
Kundefordringer	1 833 610	1 849 373	1 852 526	1 634 172	1 478 245	1 676 762	2 001 745
Andre kortsiktige fordringer	321 287	243 140	259 948	691 909	505 672	413 641	381 653
Kontanter og bankinnskudd	346 372	360 095	388 198	411 566	423 891	454 010	459 115
Sum kortsiktige driftsrelaterte eiendeler	5 193 870	5 387 211	5 914 864	6 035 272	5 897 005	5 761 226	6 048 519
SUM DRIFTSRELATERTE EIENDELER	9 847 627	10 457 329	11 308 589	12 450 257	11 957 965	12 659 887	13 007 820
Finansielle eiendeler							
Langsiktige eiendeler							
Investeringer i aksjer og andeler	52 824	59 666	45 679	27 561	77 483	139 659	268 960
Sum langsiktige finansielle eiendeler	52 824	59 666	45 679	27 561	77 483	139 659	268 960
Kortsiktige eiendeler							
Markedsbaserte aksjer	2 455	0	0	0	0	0	0
Markedsbaserte obligasjoner	0	0	0	182	182	5 845	0
Krav på innbetaling av selskapskapital	0	0	0	0	59 558	0	84 960
Kontanter og bankinnskudd	727 057	322 985	570 400	529 973	634 019	438 509	494 315
Sum kortsiktige finansielle eiendeler	729 512	322 985	570 400	530 155	693 759	444 354	579 275
SUM FINANSIELLE EIENDELER	782 336	382 651	616 079	557 716	771 242	584 013	848 235
SUM EIENDELER	10 629 963	10 839 980	11 924 668	13 007 973	12 729 207	13 243 900	13 856 055

Tabell 6.3.4.3: Analytisk balanseregnskap (Egenkapital og Gjeld) - bransjen

Alle tall i NOK 1000							
Egenkapital							
Kontrollerende eierinteresser	3 782 681	3 865 666	3 971 274	4 248 611	4 000 611	4 254 827	4 347 790
Minoritetsinteresser	78 910	82 952	108 932	129 958	149 670	136 173	147 495
SUM EGENKAPITAL	3 861 591	3 948 618	4 080 206	4 378 569	4 150 281	4 391 000	4 495 285
Driftsrelatert gjeld							
Langsiktig gjeld							
Utsatt skatt	10 458	7 611	9 658	42 274	40 905	60 534	66 718
Sum langsiktig driftsrelatert gjeld	10 458	7 611	9 658	42 274	40 905	60 534	66 718
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld	1 180 454	1 318 110	1 321 759	1 466 096	1 386 405	1 503 299	1 695 138
Betalbar skatt	105 757	85 240	78 282	93 750	81 638	65 047	40 622
Skyldige offentlige avgifter.	299 210	310 290	321 240	258 096	312 018	357 698	349 499
Annen kostiktig gjeld	1 535 372	1 562 198	1 675 074	1 834 048	1 559 961	1 622 614	1 488 262
Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld	3 120 793	3 275 838	3 396 355	3 651 990	3 340 022	3 548 658	3 573 521
SUM DRIFTSRELATERT GJELD	3 131 251	3 283 449	3 406 013	3 694 264	3 380 927	3 609 192	3 640 239
Finansiell gjeld							
Langsiktig gjeld							
Pensjonsforpliktelser	139 606	111 127	91 520	55 546	52 460	57 278	59 624
Langsiktige finansielle forpliktelser	343 772	458 214	591 750	777 380	540 062	533 778	540 908
Avsetning for forpliktelser	135 137	245 537	168 109	154 418	158 240	127 427	81 634
Gjeld til kredittinstitusjoner	2 231 125	1 588 369	2 034 320	1 836 295	1 891 783	2 016 068	2 155 850
Obligasjonslån	500 000	900 000	935 000	1 725 000	2 000 000	1 988 000	2 368 000
Sertifikatlån	0	0	0	0	190 649	157 482	206 304
Sum langsiktig finansiell gjeld	3 349 640	3 303 247	3 820 699	4 548 639	4 833 194	4 880 033	5 412 320
Kortsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinstitusjoner	287 481	304 666	617 750	386 501	364 805	363 675	308 211
Sum kortsiktig finansiell gjeld	287 481	304 666	617 750	386 501	364 805	363 675	308 211
SUM FINANSIELL GJELD	3 637 121	3 607 913	4 438 449	4 935 140	5 197 999	5 243 708	5 720 531
SUM GJELD	6 768 372	6 891 362	7 844 462	8 629 404	8 578 926	8 852 900	9 360 770
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	10 629 963	10 839 980	11 924 668	13 007 973	12 729 207	13 243 900	13 856 055

Tabell 6.3.4.4: Analytisk kontantstrøm - bransjen

Kontantstrøm (tall i 1000)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsresultat	218 475	142 095	171 533	339 776	249 055	265 451	303 597	386 767	139 566	77 613
Unormalt driftsresultat	-7 102	168 441	100 044	4 804	-19 236	66 691	48 381	64 923	5 369	-52 853
Endring i investert kapital	11 771	-252 348	-74 029	334 458	659 687	383 005	-46 463	117 938	281 880	-534 967
Fri kontantstrøm fra drift	**199 603**	**562 884**	**345 606**	**10 122**	**-429 867**	**-50 863**	**398 442**	**333 752**	**-136 946**	**559 727**
Netto finansinntekt	53 420	35 827	35 081	29 022	25 570	33 705	23 188	23 215	16 465	34 650
Unormal netto finansinntekt	16 766	10 753	7 790	4 041	-8 821	-5 321	-1 381	-3 437	-9 509	0
Endring i finansielle eiendeler	-9 149	64 997	560 262	-318 072	332 537	-642 585	323 475	-72 140	118 863	475 850
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	**278 938**	**544 467**	**-171 786**	**361 258**	**-745 655**	**620 105**	**96 773**	**425 669**	**-248 854**	**118 527**
Netto finanskostnad	174 739	129 479	129 709	129 761	120 692	134 002	114 648	119 562	107 248	127 050
Endring i finansiell gjeld	-101 284	-592 545	323 063	-48 939	891 525	206 136	69 631	-50 445	359 915	75 775
Netto minoritetsresultat	11 392	15 549	17 544	17 778	22 296	22 383	19 568	28 825	29 539	27 000
Endring minoritetsinteresser	7 695	8 301	6 464	4 042	25 980	21 026	16 474	-13 868	11 132	10 000
Fri kontantstrøm til EK	**-782**	**-184 805**	**10 488**	**168 822**	**28 862**	**690 881**	**48 662**	**212 969**	**-14 593**	**50 252**

6.4 Kredittanalyse

Kredittanalyse utføres for å vurdere et selskaps evne til å møte sine finansielle forpliktelser i tide. Analysen gjøres fra en brukers perspektiv, for eksempel kreditorer, banker, leverandører eller analytikere (Petersen m. fl. 2017). Kredittrisiko er kreditors risiko for at lånet og rentebetalinger helt eller delvis misligholdes slik at kreditor påføres tap. Ettersom kreditor uansett ikke kan få igjen mer enn hovedstol og renter har kreditor ingen oppside ved

gjeldsforholdet (Penman, 2013). Det er ikke mulig for kreditor å diversifisere bort kredittrisikoen i sin helhet, og den blir dermed å regne som systematisk risiko.

Nåværende gjeldssituasjon

Tabell 6.4.1 viser Norturas samlede gjeld fra det analytiske regnskapet. Det kan argumenteres for at utviklingen i gjeld i seg selv er lite interessant, da den først og fremst er interessant å sammenligne med utviklingen i eiendeler og omsetning. Det vil gjøres en rekke analyser knyttet til gjeld senere i kapittelet, og oversikten under vises for å gi en oversikt over de ulike gjeldspostene.

I perioden 2008 til 2017 har Norturas omsetning vokst fra 16,6 milliarder til 23,5 milliarder. Det er et relativt proporsjonalt forhold mellom veksten i omsetning og langsiktige driftseiendeler (denne sammenhengen demonstreres i delkapittel 7.3), og det vil være naturlig å finansiere en del av veksten i eiendeler med gjeld. Med andre ord er det ikke oppsiktsvekkende at Norturas gjeld har steget betydelig i perioden. Leverandørgjeld vil typisk også stige i takt med omsetningen. Annen ikke-rentebærende kortsiktig gjeld er ikke spesifisert i notene, men utviklingen i denne gjeldsposten virker også å være relativt proporsjonal med omsetningen. For den finansielle gjelden er har det vært et jevnt opptak av obligasjonslån siden 2008, og det ble utstedt et hybrid obligasjonslån på 500 millioner i andre tertial 2018. Hybridlånet ble imidlertid motsvart av en nærmest tilsvarende reduksjon i langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner, og økningen i total, finansiell gjeld i de to første tertialene i 2018 er under 200 millioner (Nortura SA, 2017d) (Nortura SA, 2018b).

Hybridlånet har en egenkapitalkvalitet på 50 prosent (Nortura SA, 2018b). Dette gir grunnlag for en diskusjon om hvorvidt det er riktig å klassifisere hele lånet som gjeld og ingenting som egenkapital. Nortura har i sitt eget regnskap klassifisert lånet som langsiktig finansiell gjeld, hvilket trekker i retning av å klassifisere hele som gjeld. Det avgjørende blir imidlertid Norturas intensjon om å løse ut verdipapirene om fem år (Nortura SA, 2018b), hvilket tilsier at hybridlånet i praksis vil virke som et vanlig lån. Det klassifiseres derfor i sin helhet som gjeld i det analytiske regnskapet

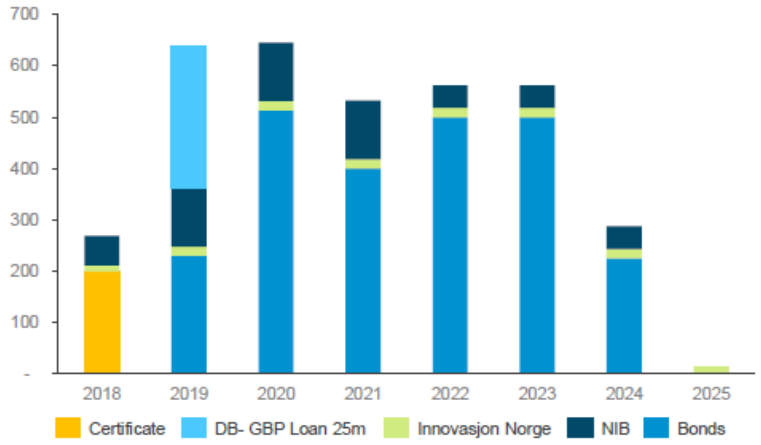
Tabell 6.4.1: Gjeldsstruktur

Alle tall i NOK (1000)	Note	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsrelatert gjeld												
Langsiktig gjeld												
Utsatt skatt		54 650	43 700	42 658	43 892	45 511	47 030	75 563	69 558	63 982	61 155	26 000
Sum langsiktig driftsrelatert gjeld		54 650	43 700	42 658	43 892	45 511	47 030	75 563	69 558	63 982	61 155	26 000
Kortsiktig gjeld												
Leverandørgjeld		829 473	786 010	977 987	824 595	999 294	905 284	1 090 343	1 024 976	1 021 683	1 176 413	1 403 000
Betalbar skatt		27 695	43 271	50 080	54 719	47 953	49 239	48 437	54 345	33 823	24 768	-1 000
Skyldige offentlige avgifter.		261 504	254 395	216 359	229 932	220 523	233 208	188 480	212 641	257 690	233 812	258 000
Annen ikke-rentebærende kortsiktig gjeld		676 049	951 584	774 442	1 013 441	883 961	688 870	949 099	952 593	1 044 712	914 743	934 000
Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld		**1 794 721**	**2 035 260**	**2 018 868**	**2 122 687**	**2 151 731**	**1 876 600**	**2 276 359**	**2 244 556**	**2 357 908**	**2 349 735**	**2 594 000**
SUM DRIFTSRELATERT GJELD		1 849 371	2 078 960	2 061 526	2 166 579	2 197 242	1 923 630	2 351 922	2 314 114	2 421 890	2 410 890	2 620 000
Finansiell gjeld												
Langsiktig gjeld												
Pensjonsforpliktelser		354 323	359 492	142 715	116 439	95 044	81 954	187 921	47 277	51 333	54 755	55 000
Langsiktige finansielle forpliktelser		0	0	0	0	111 980	3 459	2 521	0	727	727	1 000
Avsetning for forpliktelser	13	316 753	282 630	167 553	135 137	133 557	164 650	151 897	158 240	126 700	79 307	196 000
Gjeld til kredittinstitusjoner		1 322 860	1 096 977	961 393	1 697 936	1 170 398	1 580 214	1 300 305	1 273 138	1 154 510	1 310 513	678 000
Obligasjonslån		716 000	1 000 000	880 500	500 000	900 000	935 000	1 725 000	2 000 000	1 988 000	2 368 000	2 368 000
Ansvarlig lån		2 739	2 702	52	0	0	0	0	0	0	0	0
Hybridlån		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	500 000
Annen langsiktig gjeld		35 945	35 352	31 719	37 155	34 274	41 402	146 881	91 141	52 797	42 225	42 000
Sum langsiktig finansiell gjeld		**2 748 620**	**2 777 153**	**2 183 932**	**2 486 667**	**2 445 252**	**2 806 680**	**3 514 524**	**3 569 796**	**3 374 066**	**3 855 528**	**3 840 000**
Kortsiktig gjeld												
Gjeld til kredittinstitusjoner	11	148 021	18 204	18 881	56 392	30 411	339 328	65 037	63 689	216 295	91 458	110 000
Rentebærende kortsiktig gjeld til medlemmer	11	249 527	249 527	249 527	232 344	250 800	471 981	244 563	260 269	252 948	256 239	329 000
Sum kortsiktig finansiell gjeld		**397 548**	**267 731**	**268 408**	**288 736**	**281 211**	**811 309**	**309 600**	**323 958**	**469 243**	**347 697**	**439 000**
SUM FINANSIELL GJELD		3 146 169	3 044 885	2 452 340	2 775 402	2 726 463	3 617 988	3 824 124	3 893 755	3 843 310	4 203 225	4 279 000
SUM GJELD		4 995 539	5 123 844	4 513 865	4 941 981	4 923 705	5 541 619	6 176 046	6 207 869	6 265 199	6 614 115	6 899 000
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		**7 400 401**	**7 632 612**	**7 427 827**	**8 019 112**	**8 066 161**	**8 784 774**	**8 953 485**	**9 192 689**	**9 346 262**	**9 736 007**	**9 887 000**

Merk: I 2018 er gjelden målt ved utgangen av andre tertial.

Gjeldens forfallsstruktur presenteres her fordi den er relevant for de følgende analysene. Omfanget av og tidspunktet for gjeldens forfall er viktig når finansieringsbehovet skal vurderes (Petersen m. fl. 2017). Det fremgår av figuren at Nortura har betydelig forfall av gjeld de neste syv årene (Nortura SA, 2018).

Figur 6.4.2: Forfallsstruktur gjeld (NOK millioner)



Kilde: (Nortura SA, 2018)

6.4.1 Kredittrating

I det følgende vil ulike finansielle nøkkeltalls egnethet drøftes, og dem som anses hensiktsmessige vil brukes til å vurdere likviditetsrisiko på kort og lang sikt. Videre vil statistiske modeller brukes til å supplere de tidligere analysene. Gjenvinnbare verdier ved konkurs vil deretter vurderes for å estimere kreditorenes tap ved konkurs. Basert på disse analysene vil det bestemmes en kredittrating. Kredittratingen gir opphav til en kredittrisikopremie. Det understrekes at konkurs og mislighold av forpliktelser ikke er det samme i praksis selv om begrepene nærmest brukes som synonymer.

Kort om de påfølgende analysene

Utgangspunktet er at det er ønskelig å gjøre alle analysene for hele tidsperioden fra 2008 til 2018, og sammenligne Norturas nøkkeltall med bransjens nøkkeltall. Det er imidlertid begrenset regnskapsinformasjon tilgjengelig om majoriteten av konkurrentene. Dette innebærer at sammenligning bare kan gjøres fra 2012. Det er heller ikke tilgjengelig delårsrapportering for konkurrentene, og det tilfører lite å legge til grunn at 2018 er likt som 2017. Følgelig vil Nortura sammenlignes med bransjen kun i årene 2012 til 2017. Det er også enkelte analyser som krever noteinformasjon knyttet til blant annet investeringer og forfallsstruktur. Dette er heller ikke tilgjengelig for konkurrentene, og derfor utelates bransjen fra denne typen analyser. For majoriteten av analysene vil imidlertid konkurrentene inkluderes. Det er også verdt å bemerke at Nortura utgjør en meget betydelig andel av bransjen. Siden Nortura er inkludert i bransjeregnskapet, vil alle tall for bransjen konvergere mot Norturas egne tall.

Langsiktig likviditetsrisiko

Langsiktig likviditetsrisiko handler om selskapets finansieringsstruktur, om driftens evne til å betale avdrag og rentekostnader på lang sikt og hvorvidt det foreligger likviditetsreserver (Petersen m. fl. 2017).

Finansieringsstruktur

Med en sunn finansieringsstruktur menes hvorvidt det er god balanse mellom egenkapital, langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld, og om denne strukturen passer til eiendelsstrukturen og virksomhetsrisikoen (Petersen m. fl. 2017).

Egenkapital

Egenkapital skiller seg fra fremmedkapital ved at den ikke krever renter, og i perioder med presset likviditet er det derfor gunstig med høy egenkapitalandel for å opprettholde best mulig likviditet. Følgelig fungerer egenkapital som en buffer mot både kortsiktige og langsiktige tap, og det er nødvendig for alle selskaper med tilstrekkelig egenkapital for å tåle svake perioder og uforutsette hendelser. Det presiseres at det ikke finnes noe absolutt mål for hva som er tilstrekkelig egenkapitalandel, og at det viktigste er at egenkapitalen er tilstrekkelig for å dekke de svingningene som rimeligvis kan oppstå i den bransjen foretaket opererer. Det er imidlertid ingen tvil om svært lav eller negativ egenkapitalandel er uheldig. Egenkapitalandel har også blitt bevist å være blant de beste nøkkeltallene for å predikere konkurs på et tidlig tidspunkt og tilstrekkelig egenkapitalandel er derfor en vanlig lånebetingelse fra banker (Petersen m. fl. 2017). I de følgende beregningene er den bokførte verdien av egenkapitalen lagt til grunn.

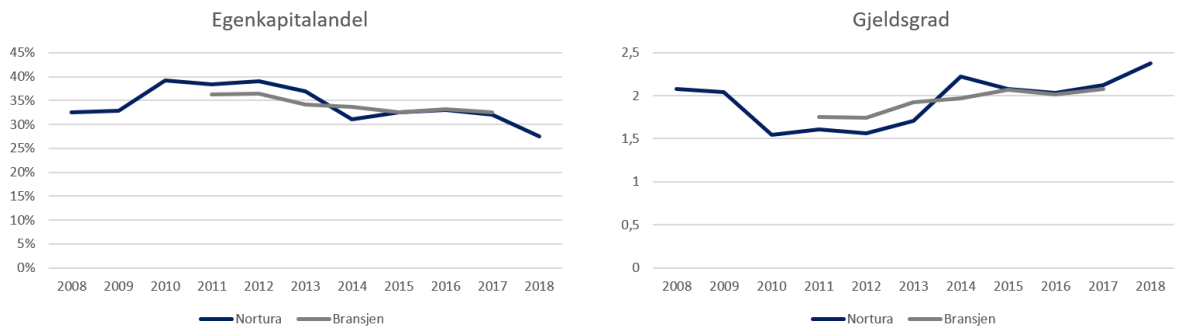
Basert på betaverdier for sammenlignbare selskaper i andre europeiske land presentert i delkapittel 2.4.3, er det rimelig å anta at svingningene i bransjen er relativt små. Dette tilsier at selskaper i kjøttbransjen kan klare seg med en relativt liten buffer, og at de derfor kan leve med relativt lav egenkapitalandel. I samme retning trekker det at Norturas balanse i stor grad består av harde driftsmidler heller enn for eksempel goodwill og andre immaterielle eiendeler som typisk må nedskrives når selskapet presterer dårlig.

Petersen m. fl. (2017) mener det er to nøkkeltall som bør brukes knyttet til egenkapitalandel (disse måler i praksis det samme):

(17) $$Egenkapitalandel = \frac{E}{TA}$$

(18) $$Gjeldsgrad = \frac{TL}{E}$$

Figur 6.4.1.1: Egenkapitalandel og gjeldsgrad



Til tross for det relativt lave behovet for egenkapital ser utviklingen i figurene over dramatisk ut. En reduksjon i Norturas egenkapitalandel på rundt 12 prosent mellom 2012 og 2018 er betydelig. Nedgangen er imidlertid mindre dramatisk enn figurene gir uttrykk for. Egenkapitalandelen i 2014 er redusert med 5,9 prosent som følge av endring av et regnskapsprinsipp for pensjon (Nortura SA, 2015d). Dette innebærer at egenkapitalnivået i praksis var relativt stabilt mellom 2010 og 2017. Egenkapitalens følsomhet for regnskapsprinsipper kan sies å redusere egenkapitalens relevans, og understreker poenget om at det ikke det ikke finnes noen fast egenkapitalandel som er å anse som tilstrekkelig. Den kraftige reduksjonen for 2018 er basert på et trailet balanseregnskap og denne er det dermed knyttet forbehold til. Det er likevel sannsynlig at egenkapitalen vil reduseres i 2018.

Nortura er et stort selskap i en relativt stabil bransje. Eiendelssiden av balansen består dessuten primært av harde driftsmidler som holder seg bedre i verdi enn immaterielle eiendeler dersom selskapet presterer dårlig. Disse faktorene trekker i retning av at 27 prosent egenkapitalandel er tilstrekkelig. Egenkapitalandelen bør imidlertid ikke fortsette å synke i årene som kommer. Bransjens egenkapitalandel har over tid ligget omtrent på samme nivå som Norturas. Dette er ikke overraskende ettersom Nortura utgjør en stor del av bransjen og bransjen derfor konvergerer mot Nortura.

Det kan være hensiktsmessig å foreta noen justeringer av nøkkeltallene over[39]. Ved å ha totale eiendeler i nevneren ved beregning av egenkapitalandel inkluderes også finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler kan selges for å nedbetale gjeld uten å påvirke driften (de er klassifisert som finansielle nettopp fordi de ikke har betydning for driften). Det er urimelig at eiendeler som kan selges i dårlige tider skal svekke et nøkkeltall som har til hensikt å måle soliditet og konkursrisiko. Det er derfor mer hensiktsmessig å legge til grunn netto rentebærende gjeld[40] i beregningene, noe som gir opphav til følgende nye nøkkeltall:

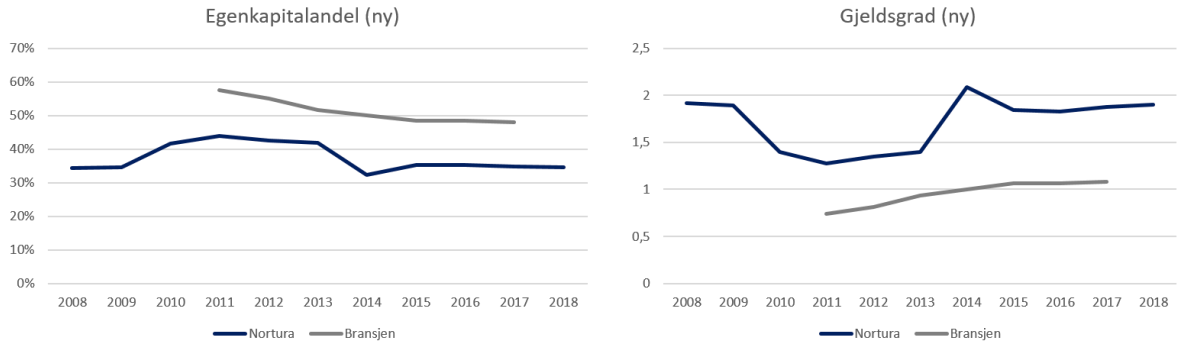
(19) $$Egenkapitalandel\ (ny) = \frac{E}{E + NIBL}$$

[39] Resonnementet er basert på Finn Kinserdals forelesninger i BUS424N våren 2018

[40] Netto rentebærende gjeld er i praksis det samme som netto finansiell gjeld. Netto rentebærende gjeld benyttes i denne sammenhengen fordi det her anses som mer pedagogisk

(20) $$Gjeldsgrad(ny) = \frac{NIBL}{E}$$

Figur 6.4.1.2: Egenkapitalandel og gjeldsgrad



De nye nøkkeltallene viser en noe annen trend enn den som fremgikk ved å bruke de tradisjonelle nøkkeltallene. Der de sistnevnte viser en klar negativ trend fra 2017 til 2018, hensyntar de nye nøkkeltallene økningen i kontanter og bankinnskudd i 2018. Denne trekkes fra nettogjelden, noe som får en betydelig positiv effekt. Ettersom nøkkeltallet har til hensikt å si noe om soliditet og konkursrisiko, er det rimelig at en økning i eiendeler som bidrar til å redusere konkursrisiko også skal innregnes. Disse nøkkeltallene tillegges derfor større vekt enn de tradisjonelle.

Ettersom Nortura ikke er børsnotert er alle tallene som her brukes basert på bokførte verdier og ikke på markedsverdier ettersom markedsverdiene ikke er kjente (disse finnes senere i oppgaven). Det er flere årsaker til at bruk av bokført verdi ikke er heldig. Ved å legge markedsverdier til grunn sikres det at alle eiendeler og all gjeld, også det som eventuelt ikke finnes i balansen, inkluderes. Dette er naturligvis ønskelig da nøkkeltallene best vil reflektere virkeligheten dersom alt er med. Markedsverdier anbefales derfor dersom det er tilgjengelig. Det kan også argumenteres for at markedsverdi av egenkapital er mer fremoverskuende enn bokført egenkapital. Dette er fordi førstnevnte er basert på hva markedet mener selskapet er verdt basert på fremtidige resultater, mens sistnevnte legger til grunn hva eiendelene ble anskaffet for i sin tid (Petersen m. fl. 2017). Siden egenkapitalandel brukes som en konkursindikator og det selvsagt er ønskelig med en konkursindikator som er fremoverskuende heller enn bakoverskuende, bør nok markedsverdier brukes dersom de er tilgjengelige. En siste faktor som taler for bruk av markedsverdi av egenkapital fremfor bokført verdi er at eiendelene i balansen måles på en rekke ulike måter. Det kan dermed diskuteres hvorvidt det er rimelig å tillegge bokført egenkapital en økonomisk fortolkning ved normal drift. Dersom regnskapet er nedskrevet er det imidlertid i større grad lagt

markedsverdier til grunn, noe som også kan bidra til å forklare egenkapitalandelens høye prediksjonskraft i forbindelse med konkurser[41].

Kortsiktig versus langsiktig finansiering

Finansieringsstruktur handler ikke bare om forholdet mellom egenkapital og gjeld. Også forholdet mellom langsiktig og kortsiktig finansiering har betydning. Som et utgangspunkt bør langsiktige eiendeler finansieres med langsiktig gjeld og egenkapital mens kortsiktige eiendeler bør finansieres med kortsiktig gjeld. Årsaken til dette er at langsiktige eiendeler typisk gir stabile kontantstrømmer over mange år, og det vil være risikofylt å reforhandle finansieringen av disse eiendelene hvert år uten at eiendelene kan endres. Dette er ønskelig også fra bankens side ettersom langsiktige eiendeler som bygninger, maskiner og lignende typisk er gode panteobjekter. Kortsiktige eiendeler er det derimot hensiktsmessig å finansiere kortsiktig ettersom det vil være uheldig å sitte med langsiktig gjeld og rentekostnader etter eiendelen er solgt (Petersen m. fl. 2017).

Det er imidlertid vanlig at langsiktig finansiering overstiger langsiktige eiendeler slik at noe kortsiktige eiendeler finansieres langsiktig. Dette skyldes at den faste delen av arbeidskapitalen ikke kan avhendes og derfor i realiteten er en langsiktig eiendel. Følgelig er det hensiktsmessig å finansiere denne langsiktig, noe bankene også er villig til ettersom de kan få pant i blant annet kundefordringer og varelager. Dette gir opphav til følgende formel (Petersen m. fl. 2017):

(20) $$Langsiktig\ finansieringsratio = \frac{FND}{ONA + MLNWC - E}$$

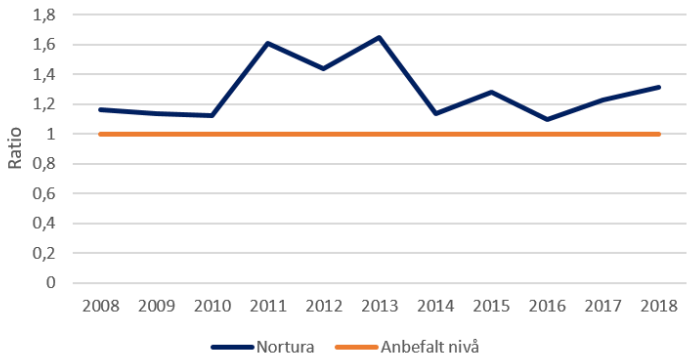
Basert på drøftelsen over bør den langsiktige finansieringsratioen være rundt 1. Hvis ratioen er betydelig under 1 finansierer selskapet en vesentlig del av sine langsiktige eiendeler og faste arbeidskapital med kortsiktig gjeld. Alt annet likt øker dette selskapets likviditetsrisiko (Petersen m. fl. 2017).

For å kunne beregne langsiktig finansieringsratio må det gjøres et anslag på størrelsen på den faste delen av arbeidskapitalen. Den faste delen av arbeidskapitalen beregnes her som den

[41] Siste del av resonnemntet er basert på Finn Kinserdals kurs BUS424N våren 2018

minste forskjellen mellom kortsiktige driftseiendeler og kortsiktig driftsrelatert gjeld som prosent av omsetningen gjennom analyseperioden. Dette gir opphav til følgende langsiktig finansieringsratio:

Figur 6.4.1.3: Langsiktig finansieringsratio



Det tas et lite forbehold knyttet til hvorvidt det beregnede nivået for den faste delen av arbeidskapitalen faktisk reflekterer den faste delen av egenkapitalen. Av figuren fremgår det at Nortura tradisjonelt finansierer deler av sine kortsiktige eiendeler langsiktig. Med unntak av årene 2011, 2012 og 2013 er nivået for langsiktig finansiering imidlertid ikke urimelig høyt, da det er vanskelig å ha et perfekt forhold mellom langsiktig og kortsiktig finansiering. Likviditetsrisikoen er kanskje også større dersom den kortsiktige finansieringsratioen er under 1 enn over 1 da det nok er høyere risiko knyttet til å måtte reforhandle finansiering av eksisterende driftsmidler enn å ha en mindre fleksibel nedbetalingsplan for gjelden. Finansieringsratioen må derfor kunne sies å være tilfredsstillende.

Samlet sett virker Norturas finansieringsstruktur per dags dato å være tilfredsstillende, men det vil bli problemer knyttet til egenkapitalandelen dersom den faller i årene fremover. Forholdet mellom kortsiktig og langsiktig finansiering virker fornuftig.

Samvirkespesifikke forhold knyttet til finansieringsstruktur

Norturas organisering som samvirkeforetak må hensyntas også i forbindelse med finansieringsstrukturen. Som forklart i delkapittel 3.3.2 om kapitalstruktur, er det mer krevende for samvirkeforetak å hente egenkapital enn det er for aksjeselskaper. Mens aksjeselskaper kan hente inn egenkapital gjennom emisjoner der nye eiere kan komme til og eksisterende eiere kan velge om de vil være med på emisjonen eller ikke, er ikke fleksibiliteten like stor hos samvirkeforetak. Dersom disse skal hente mer egenkapital kreves det normalt at hele egenkapitalinnskuddet kommer fra samvirkeforetakets medlemmer, og at

alle medlemmene skyter inn den samme summen. Siden et egenkapitalinnskudd i et samvirkeforetak dermed forutsetter at alle eksisterende medlemmer skyter inn egenkapital, vil dette typisk gå på bekostning av antall medlemmer slik det gjorde for Nortura i 2010 (Nortura SA, 2009d) (Nortura SA, 2010d). Det er heller ikke hensiktsmessig å hente egenkapital fra andre enn medlemmer. Dette skyldes at utdeling i samvirkeforetak, som det ble forklart i delkapittel 2.3 om samvirkemodellen, fordeles etter den enkeltes omsetning i foretaket, ikke etter innskutt egenkapital (Samvirkesenteret, u.d.). Dette medfører at det vil bli svært krevende å fordele utbytte mellom dem som har skutt inn egenkapital for kapitalavkastning, og dem som har skutt inn som medlemmer og driver virksomhet gjennom foretaket. Oppsummert innebærer dette at samvirkeforetak i mindre grad enn aksjeselskaper kan justere sitt forhold mellom egenkapital og gjeld. Dette er en rigiditet som øker foretakets finansieringsrisiko.

Likviditet fra driften sammenlignet med gjeld og gjeldskostnader

I det følgende vil likviditeten fra Norturas drift vurderes mot renter og avdrag og mot foretakets totale gjeld. Analysene vil baseres både på tradisjonelle og nye nøkkeltall.

Likviditet fra driften til å betale renter og avdrag

Hovedspørsmålet knyttet til likviditet er hvorvidt driften klarer å betale renter og avdrag (Petersen m. fl. 2017). Petersen m. fl. (2017) presenterer en rekke ulike nøkkeltall for å vurdere hvorvidt dette er tilfellet. Det store antallet ulike nøkkeltall er en indikator på at det er vanskelig å finne et enkelt nøkkeltall som alltid reflekterer den faktiske likviditetssituasjonen. Det anses dermed som hensiktsmessig å drøfte hvert enkelt nøkkeltalls funksjonalitet etterhvert som de gjennomgås.

Nøkkeltallet som kanskje svarer mest direkte på spørsmålet om hvorvidt driften klarer å betale avdrag er det følgende (Petersen m. fl. 2017):

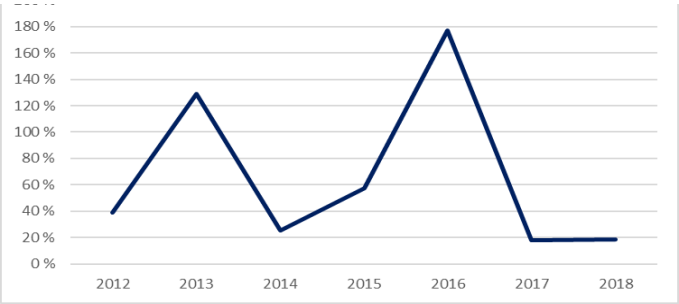
(21) $$Driftens\ dekningsgrad = \frac{NOPAT}{NFE + IN}$$

Det er både teoretiske og praktiske ulemper med dette nøkkeltallet[42]. Det er sårbart for endringer i avskrivningstider og praktisering av andre regnskapsprinsipper siden NOPAT er

[42] Resonnementet er basert på Finn Kinserdals forelesninger i BUS424N våren 2018

relativt “langt nede” i regnskapet. Det kan anføres at dagens avskrivninger er lavere enn morgendagens investeringer på grunn av inflasjon og at nøkkeltallet derfor systematisk vil undervurdere kostnadene ved nye investeringer. Ved å legge til grunn netto finanskostnader inkluderes også finansinntekter, hvilket åpner for at nevneren kan påvirkes betydelig av engangsposter som gevinster og tap på aksjer. Det sistnevnte løses her ved å normalisere regnskapet.

Figur 6.4.1.4: Driftens dekningsgrad



Analysen er kun gjort fra 2012 fordi det for tidligere perioder ikke er nok informasjon i årsrapportene til å kunne kartlegge avdragene i de enkelte årene. Det er ikke tilgjengelig forfallsstruktur for bransjen og nøkkeltallet er derfor ikke beregnet på bransjenivå. Hvorvidt det blir mest riktig å legge til grunn avdragene som betales i året eller for året etter avhenger av når avdragene skal betales. Dette varierer for de ulike lånene, men siden mange forfaller sent i året sammenlignes driftsresultatet i det enkelte året med samme års avdrag.

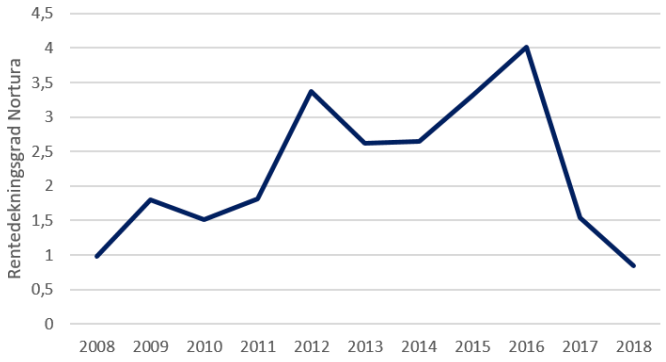
Det er store fluktuasjoner i dekningsgrad mellom årene, hvilket skyldes betydelige variasjoner i hvor mye gjeld som forfaller og størrelsen på driftsresultatet. Netto rentekostnader er relativt stabile. Dekningsgraden er på sitt laveste nivå i perioden i 2017 og 2018, hvilket i utgangspunktet er en bekymringsverdig utvikling. Avdragene disse årene er imidlertid betydelig høyere enn i 2016. På den andre siden vil avdragene være rundt dobbelt så høye som i 2018 de fem påfølgende årene (Nortura SA, 2018). Det er også sannsynlig at finanskostnadene vil øke i takt med stigende renter i årene som kommer. Dersom avdragene for 2019 legges til grunn, men driftsresultat og renter fra 2018 holdes fast, er dekningsgraden på rundt ti prosent for 2019. Dette taler for at Norturas langsiktige likviditetssituasjon er svært krevende dersom lønnsomheten ikke bedres.

Det poengteres at avdragene i sin helhet ikke må dekkes hvert år. Dersom alle avdragene ble betalt hvert år uten å bli refinansiert ville foretaket i løpet av relativt få år vært finansiert utelukkende av egenkapital, hvilket verken ikke er nødvendig eller gunstig. Det er derfor

vanlig å refinansiere selskapets lån når de forfaller, og slik sett kan det være hensiktsmessig å ekskludere avdragene og bare vurdere selskapets evne til å betale netto rentekostnader. Dette gir opphav til følgende formel (Petersen m. fl. 2017):

(22) $$Rentedekningsgrad = \frac{NOPAT}{NFE}$$

Figur 6.4.1.5: Rentedekningsgrad Nortura



Som det fremgår av figuren har det vært en dramatisk forverring av dette nøkkeltallet siden 2016. For 2018 er det driftens rentedekningsgrad 83 prosent. Dette er meget svakt ettersom det innebærer at Nortura må ta opp lån for å kunne betale renter på sine eksisterende lån. Dette trekker i retning av en betydelig langsiktig likviditetsrisiko. Nøkkeltallet er ikke beregnet på bransjenivå fordi det ikke er mulig å skille rentekostnader fra finanskostnader for mange konkurrenter.

Det kan være formålstjenlig å ytterligere justere nøkkeltallet for driftens rentedekningsgrad. I likviditetssammenheng hjelper det ikke å levere gode resultater dersom kontantstrømmene er svake. For selskaper som har store avvik mellom kontantstrømmer og resultater kan det derfor være hensiktsmessig å legge kontantstrøm til grunn. Dette er typisk tilfellet for selskaper som vokser mye. Nortura er på sin side i en stabil vekstfase og det er sannsynlig at kontantstrømmer skaper støy i tallene fordi de ikke glattes mellom årene slik som resultatene. Dersom det ble brukt ville formelen sett slik ut (Petersen m. fl. 2017):

(23) $$Rentedekningsgrad = \frac{CFO}{NFE}$$

De to nøkkeltallene er imidlertid ikke helt ekvivalente ettersom driftsresultatet inkluderer avskrivninger, mens kontantstrøm fra drift ekskluderer reinvesteringer. Dersom sistnevnte nøkkeltall skal brukes bør nok fremtidige investeringer trekkes fra i telleren. Her anses det

imidlertid ikke å tilføre noe utover det som allerede er beregnet, og kontantstrømbasert rentedekningsgrad vil derfor ikke bli beregnet.

Likviditet fra driften til å betjene total gjeld

Petersen m. fl. (2017) tar også for seg nøkkeltall som sammenligner kontantstrømmer med gjeld og trekker blant annet fram det følgende:

(24) $$Kontantstrøm\ fra\ drift - ratio = \frac{CFO}{TL}$$

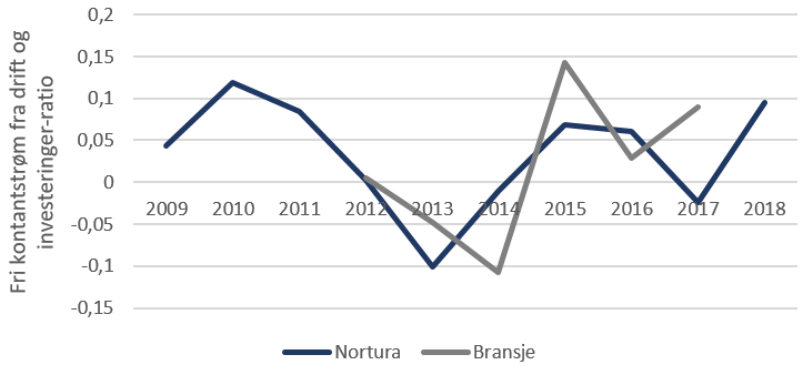
Kontantstrøm fra drift dividert med total gjeld viser i hvilken grad dagens operasjonelle kontantstrømmer er i stand til å tilbakebetale gjeld. Dersom kontantstrøm fra drift-ratioen er høy vil den langsiktige likviditetsrisikoen være lav fordi selskapet har nok likvider til å betale gjelden. Det er imidlertid hensiktsmessig å justere både teller og nevner i dette nøkkeltallet. Petersen m. fl. (2017) foreslår å erstatte total gjeld i nevneren med netto rentebærende gjeld, hvilket innebærer at de finansielle eiendelene trekkes fra den rentebærende gjelden. Det er mer hensiktsmessig å legge til grunn nettogjelden fordi de finansielle eiendelene når som helst kan selges for å betale gjeld. Mot telleren kan det innvendes at kontantstrøm fra drift ekskluderer reinvesteringer. Ettersom det er nødvendig for Nortura å investere for å kunne drive virksomheten på lang sikt, vil nøkkeltallet gi et skjevt bilde av likviditetssituasjonen dersom reinvesteringer ekskluderes. Følgelig legges fri kontantstrøm fra drift i den analytiske kontantstrømmen til grunn. Dette gir opphav til følgende nøkkeltall[43]:

(25) $$Fri\ kontantstrøm\ fra\ drift\ og\ investeringer - ratio\ (ny) = \frac{FCFF}{NIBL}$$

Norturas og bransjens kontantstrøm fra drift og investeringer-ratio har vært som følger de siste ti årene:

[43] NIBL er i praksis det samme som NFD, men rukes her fordi det i denne sammenhengen anses som mer pedagogisk

Figur 6.4.1.6: Fri kontantstrøm fra drift og investeringer-ratio



Årene med negativ ratio skyldes negativ kontantstrøm fra drift og nettoinvesteringer. Dette er vanligvis på grunn av betydelige nettoinvesteringer i året. Selv om ratioene fluktuerer betydelig, er det åpenbart at både Nortura og bransjen har hatt svak evne til å tilbakebetale forpliktelsene sine de siste årene. Selv i de beste årene har de ikke hatt evne til å betale mer enn noe i overkant av ti prosent av sin rentebærende gjeld. I likhet med tidligere analyser trekker også denne i retning av Norturas langsiktige likviditetssituasjon er presset ettersom driftsoverskuddet er svært lavt sammenlignet med gjeld og gjeldskostnader. Bransjen ser noe bedre ut.

Som det fremgår av drøftelsene knyttet til nøkkeltallene for langsiktig likviditetsrisiko, har alle sine svakheter. Det foreslås derfor et nytt nøkkeltall som brukes til å vurdere Norturas dekningsgrad for renter og avdrag.

Forslag til nytt nøkkeltall for å vurdere evnen til å betale renter og avdrag[44]

I avsnittene over er det foreslått endringer i tradisjonelle nøkkeltall for å bedre kunne vurdere Norturas evne til å dekke renter og avdrag. Følgende svakheter er identifisert i de tradisjonelle nøkkeltallene:

- Kontantstrømmer periodiserer ikke innbetalinger og utbetalinger mellom årene og fluktuerer dermed derfor tilfeldig.
- Det er vanlig å ekskludere reinvesteringer når kontantstrømmer legges til grunn.
- Resultattall viser ikke hvordan likviditetssituasjonen faktisk utvikler seg, noe som tross alt er hensikten med likviditetsanalyser.

[44] Nøkkeltallet og relaterte resonnement er basert på Finn Kinserdals forelesninger i BUS424N våren 2018

- Netto finanskostnader inkluderer andre finansinntekter og finanskostnader, hvilket øker sannsynligheten for at unormale poster inkluderes og påvirker analysene.
- Det er netto rentebærende gjeld som er interessant i et likviditetsperspektiv, ikke total gjeld. Netto rentebærende gjeld hensyntar muligheten for å selge finansielle eiendeler for å betale gjeld uten å svekke driften

Hensikten med et nytt nøkkeltall bør være å utbedre de ovennevnte svakhetene og fokusere på de faktorene som er viktigst for den langsiktige likviditetssituasjonen. Nøkkeltallet er nok aller mest hensiktsmessig å bruke fremoverskuende, men siden regnskapsanalysen er ment å være bakoverskuende vil også dette nøkkeltallet benyttes på historiske tall. Følgende nøkkeltall blir derfor foreslått:

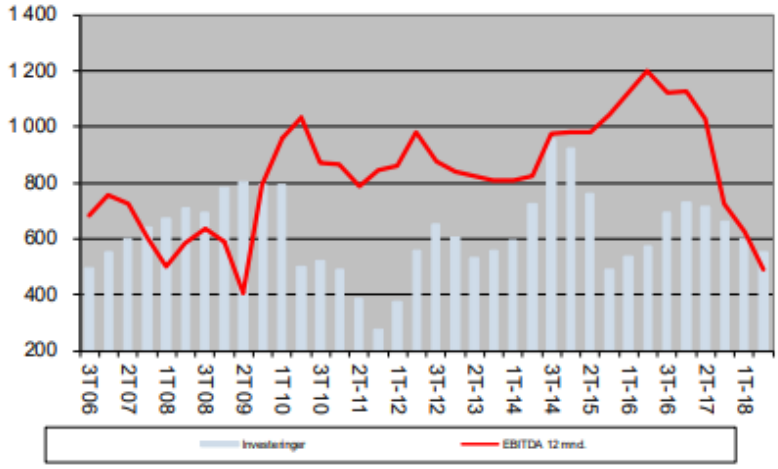
(25) $$Driftens\ dekningsgrad\ (ny) = \frac{EBITDA - NINV}{NIE + NIN}$$

Begrunnelsen for å bruke EBITDA i telleren er at det er lite sårbart for regnskapsmanipulasjon og ulik bruk av regnskapsprinsipper, det periodiserer innbetalinger og utbetalinger mellom årene og ved å ekskludere avskrivninger og nedskrivninger er det en god tilnærming til en normalisert kontantstrøm. Investeringene trekkes fra ettersom EBITDA ikke inkluderer avskrivninger. Dette gir imidlertid også muligheten til å legge til grunn forventede investeringer fremfor å bruke årets avskrivninger som mest sannsynlig undervurderer fremtidens investeringer. Hvilket investeringsnivå som bør legges til grunn for Nortura diskuteres under.

Nevneren består av netto rentekostnader og normalavdrag. Ved å legge til grunn netto rentekostnader fremfor netto finanskostnader ekskluderes gevinster og tap fra finansaktiviteter. Dette er hensiktsmessig fordi slike poster gjerne har lite prediksjonskraft for fremtiden, men skaper støy i nøkkeltallet. Avdragene kan variere betydelig mellom årene, og det er derfor hensiktsmessig å legge til grunn avdragene som anses som normale fremfor at den langsiktige likviditetssituasjonen svinger hvert år fordi de årlige avdragene varierer. Som nevnt tidligere kan avdrag normalt refinansieres og de kunne dermed vært ekskludert fra nevneren. Her er de inkludert for å gi et mer helhetlig bilde av likviditetssituasjonen, og fordi det nok er ønskelig både fra kreditors og debitors side at gjelden tilbakebetales. Det er hensiktsmessig å legge til grunn neste års utbetalinger (renter og avdrag) fremfor total gjeld fordi dette gir muligheten til å sammenligne likvidene som går inn i virksomheten med dem som går ut i det enkelte året.

Videre er spørsmålet hva som bør legges til grunn som investeringsnivå og normalavdrag. Hva angår investeringer, er det for fremtiden naturlig å vurdere det fremtidige behovet for investeringer basert på historisk investeringsnivå, vekstforventninger og hvorvidt det er over- eller underinvestert i foregående perioder. Regnskapsanalysen er imidlertid bakoverskuende, og det historiske investeringsnivået legges derfor til grunn. Siden det tilsynelatende er tilfeldig i hvilket år investeringene gjøres, benyttes gjennomsnittlige investeringer i denne analysen.

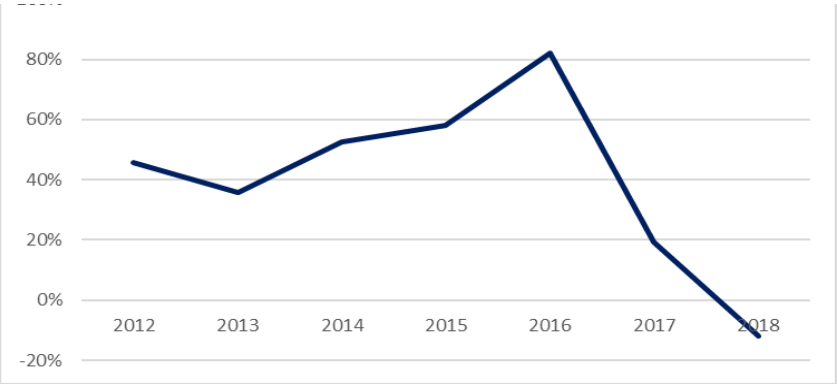
Figur 6.4.1.7: Nortura EBITDA og investeringer (12 mnd rull.)



Kilde: (Nortura SA, 2018b)

Årlige avdrag kan kun beregnes til tilbake til 2012 ettersom årlige avdrag ikke fremgår av årsrapportene før 2012. I denne analysen benyttes et gjennomsnittsavdrag for å unngå at dekningsgraden fluktuerer som følge av avdragsprofilen. Det er tross alt relativt tilfeldig i hvilke år avdragene betales, og dette vil dermed redusere støy i analysen. Siden både investeringer og avdrag her normaliseres er det primært variasjoner i EBITDA som vil påvirke dekningsgraden. Dette er hensiktsmessig fordi det viser hvilken lønnsomhet som kreves for å dekke investeringer og finansieringskostnader.

Figur 6.4.1.8: Driftens dekningsgrad (ny)



Analysen underbygger de tidligere analysene og viser at dekningsgraden i flere av de senere årene er opp mot det som er tilstrekkelig. I 2017 og spesielt 2018 er den imidlertid svært lav, og i 2018 dekker ikke en gang EBITDA investeringene (dekningsgrad under 0 prosent). Dette tilsier at Nortura har meget begrenset evne til å betjene årlige gjeldsforpliktelser dersom lønnsomheten ikke bedres. Det poengteres at 2018 er et usedvanlig svakt år i historisk målestokk, men ettersom årlige avdrag vil være betydelig høyere i årene som kommer enn de gjennomsnittlig har vært i analyseperioden, kreves det en betydelig økning i EBITDA for å nå en tilfredsstillende dekningsgrad i årene fremover. Det er også sannsynlig at rentekostnadene vil øke når Nortura reforhandler lånene sine med meget svake resultater i de foregående årene. Konklusjonen er dermed at det vil bli utfordrende for Nortura å betjene sine årlige gjeldsutgifter i årene fremover og samtidig opprettholde et bærekraftig investeringsnivå.

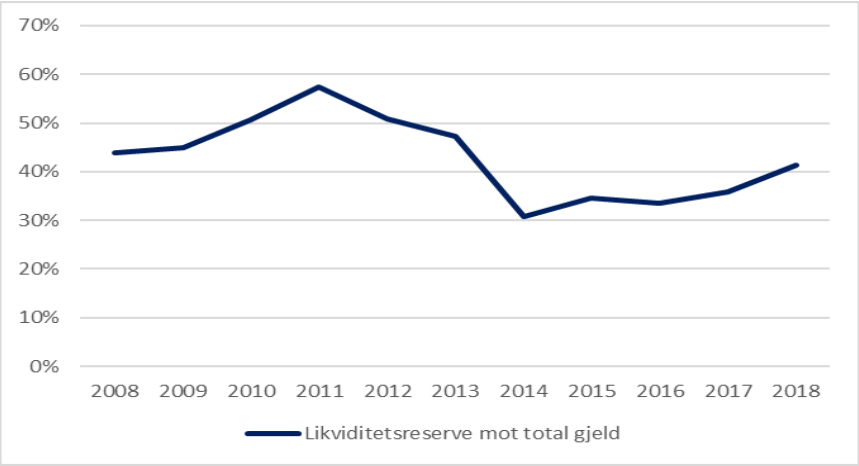
Langsiktige likviditetsreserver

Petersen m. fl. (2017) mener at de fleste selskaper på et eller annet tidspunkt vil oppleve uventede hendelser som medfører betydelige negative skift i kontantstrømmene. For Nortura kan dette for eksempel skje dersom folk blir syke av bakterier i mat og derfor unnlater å spise kjøtt i en periode, eller dersom foretaket blir innblandet i en rettssak. Dette vil gi behov for likviditet for å dekke tap i driften eller andre negative kontantstrømmer. I slike situasjoner er det viktig å ha likviditetsreserver. Likviditetsreservene på lang sikt består av selskapets finansielle eiendeler og utrukket kassekreditt. De finansielle eiendelene kan selges uten å påvirke driften, og er dermed nærliggende å medregne. Dette gir opphav til følgende formel[45]:

[45] Nøkkeltallet er vist i Finn Kinserdals kurs BUS424N våren 2018

(26) $$Langsiktig\ likviditetsreserveratio = \frac{FA + ULC}{TL}$$

Figur 6.4.1.9: Langsiktige likviditetsreserver



Det finnes ikke informasjon om bransjens utrukne kassekreditter. Et alternativ er å beregne konservative ratioer ved å legge bare de finansielle eiendelene til grunn som likviditetsreserve, men ettersom Norturas utrukne kreditter er betydelige vil en slik tilnærming ikke gi et meningsfullt bilde av situasjonen. Det blir også meningsløst å sammenligne Norturas ratioer med bransjens dersom utrukne kreditter er inkludert for Nortura, men ikke for bransjen. Likviditetsreserveratioene er derfor ikke beregnet for bransjen.

Norturas likviditetsreserver evner å dekke noe i overkant av 40 prosent av foretakets totale gjeld. Majoriteten av denne gjelden er langsiktig, og Petersen m. fl. (2017) mener denne typen gjeld sjelden skaper likviditetsproblemer. Siden bransjen heller ikke bærer preg av sterke svingninger, er det rimelig å anse dette som tilstrekkelig.

I denne oppgaven fokuseres det på driftens evne til å betale gjeld og gjeldskostnader i forbindelse med langsiktig likviditetsrisiko, mens likviditetsreservene i større grad vektlegges på kort sikt. Det er fordi virksomheten er avhengig av å kunne betale renter og helst også avdrag med driftsresultatet for å kunne drives på lang sikt, mens likviditetstrusselen på kort sikt i større grad er knyttet til umiddelbare likviditetsbehov. Følgelig anses likviditetsreserver å være mer relevante på kort enn lang sikt.

Likviditetseffektivitet

Selskapets likviditetseffektivitet bør også tas med i betraktningen for å vurdere selskapets likviditetsrisiko. Likviditetseffektivitet handler om selskapets evne til å drive inn fordringer rettidig og dra fordel av rentefrie kreditter. Følgelig kan likviditetseffektivitet defineres som selskapets evne til å holde arbeidskapitalen på et minimalt nivå (Petersen m. fl. 2017). Likviditetseffektivitet er av betydning for kredittratingen fordi det viser hvor likvide de operasjonelle betalingsmidlene er, og dermed hvor fort de kan brukes til å betale ned gjeld.

Arbeidskapitalens omløpshastighet beregnes på følgende måte (Petersen m. fl. 2017):

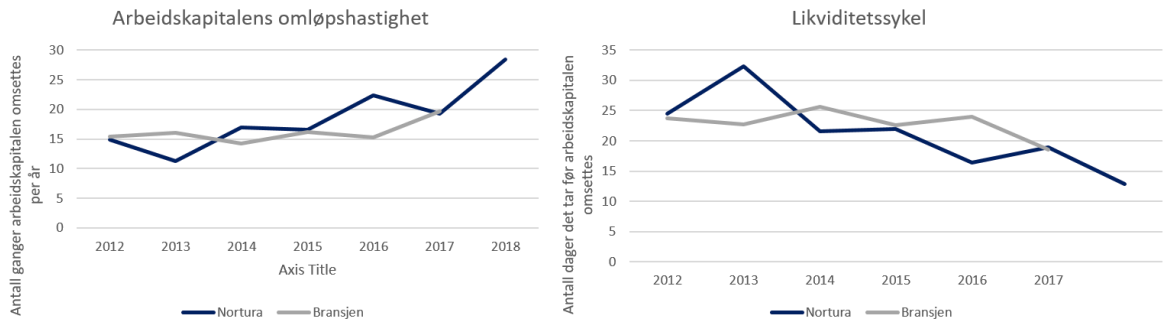
(27) $$Arbeidskapitalens\ omløpshastighet = \frac{R}{NWC}$$

Arbeidskapital defineres her som kundefordringer + varelager + andre fordringer - operasjonell gjeld (Petersen m. fl. 2017).

Petersen m. fl. (2017) presenterer også et annet nøkkeltall, likviditetssyklusen, som beregner hvor mange dager det tar før arbeidskapitalen blir omgjort til penger. Denne er som følger:

(28) $$Likvidtetssyklus = \frac{\frac{365}{CoGS}}{INV} + \frac{\frac{365}{R}}{AR} - \frac{\frac{365}{PU}}{AP}$$

Figur 6.4.1.10: Arbeidskapitalens omløpshastighet og likviditetssykelen



Det er ønskelig med høyest mulig omløpshastighet på netto arbeidskapital, og kortest mulig likviditetssyklus. Nortura har de siste årene vært marginalt bedre enn bransjen, men trenden for begge har vært positiv. Det er naturlig at forskjellene mellom bransjen og Nortura ikke er betydelige ettersom aktørene hovedsakelig selger til de samme kundene og derfor opererer under relativt like vilkår. Årsaken til at Nortura gjør det noe bedre kan ha sammenheng med at de er større enn sine konkurrenter og dermed kanskje får bedre vilkår, men forskjellene er

så små at det er usikkert om de har en forklaring eller om de kun skyldes tilfeldige fluktuasjoner mellom årene. Økningen i omløpshastighet på rundt 30 prosent mellom 2012 og 2017 er imidlertid betydelig. Dette tilsier en vesentlig økning i de operasjonelle betalingsmidlenes likviditet, hvilket er positivt både for langsiktig og kortsiktig likviditetsrisiko.

Oppsummering av langsiktig likviditetsrisiko

Oppsummert virker Nortura å ha en sunn finansieringsstruktur. Utviklingen er negativ for 2018 dersom tradisjonelle nøkkeltall legges til grunn, men dersom nye nøkkeltall for egenkapitalandel og gjeldsgrad benyttes er finansieringsstrukturen relativt uendret også i 2018. Finansieringsstrukturens fleksibilitet er imidlertid lavere for samvirkeforetak enn for aksjeselskaper, hvilket hever finansieringsrisikoen.

Alle analysene som er gjort knyttet til gjeldsbetjeningsevne trekker i retning av at driften bare i begrenset grad klarer å betjene Norturas gjeld. Evnen til å betale årlige renter og avdrag er så svak at avdragene nok må refinansieres i sin helhet hvert år. For 2018 er driftsresultat heller ikke stort nok til å betale netto rentekostnader, hvilket er alvorlig. Dagens nivå på driftsinntektene sammenlignet med gjelden og gjeldskostnadene tilsier at det foreligger en betydelig, langsiktig likviditetsrisiko til tross for at finansieringsstrukturen fortsatt kan karakteriseres som sunn. Det presiseres imidlertid at 2017 og 2018 har vært og ser ut til å bli dårlige år i et historisk perspektiv, og at situasjonen ser vesentlig bedre ut dersom Nortura evner å heve resultatene til nivået fra 2016. Likviditetsreservene er imidlertid relativt solide, hvilket begrenser likviditetsrisikoen noe. Nortura har også evnet å øke omløpshastigheten til arbeidskapitalen betydelig de siste fem årene, hvilket er positivt både for langsiktig og kortsiktig likviditetsrisiko. Oppsummert kan det se ut til at Norturas langsiktige likviditetsproblem i praksis er et lønnsomhetsproblem.

Kortsiktig likviditetsrisiko

For å kartlegge helheten i Norturas likviditetssituasjon er det også nødvendig å diskutere kortsiktig likviditetsrisiko. Kortsiktig likviditetsrisiko handler om foretakets evne til å møte sine umiddelbare forpliktelser (Petersen m. fl. 2017).

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et vanlig nøkkeltall for å beskrive kortsiktig likviditetsevne. Tanken bak nøkkeltallet er at høy likviditetsgrad gir lav likviditetsrisiko fordi avhendelse av omløpsmidlene kan brukes til å dekke den kortsiktige gjelden. Det finnes ulike tommelfingerregler for hva som er et tilfredsstillende nivå på likviditetsgrad 1, blant annet at forholdet bør være 2. Likviditetsgrad 1 er som følger (Petersen m. fl. 2017):

(29) $$Likviditetsgrad\ 1 = \frac{CA}{CD}$$

Likviditetsgrad 1 har imidlertid vært gjenstand for kritikk, og i denne oppgaven anses svakhetene som så alvorlige at det ikke vil benyttes. Nøkkeltallet hensyntar ikke at kortsiktig operasjonell gjeld for de fleste virksomheter refinansierer seg selv som en konsekvens av at virksomheten drives. Dersom en vare selges, må det også kjøpes inn en vare. Følgelig vil ikke leverandørgjelden reduseres selv om virksomheten går bra. Også kortsiktige gjeldsposter som skatt, feriepenger og bonuser refinansierer seg selv. Det er ikke problematisk å ha høy kortsiktig gjeld så lenge den er selvfinansierende og det er derfor ingen grunn til å søke seg mot lav, selvfinansierende kortsiktig gjeld. Dersom bedriften selger ut omløpsmidlene sine for å betale den kortsiktige gjelden, vil den etterhvert ikke evne å drive. Det virker altså ikke ligge noe fortsatt drift-tanke bak nøkkeltallet. Ettersom omløpsmidlene ikke skal brukes til å betale ned den kortsiktige gjelden kan det også stilles spørsmål ved hvorvidt det faktisk er en sammenheng mellom teller og nevner (Aae m. fl., 2018).

Videre gir likviditetsgrad 1 insentiver til å ha mye omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. Dette er fullstendig motsetningsfylt etter dagens tankegang. Dersom et selskap er flink til å trimme arbeidskapitalen vil det redusere sine omløpsmidler og dermed også sin likviditetsgrad. For å holde arbeidskapitalen lavest mulig bør heller ikke leverandørgjeld eller annen kortsiktig gjeld betales før det er nødvendig, hvilket også bidrar til å svekke likviditetsgraden. Likviditetsgrad 1 oppfordrer altså til ineffektiv drift (Aae m. fl., 2018). Dette understrekes av at nøkkeltallet gir motsatte insentiver enn nøkkeltallene for likviditetseffektivitet.

Det varierer også stort mellom ulike typer virksomheter hvor mye likviditet som er nødvendig. Stabile virksomheter har et lavere behov for likviditet, mens konjunkturfølsomme virksomheter trenger mer. Dette innebærer at det er meningsløst med tommelfingerregler for hvilket likviditetsnivå som er tilstrekkelig (Aae m. fl., 2018).

Likviditetsgrad 1 kan imidlertid få en viss relevans dersom virksomheten går dårlig. I slike tilfeller vil kundefordringer typisk drives inn fort, varelagrene vil være tommere enn vanlig, mens leverandørgjelden gjerne betales sent. Følgelig vil likviditetsgrad 1 synke og en raskt synkende likviditetsgrad 1 kan være interessant. For selskaper med normal drift er det imidlertid nærmest helt irrelevant. Av dette følger det at det er to likheter mellom likviditetsgrad 1 og egenkapitalandel. De får først relevans først når virksomheten går dårlig og det er meningsløst med generelle tommelfingerregler for hvilket nivå som er tilfredsstillende fordi dette først og fremst avhenger av svingningene i virksomheten[46].

Kortsiktige likviditetsreserver

Siden likviditetsgrad 1 langt på vei er ubrukelig for virksomheter i normal drift, blir spørsmålet hvilke nøkkeltall som bør benyttes for å vurdere kortsiktig likviditetsrisiko. I avsnittene over ble det konkludert med at selvfinansierende, kortsiktig gjeld i liten grad er egnet til å skape likviditetsproblemer så lenge virksomheten drives videre. Følgelig er det nærliggende å ekskludere denne typen gjeld fra et nøkkeltall som skal måle kortsiktig likviditetsrisiko. Som tidligere nevnt mener Petersen m. fl. (2017) at de fleste selskaper på et eller annet tidspunkt vil oppleve uventede hendelser som medfører betydelige negative skift i kontantstrømmene. Dette krever likviditet og det er derfor nødvendig med reserver for å unngå kortsiktige likviditetsproblemer.

Et selskaps likviditetsreserver består typisk av dets finansielle eiendeler og utrukket kassekreditt. I et kortsiktig perspektiv er det mest relevant å vurdere likviditetsreservene mot kortsiktig, finansiell gjeld ettersom langsiktig gjeld sjelden skaper umiddelbare likviditetsproblemer og driftsrelatert gjeld typisk refinansierer seg selv. Kortsiktig, finansiell

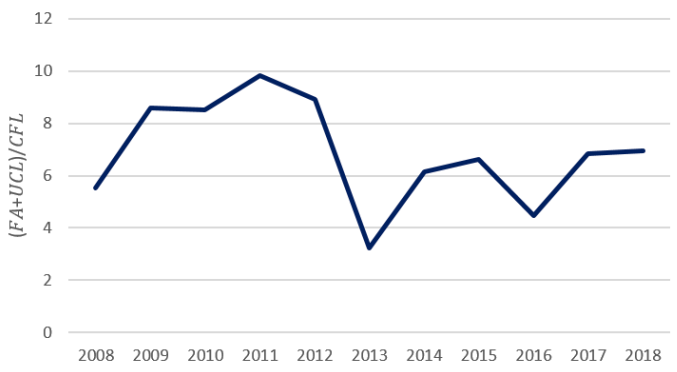
[46] Basert på Finn Kinserdals kurs BUS424N våren 2018

gjeld vil typisk ikke være selvfinansierende. Dette gir opphav til følgende nøkkeltall (Petersen m. fl. 2017):

(30) $$Kortsiktig\ likviditetsreserveratio = \frac{FA + ULC}{CFD}$$

Dette nøkkeltallet gir i motsetning til likviditetsgrad 1 insentiver til effektiv drift og viser i større grad relevante risikoer knyttet til kortsiktig likviditet. I denne oppgaven brukes det derfor for å vurdere den kortsiktige likviditetsrisikoen på bekostning av likviditetsgrad 1.

Figur 6.4.1.11: Kortsiktige likviditetsreserver



Ikke alle finansielle eiendeler kan omgjøres til kontanter umiddelbart (Petersen m. fl. 2017), og de reelle likviditetsreservene kan derfor være noe lavere enn det figuren viser. Selv med dette tatt i betraktning virker Nortura å ha solide kortsiktige likviditetsreserver. Det kan naturligvis oppstå umiddelbare likviditetsbehov som er langt høyere enn dagens kortsiktige, finansielle gjeld, og det er dermed ikke alltid slik at denne reflekterer den potensielle nedsiden likviditetsmessig, men en ratio på rundt 7 må likevel kunne sies å være tilfredsstillende. Dette gjelder særlig ettersom Norturas bransje nok ikke er spesielt utsatt for likviditetssjokk.

Ligningen over kan utvides med å inkludere kontantstrøm fra operasjonell drift i telleren. Dette vil i så fall se slik ut[47]:

(31) $$Kortsiktig\ likviditetsreserveratio = \frac{FA + ULC + CFO}{CFD}$$

[47] Nøkkeltallet er vist av Finn Kinserdal i kurset BUS424N våren 2018

Her inkluderes kontantstrøm fra drift uten å trekke fra investeringer under begrunnelsen at et umiddelbart likviditetsbehov vil forsvare å utsette investeringer, og det er derfor rimelig å se den operasjonelle kontantstrømmen før investeringer i et kortsiktig perspektiv. Ettersom Norturas operasjonelle kontantstrøm fra drift normalt er relativt lav sammenlignet med likviditetsreservene, og likviditetsreservene alene er tilstrekkelige, er denne figuren ikke vist. Arbeidskapitalen kan også brukes som likviditetsreserve dersom den er dårlig trimmet. I så fall kan for eksempel varelager og kundefordringer reduseres og frigjøre likviditet som kan brukes som likviditetsreserve. Som det fremgikk av beregningene knyttet til arbeidskapitalens omløpshastighet, tyder mye på at Nortura har blitt betydelig flinkere til å trimme arbeidskapitalen sin og det er dermed sannsynlig at potensialet for å trimme denne ytterligere er noe begrenset.

Oppsummering kortsiktig likviditetsrisiko

Oppsummert virker det ikke å foreligge noen kortsiktig likviditetsrisiko av betydning. Den kortsiktige likviditetsreserven virker å være tilfredsstillende, og det er nok ikke særlig sannsynlig at det vil oppstå betydelige, umiddelbare likviditetsbehov. Majoriteten av den kortsiktige gjelden refinansierer seg selv, og i en bransje som er relativt stabil er det lite sannsynlig at det vil oppstå problemer med å få refinansiert denne. Det er derfor ikke foretatt beregninger knyttet til denne gjelden.

Bærekraftig vekst

En stor europeisk undersøkelse om korrelasjonen mellom salgsvekst og fri kontantstrøm fra drift (FCFF) viser at den er klart negativ (Petersen m. fl. 2017). Dette skyldes at vekst krever likvider til investeringer i driftsmidler og arbeidskapital. Det er derfor viktig å følge opp likviditetsutviklingen i selskapet når det vokser. Hvis dette ikke gjøres kan det risikere å få problemer med finansieringen. I noen bransjer kreves det mer kapital for å vokse enn i andre (Petersen m. fl. 2017). Norturas virksomhet er forholdsvis kapitaltung, og det kreves derfor betydelige investeringer for å kunne vokse. Siden Nortura også har hatt betydelig omsetningsvekst det siste tiåret, er det nærliggende å undersøke hvordan denne er finansiert. Dette undersøkes ved å se om veksten er over eller under Norturas bærekraftige vekstrate.

Den bærekraftige vekstraten er den raten Nortura kan vokse med samtidig som foretakets finansielle risiko opprettholdes. Med opprettholdelse av finansiell risiko menes her at forholdet mellom egenkapital og gjeld er konstant. Den bærekraftige vekstraten beregnes ved følgende formel (Petersen m. fl. 2017):

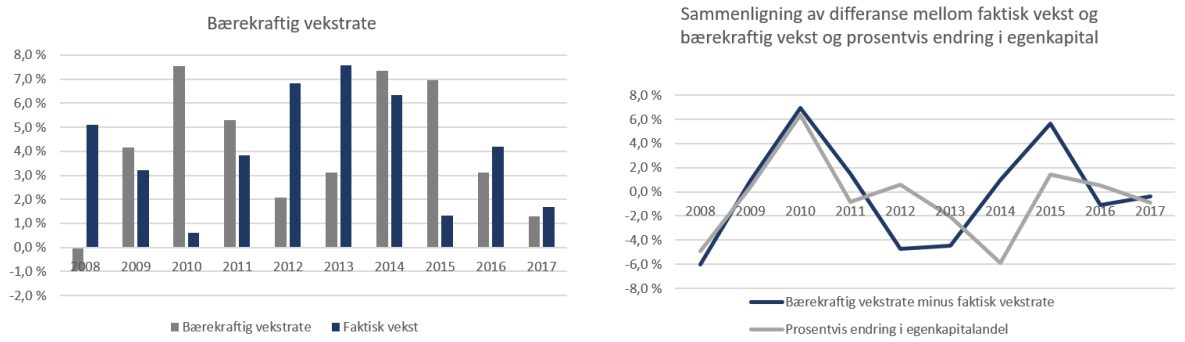
(32) $$Bærekraftig\ vekstrate = ROE * (1 - PO)$$

Av ligning 32 fremgår det at Nortura kan vokse med egenkapitalrentabiliteten etter skatt dersom ingenting deles ut. Dersom noe deles ut, blir den bærekraftige vekstraten lavere. Ved å vise formelen som i ligning 33 fremgår det tydelig at egenkapitalandelen er omvendt proporsjonal med den bærekraftige vekstraten (Petersen m. fl. 2017):

(33) $$Bærekraftig\ vekstrate = \frac{NI}{ER}$$

Kreditorer er typisk opptatt av selskapets egenkapitalandel fordi egenkapitalandelen er egnet til å predikere konkurs[48]. Dersom veksten over tid er høyere enn den bærekraftige vekstraten vil det svekke egenkapitalandelen, noe som kan ha konsekvenser for kreditor. Hvis det er ønskelig å opprettholde vekst over den bærekraftige vekstraten, er det nødvendig å hente inn mer kapital eller redusere utbyttebetalingene.

Figur 6.4.1.12: Bærekraftig vekst



Figuren til venstre viser at Norturas bærekraftige vekstrate og faktiske inntektsvekst fluktuerer betydelig mellom årene. Den bærekraftige veksten er i gjennomsnitt 4,0 prosent mens den faktiske vekstraten gjennomsnittlig er 4,1 prosent. Det er altså bare marginale avvik mellom de to ratene, hvilket tilsier at Norturas vekst over tid ikke har hevet den

[48] Resonnementet er basert på Finn Kinserdals kurs BUS424N våren 2018

finansielle risikoen av betydning. Relevansen av å beregne bærekraftig vekst understrekes av figuren til høyre. Denne viser sammenhengen mellom endringen i egenkapital og differansen mellom bærekraftig vekstrate og faktisk vekstrate. Det er klare tegn til samvariasjon, og den manglende samvariasjonen i 2014 forklares av en endring av regnskapsreglene for pensjon som førte til en betydelig reduksjon av egenkapitalen (Nortura SA, 2015d). Med andre ord ser det ut til at hvorvidt et selskap vokser mer eller mindre enn sin bærekraftige vekstrate kan bidra til å forklare endringen i egenkapitalandel og finansiell risiko. Dette impliserer at det er tett sammenheng mellom omsetningsvekst og investeringer i kapital for Nortura, hvilket ikke er overraskende ettersom Nortura er en kapitaltung virksomhet. 2018 er her ekskludert fordi utdelingsforholdet for året ikke er kjent og ikke kan estimeres på noen måte som gir rimelig sikkerhet.

Det understrekes at utbytte ikke fungerer på samme måte i Nortura som i for eksempel aksjeselskaper. Dette innebærer at beregningen av utdelingsforholdet ikke nødvendigvis er helt triviell. Istedenfor å motta utbytte på vanlig måte får Norturas eiere avkastning gjennom etterbetaling og utdeling av medlemskapital. Når årsresultatet fordeles til disse kontoene betales det ikke nødvendigvis ut umiddelbart, men over flere år. Et typisk år innebærer både at noe av resultatet fordeles til disse kontoene, samtidig som noe av det innestående deles ut.

Statistiske modeller for konkursprediksjon

Altmans Z-score

Altman utviklet i 1968 sin såkalte Z-score-modell. Modellen brukte det statistiske verktøyet flerdimensjonal forskjellsanalyse til å studere forskjeller mellom to eller flere grupper av objekter der flere variabler vurderes samtidig. I Altmans tilfelle var de to gruppene av objekter foretak som enten gikk konkurs eller ikke, og variablene var finansielle nøkkeltall. Modellen plukket ut de fire finansielle nøkkeltallene som sammen best predikerte konkurs for foretak som gikk konkurs og ikke-konkurs for foretak som ikke gikk konkurs. Altman inkluderte også en variabel for foretakets størrelse. Disse ble vektet for å gi et best mulig resultat (Aae m. fl., 2018):

(34) $$Z - score = 1{,}2 \cdot \left(\frac{WC}{TA}\right) + 1{,}4 \cdot \left(\frac{RE}{TA}\right) + 3{,}3 \cdot \left(\frac{EBIT}{TA}\right) + 0{,}6 \cdot \left(\frac{MVE}{BVL}\right) + 1{,}0 \cdot \left(\frac{SA}{TA}\right)$$

En Z-score under 1,81 tilsier høy konkursrisiko, en Z-score mellom 1,81 og 2,99 tilsier at selskapet er i en gråsone, mens en Z-score over 2,99 tilsier at selskapet har lav sannsynlighet for å gå konkurs (Petersen m. fl. 2017). Ett år før konkursen eventuelt inntreffer predikerer Altmans Z-score 95 prosent av observasjonene korrekt. Det er seks prosent sannsynlighet for type 1-feil og tre prosent sannsynlighet for type 2-feil (Altman, 1968). En type 1-feil innebærer at en riktig nullhypotese forkastes, mens en type 2-feil innebærer at en uriktig nullhypotese beholdes (Keller, 2009).

Ettersom modellen forutsetter at markedsverdien av egenkapitalen er kjent kan den ikke anvendes for Nortura. Altman modifiserte i 2000 modellen slik at den kan brukes av private foretak (Aae m. fl., 2018). Koeffisientene er imidlertid ikke kjente ettersom den er utviklet for kommersielt salg (Aae m. fl., 2018), og den kan derfor heller ikke benyttes for Nortura.

Ohlsons logitmodell

Ohlson utviklet i 1980 en logistisk modell for å predikere konkurser (Aae m. fl., 2018). I likhet med Altman tok han utgangspunkt i konkurs og ikke-konkursforetak, og forsøkte å finne de nøkkeltallene som best predikerte at konkursselskaper gikk konkurs og ikke-konkursselskaper ikke gikk konkurs (Petersen m. fl. 2017). Han byttet imidlertid ut den flerdimensjonale forskjellsanalysen med logistisk regresjon (Aae m. fl., 2018). Dette ga opphav til følgende modell (Petersen m. fl. 2017):

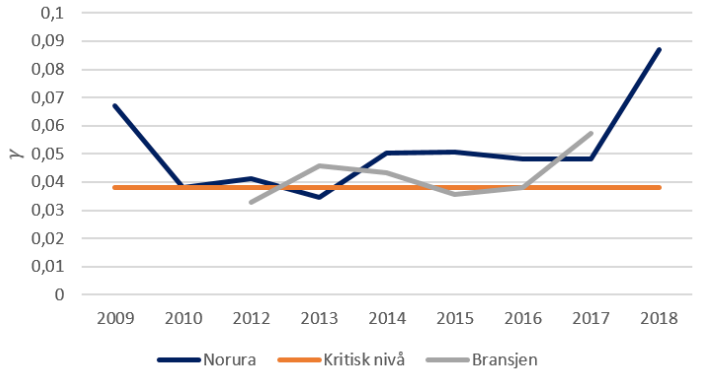
Ohlsons modell:

$$\gamma = -1{,}32 - 0{,}407 \cdot (TA) + 6{,}03 \cdot \left(\frac{TL}{TA}\right) - 1{,}43 \cdot \left(\frac{WC}{TA}\right) + 0{,}076 \cdot \left(\frac{CL}{CA}\right) - 2{,}37 \cdot \left(\frac{NI}{TA}\right) - 1{,}33 \cdot \left(\frac{FFO}{TL}\right) + 0{,}285 \cdot (Dummy\ 1) - 1{,}72 \cdot (Dummy\ 2) - 0{,}521 \cdot \left(\frac{CIN}{|NI_t| + |NI_{t-1}|}\right) \tag{35}$$

Dummy 1 er 1 hvis årsresultatet var negativt de to siste årene og 0 hvis ikke.
Dummy 2 er 1 hvis total gjeld overstiger totale eiendeler og 0 hvis ikke.

Ohlson (1980) fant at verdier under 3,8 prosent indikerte lav sannsynlighet for konkurs, mens verdier over 3,8 prosent tilsa økende sannsynlighet for konkurs. Ved å legge denne grenseverdien til grunn fant Ohlson 17,4 prosent risiko for type 1-feil og 12,5 prosent sannsynlighet for type 2-feil.

Figur 6.4.1.13: Resultater fra Ohlsons konkursmodell



Analysen viser at både Nortura og bransjen jevnt over ligger over nivået Ohlson mener gir økende konkurssannsynlighet. I 2018 er konkursrisikoen betydelig. Det bemerkes at bransjens konkurssannsynlighet undervurderes noe ettersom selskapets størrelse er omvendt proporsjonalt med konkurssannsynligheten. Når alle selskapene akkumuleres blir de altså langt større enn hvert enkelt selskap, noe som gir kunstig lav konkurssannsynlighet. Det tas altså et forbehold knyttet til hvorvidt det enkelte selskapet i bransjen faktisk har lavere konkurssannsynlighet enn Nortura. Analysens mest interessante er derfor Norturas absolutte sannsynlighet for konkurs, ikke relativt til bransjen. Denne er i 2018 noe under 8,7 prosent, hvilket kan sies å være høyt. Som det fremgår av drøftelsen i neste avsnitt vil det imidlertid legges begrenset vekt på denne analysen.

Vurdering av modellene

Modellene er hensiktsmessige å bruke til å estimere konkursrisiko dersom andre metoder er for kostbare, men det er knyttet betydelige svakheter til dem. Petersen m. fl. (2017) peker på at koeffisientene i modellene må estimeres for hver enkelt bransje for å predikere best mulig, og at det er sannsynlig at koeffisientene endrer seg over tid. Det sistnevnte kan i så fall ha hatt stor betydning ettersom modellene nå er henholdsvis 38 og 50 år gamle. Modellene benytter også utelukkende historisk, kvantitativ informasjon, og ekskluderer dermed all kvalitativ, fremoverskuende informasjon om selskapets helsetilstand. Det er også mye som tyder på at endringer i regnskapsregler og regnskapsprinsipper har redusert prediksjonsverdien av flere nøkkeltall. Aae m. fl. (2018) konkluderte med at likviditetsgrad, egenkapitalandel og totale eiendeler bør byttes ut med andre nøkkeltall for å bedre prediksjonsevnen i Altmans og Ohlsons modeller. Videre forutsetter modellene uavhengighet mellom variablene, hvilket nok ikke er tilfellet. Det er heller ikke nødvendigvis slik at en modell som er tilpasset historiske data for å predikere et stort antall

konkurser er egnet til å predikere enkeltkonkurser (Petersen m. fl. 2017). På grunn av disse svakhetene vil resultatene fra Ohlsons logistiske modell kun brukes som et supplement til de tidligere analysene.

Gjeldshåndtering i framtiden

Value at Risk-analyser

I tillegg til beregningene som er presentert i delkapitlet om egenkapital, foreslår Petersen m. fl. (2017) en alternativ måte for å beregne hvor mye egenkapital et selskap trenger; såkalte VaR-analyser (Value at Risk). VaR-analyser legger til grunn at egenkapitalens formål er å dekke tap i perioder der selskapet presterer dårlig og forsøker å bestemme et passende minimumsnivå for egenkapitalen. Nivået beregnes basert på størrelsen på potensielt tap, sannsynligheten for at det inntreffer, tidshorisonten og selskapets risikoprofil. Det minimale egenkapitalnivået blir derfor det nivået hvor risikoen for negativ egenkapital er på et akseptabelt nivå i forhold til selskapets risikoprofil, et såkalt toleransenivå. Dette gir opphav til følgende formel (Petersen m. fl. 2017):

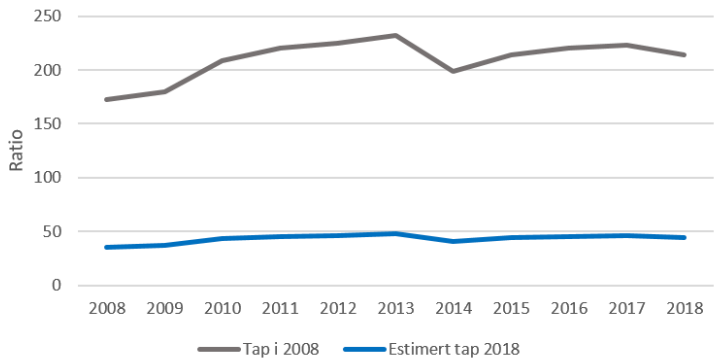
(36) $$Risikotoleranseratio = \frac{E}{MLE}$$

Risikotoleranseratioen måler hvor mange ganger egenkapitalen dekker minimumsnivået for egenkapital. En høy ratio gir lavere risiko for negativ egenkapital. VaR-analyser krever i utgangspunktet statistiske verktøy for å beregne minimumsnivået for egenkapital for bestemte signifikansnivå. Metoden kan imidlertid modifiseres for å kunne brukes også uten statistiske verktøy. Dette gjøres typisk ved å erstatte nevneren i brøken med for eksempel største tap innen en gitt tidshorisont eller egenkapitalkrav fra lånebetingelser (Petersen m. fl. 2017). Siden lånebetingelsene er ukjente, benyttes det førstnevnte hvilket gir opphav til følgende formel:

(37) $$Risikotoleranseratio = \frac{E}{Largest\ loss\ last\ 10\ years}$$

Her legges ti år til grunn ettersom analysen ser ti år tilbake og ti år fram. 2008 er vist fordi dette er det største tapet som har forekommet de siste ti årene, mens det trailede resultatet for 2018 er vist fordi det er estimert til å bli betydelig større enn tapet i 2008, og derfor er relevant i denne sammenhengen. Bransjen har samlet sett ikke tapt penger i noen år mellom 2011 og 2017 og det vil følgelig ikke gi mening å gjennomføre denne analysen på bransjenivå.

Figur 6.4.1.1.14: VaR-analyse



Analysen tar utgangspunkt i et pessimistisk scenario, og viser hvor mange ganger årets egenkapitalen i det enkelte året dekker det største tapet de siste ti årene. Petersen m. fl. (2017) legger til grunn at egenkapitalen som en tommelfingerregel hvert fall bør dekke største tap 2-3 ganger. Med andre ord bør egenkapitalen være stor nok til å tåle 2-3 dårlige år. Her ligger ratioene langt over det Petersen m. fl. (2017) foreslår. Analysens resultater supplerer slik sett resultatene fra likviditetsreserveanalysene, og trekker i retning av at Nortura er lite sårbar for negative enkelthendelser. Ettersom svingningene i kjøttbransjen også er begrenset, er risikoen for at svake enkeltår skal skape problemer for likviditet eller egenkapital svært lav.

Oppsummering av finansieringsstruktur og likviditetsrisiko

Egenkapitalandelen beregnet med tradisjonelle nøkkeltall ser ut til å reduseres betydelig i 2018, mens de nye nøkkeltallene for å beregne egenkapitalandel tilsier at den er stabil også i 2018. VaR-analysen viser at egenkapitalen det siste tiåret dekker periodens største tap rundt 40 ganger, hvilket er mer enn tilstrekkelig i en bransje med små svingninger. Det er med andre ord ingen tydelige svakhetstegn tilknyttet egenkapitalen. Videre ser forholdet mellom kortsiktig gjeld og langsiktig gjeld og egenkapital i det vesentligste ut til å reflektere eiendelenes tidshorisont. Finansieringsstrukturen ser altså ut til å være tilfredsstillende.

Den langsiktige likviditetsrisikoen virker imidlertid å være betydelig. Det trailede resultatet for 2018 dekker bare 83 prosent av årets netto rentekostnader, hvilket er bekymringsverdig. Et nytt og trolig bedre nøkkeltall viser at Norturas EBITDA i 2018 ikke en gang evner å dekke investeringene, og dermed står igjen med en negativ kontantstrøm til å dekke renter og avdrag. Det foreligger altså betydelig langsiktig likviditetsrisiko. På kort sikt virker likviditetsreservene å være tilstrekkelige til å dekke eventuelle negative hendelser, og det er dermed ikke tale om noen kortsiktig likviditetsrisiko av betydning. Ohlsons

konkursprediksjonsmodell tilsier at konkursrisikoen er betydelig, men denne analysen vil det kun legges begrenset vekt på. Oppsummert virker finansieringsstrukturen fornuftig og likviditetsreservene solide, slik at Nortura er lite utsatt for engangshendelser. Dette medfører også at den kortsiktige likviditetsrisikoen er lav. Driftens evne til å betjene renter og avdrag har imidlertid vært begrenset i 2017 og 2018, og dersom ikke driftsresultatene bedres vil likviditetssituasjonen på sikt bli meget krevende. Norturas likviditetsutfordringer er praksis altså utfordringer knyttet til lønnsomheten.

Tabell 6.4.1.15: Likviditetsmatrise

		Langsiktig likviditetsrisiko	
		Lav (høy solvens)	Høy (lav solvens)
Kortsiktig likviditetsrisiko	Lav	Lav kortsiktig og langsiktig likviditetsrisiko	Solide likviditetsreserver, men driften sliter med å betale renter og avdrag
	Høy	Kortsiktige utfordringer, men driften evner å betale renter og avdrag	Høy kortsiktig og langsiktig likviditetsrisiko

Struktur i den videre kredittratingen

I det følgende vil Nortura kredittrates basert på et utvalg av Standard & Poor´s nøkkeltall, vurdering av eksterne kredittanalyser og en vurdering basert på analysene som er gjort tidligere i kapittelet. Det er vurderingen basert på analysene i kapittelet som vil veie tyngst, og de to førstnevnte vil primært brukes for å supplere denne. Til slutt vil Norturas likvidasjonsverdier beregnes for å vurdere hvorvidt gjenvinnbar andel av utestående gjeld er så høy eller så lav at det vil være rimelig å justere kredittratingen.

Eksterne kredittratinger og rating ved hjelp av Standard and Poor´s nøkkeltall

Standard & Poor´s og Moody´s er uavhengige ratingbyråer som utarbeider kredittratinger av selskaper. Selskaper etterspør typisk slike ratinger når de skal låne penger. Ratingen estimerer sannsynligheten for mislighold og gir en indikasjon på kredittrisikopremien. De to byråenes ratingklasser er presentert i tabell 6.4.1.16. Ratinger fra AAA eller tilsvarende til BBB- eller tilsvarende kalles “investment grade”, mens ratinger fra BBB- og nedover kalles “speculative grade” (Petersen m. fl. 2017). Tabell 6.4.1.16 (Petersen m. fl., 2017) er vist for å gi en forståelse av hvor gode de enkelte ratingene er relativt mot andre ratinger og absolutt sett knyttet til sannsynlighet for mislighold.

Tabell 6.4.1.16: Sannsynlighet for mislighold

Moody`s og Standard & Poor`s ratinger	Prosentvis sannsynlighet for mislighold neste 12 måneder
Aaa/AAA	0,01
Aa1/AA+	0,02
Aa2/AA	0,02
Aa3/AA-	0,03
A1/A+	0,05
A2/A	0,06
A3/A-	0,08
Baa1/BBB+	0,14
Baa2/BBB	0,18
Baa3/BBB-	0,23
Ba1/BB+	0,8
Ba2/BB	1,06
Ba3/BB-	1,33
B1/B+	3,71
B2/B	4,94
B3/B-	6,18
Caa3/CCC+	
Caa2/CCC	19,14
Caa3/CCC-	
D,SD	

I tabellen under er Standard & Poor´s nøkkeltall vist med tilhørende ratinger. Standard & Poor´s velges her over Moody´s fordi førstnevntes nøkkeltall fremstår mer brukervennlige. Siden ulike industrier har ulike finansielle strukturer, må kriteriene for hvert enkelt nøkkeltall estimeres for hver enkelt industri. Kriteriene for hvert enkelt nøkkeltall i tabellen under er basert på amerikansk industrivirksomhet. Dette innebærer at de hensyntar at virksomhetene i industrien typisk opplever hard konkurranse, lave marginer og lever av høy omløpshastighet. Dette stemmer rimelig bra overens med Norturas virksomhet, og det vil derfor utarbeides en analyse. Nøkkeltallene som legges til grunn for Nortura er en median over tre år slik Standard & Poors´s foreslår (Petersen m. fl. 2017).

Tabell 6.4.1.17: Rating basert på Standard and Poor`s nøkkeltall

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Lower
EBIT interest cover (x)	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1	
EBITDA interest cover (x)	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3	
Free operating cash flow/Total debt (x)	84,2	25,2	15	8,5	2,6	-3,2	-12,9	
FFO/Total debt (%)	128,8	55,4	43,2	30,8	18,8	7,8	1,6	
Return on capital (%)	34,9	21,7	19,4	13,6	11,6	6,6	1	
Operating income/revenue (%)	27	22,1	18,6	15,4	15,9	11,9	11,9	0,006
Long-term debt/Invested capital (%)	13,3	28,2	33,9	42,5	57,2	69,7	68,8	
Total debt/Invested capital (%)	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7	1
Result						B		

Ved å plotte Norturas nøkkeltall fra 2016, 2017 og trailet 2018 mot kriteriene i Standard & Poor´s rammeverk blir resultatet som vist i tabellen over. Basert på dette er nok en B-rating mest nærliggende. Rammeverket som her er vist ekskluderer likviditetsreserver og kortsiktig

likviditetsrisiko. Begge deler er vurdert som tilfredsstillende i kredittanalysen over, hvilket taler for at en ren B-rating overdriver Norturas finansielle risiko.

Vurdering av eksterne analyser

SEBs analyse fra 2015

SEB kredittvurderte Nortura i 2015 og konkluderte da med ratingen BBB-. Selskapet pekte ut store markedsandeler, veletablerte merkevarer, lav virksomhetsrisiko, lite syklisk bransje og høy grad av reguleringer som styrker. Som svakheter pekte de ut høye faste kostnader, ineffektiv produksjon, politisk risiko knyttet til bortfall av importrestriksjoner og stor kundemakt (Blymke, 2015). Dette er i samsvar med styrkene og svakhetene som er identifisert i denne oppgaven. Det er i stor grad fortsatt de samme styrkene og svakhetene som er relevante, men dagens situasjon er nok svakere enn den var i 2015. Resultatene i 2017 og så langt i 2018 har vært meget svake, hvilket innebærer betydelig dårligere evne til å betjene renter og gjeld enn det som ble lagt til grunn i 2015. Nortura går nå også inn i en periode med betydelig gjeldsforfall, hvilket ikke var tilfellet i 2015 (Nortura SA, 2015d). Det er sannsynlig at ny gjeld blir dyrere enn den eksisterende, hvilket også taler for en svakere kredittrating enn den SEB ga i 2015.

DNBs analyse fra 2018

DNB kredittvurderte Nortura juni 2018. Det ble ikke utstedt noen eksplisitt kredittrating, men kredittrisikoen omtales som moderat til betydelig. Virksomhetsrisikoen ble vurdert som tilfredsstillende, mens den finansielle risikoen ble omtalt som betydelig. Hovedpoengene i vurderingen er i stor grad de samme som er omtalt i kredittanalysen som er utført i denne oppgaven. DNB mener det svake resultatet i 2017 har bidratt til å svekke kredittverdigheten, men at betydelige likviditetsreserver likevel begrenser kredittrisikoen. Ellers er det lagt til grunn at Nortura fra 2019-2020 vil prestere på samme nivå som i perioden 2012-2016 og at 2017 var et eksepsjonelt dårlig år. Dette begrunnes med driftsmessige utfordringer som forventes å løses på et par års sikt (Larsen, 2018). Scenariet DNB skisserer er ikke urealistisk, men de strategiske analysene som er gjort i denne oppgaven, kombinert med et meget svakt resultat i andre tertial (altså etter rapporten ble publisert) indikerer at fremtidsutsiktene nok er dårligere enn det som legges til grunn i DNBs analyse. Justert EBITDA så langt i 2018 er 125 millioner svakere enn samme tidspunkt i 2017, året DNB

omtaler som eksepsjonelt svakt. Ujustert EBITDA er 236 millioner svakere. DNB omtaler justert gjeld mot EBITDA som sitt viktigste nøkkeltall. Dette var 2,8 i 2016, 4,7 i 2017 og er 5,4 i det trailede årsregnskapet for 2018. Situasjonen er altså betydelig forverret i 2018 sammenlignet 2017, hvilket ikke er hensyntatt i DNBs analyse. Det svake resultatet i 2018 kan til en viss grad tilskrives sommerens tørke som svekket grillsesongen og førte til økt slakting av storfe. På den andre siden har Norturas merkevarer redusert sine markedsandeler med 0,6 prosent, og driftsmessige utfordringer som skulle forklare det svake 2017-resultatet har vist seg vanskelige å løse. Overgangen til pakking i papp skaper fortsatt problemer, dagligvarekjedenes egne merkevarer har økt med en prosent så langt i 2018 og Nortura sliter fortsatt med å få kontroll på overproduksjon av svin og lam (Totalmarked kjøtt og egg, 2018). DNB mener også at kostnadskutt vil bidra til å løfte Norturas resultater. Det er nok sannsynlig, men effekten av kostnadskutt overvurderes typisk da konkurrentene også kutter sine kostnader, hvilket gir lavere priser[49]. Basert på disse momentene virker DNBs antagelse om at Nortura skal levere resultater som i perioden 2012-2016 allerede i 2019-2020 urealistiske. Dette impliserer at driften i mindre grad enn DNB har lagt til grunn vil evne å betale renter og avdrag, og at Norturas kredittverdighet er svakere enn det denne rapporten la til grunn i juni 2018.

Egen vurdering av kredittrisiko og fastsettelse av kredittrating

Mange av de relevante momentene for kredittvurderingen er nevnt i de foregående avsnittene, men da som kritikk av de foregående analysene. Standard & Poor`s rammeverk tilsa at en B-rating var mest rimelig. Ettersom viktige styrker ved Norturas likviditetssituasjon er utelatt, er det sannsynlig at en ren B-rating undervurderer Norturas kredittstilling. SEB konkluderte i 2015 med BBB-, hvilket trolig er en for god rating. Norturas finansielle stilling er svekket siden 2015, og denne kredittanalysen tillegges derfor liten vekt. DNB ga ingen eksplisitt rating, men anså kredittrisikoen som moderat til betydelig. Det gjøres her ikke noe forsøk på å oversette dette til en rating. Vurderingen blir imidlertid ansett som mangelfull, og moderat til betydelig kredittrisiko er nok for positivt.

Standard & Poor´s beskriver en B-ratet virksomhet på følgende måte; "*more vulnerable to adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet*

[49] Hentet fra Finn Kinserdals kurs BUS424N våren 2018

financial commitments" (Standard & Poor`s, u.d.). En B-rating tilsier en misligholdssannsynlighet de neste 12 månedene på 4,00 prosent[50]. Både ratingbeskrivelsen og misligholdssannsynligheten virker vel dyster sammenlignet med den faktiske situasjonen, og det er nok rimelig med en noe høyere rating. Dette understøttes av argumentene for å tilsidesette B-ratingen som fremgikk av Standard and Poor´s rammeverk. Standard & Poor´s beskriver en BB-ratet virksomhet som "*less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions*" (Standard & Poor`s, u.d.). En BB-rating tilsier en konkursrisiko på 1,00 prosent. Dette virker mer rimelig, og kredittratingen settes derfor til BB.

Tabell 6.4.1.18: Langsiktig finansieringsratio

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Nortura	BB	BB+	BB+	BB+	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BB+	BB
Bransjen					A-	BBB+	BBB	BBB+	A-	BBB+	BBB

Beregning av tapsprosent

Kriteriene for de ulike ratingene varierer som nevnt mellom ulike industrier, og det er dermed rimelig at normal tapsprosent i industrien er hensyntatt i kredittratingen. Dette er åpenbart ettersom ingen kreditor ville brydd seg om sannsynligheten for mislighold dersom han uansett fikk igjen alt. Kredittratingen må derfor også avhenge av kreditorenes tapsprosent. Ratingen som er fastsatt for Nortura er en skjønnsmessig vurdering, og kreditorenes tapsprosent er ikke hensyntatt. Det vil derfor estimeres en tapsprosent ved mislighold basert på likvidasjonsverdier for å vurdere hvorvidt det er hensiktsmessig å justere Norturas kredittrisikopremie.

Utestående gjeld på misligholdstidspunktet

Som et utgangspunkt er det sannsynlig at bokført gjeld er en god tilnærming til utestående gjeld på forfallstidspunktet. Dersom det skal være en differanse mellom bokført gjeld og utestående gjeld ved misligholdstidspunktet må det være fordi det betales avdrag mellom en tertialrapportering og tidspunktet for mislighold. Med unntak av langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner er Norturas gjeld avdragsfri, og hele betalingen finner sted på

[50] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018. En komplett oversikt over sammenheng mellom rating og misligholdsrisiko er vist på side 195.

forfallstidspunktet. Totale årlige avdrag på gjeld til kredittinstitusjoner var 31.12.2017 rundt 127 millioner. Siden det som nevnt tidligere også er sannsynlig at Nortura må refinansiere avdragene sine når de forfaller, er det en rimelig antagelse at bokført gjeld til enhver tid er en godt estimat på utestående gjeld på tidspunktet for mislighold.

Gjenvinnbare verdier ved mislighold

Dersom mislighold skulle inntreffe er det dekningsloven som regulerer de ulike fordringshavernes dekningsrett. Kapittel 9 i dekningsloven klassifiserer de enkelte kreditorenes fortrinnsrett. Helt overordnet dekkes først lønn og annet arbeidsvederlag til ansatte som fortrinnsberettigede fordringer av første klasse. Fortrinnsberettigede fordringer av annen klasse er fordringer til stat og kommune, herunder skatt, merverdiavgift og fordring på trygdeavgift. Etter disse fordringene er dekket, dekkes øvrige fordringer[51]. Dette innebærer at gjeld som kundefordringer, obligasjonsgjeld og annen rentebærende gjeld prioriteres relativt lavt, og at de gjenvinnbare beløpene for slike typer gjeld er lave. Unntaket er naturligvis hvis gjelden er sikret med pant i eiendeler. Hvor mye kreditorene uten fortrinnsrett eller sikring mottar i dividende avgjøres av forholdet mellom likvidasjonsverdier og gjeld. Dersom likvidasjonsverdiene tilsvarer gjelden vil ingen kreditorene tape noe, og dermed er forventet tap null og kredittrisikopremien svært lav. Dersom likvidasjonsverdiene er små i forhold til gjelden, vil de usikrede kreditorene med lav fortrinnsrett derimot tape mye ved mislighold, og både forventet tap og kredittrisikopremien vil være høyere.

For å gi en best mulig tilnærming til kredittrisikopremien vil det derfor gjøres et forsøk på å estimere Norturas likvidasjonsverdier. Det understrekes at det er en betydelig feilmargin i disse estimatene, men verdiene estimeres likevel ettersom beste estimat på hva hver enkelt type eiendel kan være verdt trolig er et bedre estimat enn å forsøke å verdsette hele virksomheten samlet i et likvidasjonsscenario. Eiendelene i balansen er verdsatt under forutsetning om fortsatt drift, og dersom de må selges som følge av likvidasjon av virksomheten vil verdiene typisk være lavere. Differansen mellom bokførte verdier og likvidasjonsverdier avhenger typisk av hvilke eiendeler det er tale om, selskapets regnskapsprinsipper og ledelsens estimater og vurderinger (Petersen m. fl. 2017). Det er også

[51] Hentet fra Dekningsloven kapittel 9

viktig å presisere at det har betydning hvorfor gjelden eventuelt misligholdes. Dersom misligholdet skjer på grunn av negative sjokk eller dårlige tider i bransjen vil likvidasjonsverdiene være lave. Dette kan for eksempel skje dersom importrestriksjonene faller helt eller delvis bort. Dersom misligholdet skyldes foretaksspesifikke forhold knyttet til Nortura vil nok likvidasjonsverdiene være høyere fordi andre aktører i bransjen typisk vil ønske å kjøpe en del av driftsmidlene. Siden analysen så langt i oppgaven tilsier at risikoen for bransjespesifikke sjokk er relativt lav, men at Nortura har betydelig likviditetsrisiko, er det mest rimelig å legge til grunn et scenario med relativt høye likvidasjonsverdier. Følgende likvidasjonsverdier anslås for de ulike postene:

Tabell 6.4.1.19: Estimerte likvidasjonsverdier

Post	Vurdering	Likvidasjonsverdi
Goodwill	Kan ikke selges.	0
System, varemerker og rettigheter	Trolig svært lav likvidasjonsverdi. Settes til 10%	58 000
Utsatt skattefordel	Fremførbart underskudd har i teorien verdi, her er skattefordelen primært knyttet til midlertidige forskjeller. Settes til 0.	0
Bygninger, tomt og fast eiendom	Trolig mye produksjonsanlegg i distriktene. Er av interesse for andre aktører siden det vil bli underkapasitet i bransjen hvis Nortura forsvinner. Settes til 50%	1 210 000
Maskiner og anlegg	I stor grad spesialiserte maskiner. Trolig vanskelig å flytte, men kan være av interesse for andre aktører. Settes til 10%	71 000
Driftsløsøre og inventar	Kan videreselges, men trolig for svært begrensede verdier. Settes til 20%	87 000
Tilknyttede selskap	De fleste driver med virksomhet tilknyttet Norturas drift, og potensielle kjøpere er nok noe begrenset. Har isolert sett verdi. Settes til 50%	122 000
Lån til tilknyttede selskap	Neglisjerbar verdi. Settes til 50%	4 000
Andre langsiktige fordringer	Primært lån til bønder. Dersom Nortura får problemer vil det trolig også påvirke bøndene. Settes til 80%	40 000
Råvarer	Må omsettes fort, og får dermed svært lav verdi. Settes til 10%	149 000
Varer under tilvirkning og ferdigvarer	Varer under tilvirkning har nok tilnærmet null verdi. Ferdigvarer har nok verdi. Avhenger av forholdet mellom de to. Settes til 20%	83 000
Markedsreguleringslager	Trolig verdiløst på kort sikt siden varene der er overskudd. Settes til 0%	0
Kundefordringer	Primært betalingsdyktige kunder. Settes til 90%	1 017 000
Andre kortsiktige fordringer	Primært lån til bønder. Settes til 80%	157 000
Kontanter og bankinnskudd	Veldig likvide eiendeler. Settes til 100%	1 193 000
Investeringer i aksjer og andeler	Avhenger av hvor likvide aksjene er. Settes til 80%	239 000
Pensjonsmidler	Dekker forpliktelser overfor ansatte også etter konkurs. Settes til 100%	233 000
Sum likvidasjonsverdier		**4 663 000**

For gjelden legges det til grunn at den bokførte forpliktelsen reflekterer forpliktelsen også ved likvidasjon. Differansen mellom likvidasjonsverdiene og summen av forpliktelsen er da 7 099 000 - 4 663 000 = 2 436 000. Dette er tapet kreditorene samlet vil få ved mislighold etter dagens verdier. Dersom offentlige avgifter og skatt (som har fortrinnsrett) trekkes ut, vil dekningsgraden for kreditorer uten fortrinnsrett være 4 404 000 / 6 840 000 = 64 prosent.

Det er imidlertid sannsynlig at gjelden vil øke, mens omløpsmidler og kanskje også anleggsmidler vil reduseres inn mot en eventuell konkurs. I så fall vil differansen mellom gjeld og likvidasjonsverdier øke og dekningsgraden vil synke. Det vil altså være betydelige udekkede krav fra kreditorer ved en eventuell konkurs.

For at tapsprosenten skal ha betydning for kredittratingen og den tilhørende kredittrisikopremien, må den anses som uvanlig høy eller uvanlig lav sammenlignet med bransjen ellers. Det er ikke kjent hvilken tapsprosent som anses som normal i bransjen. Dette tilsier at tapsprosenten må være svært høy eller svært lav for at det hadde vært aktuelt å justere kredittratingen. Tapsprosenten er kanskje lavere i industri enn den er for selskaper i mange andre bransjer, hvilket tilsier at Norturas tapsprosent på 36 prosent verken er uvanlig høy eller uvanlig lav. Det mest rimelige er nok derfor å fastholde kredittratingen som BB og legge til grunn at Norturas tapsprosent reflekterer tapsprosenten som er vanlig i bransjen. Tilsvarende resonnement gjelder for bransjen.

Kredittrisikopremie

Norturas gjeld er relativt jevnt fordelt mellom kortsiktig og langsiktig. Imidlertid forfaller den langsiktige gjelden i sin helhet med relativt like store beløp i løpet av de neste seks årene, hvilket tilsier en gjennomsnittlig resterende løpetid på rundt tre år. Dette taler for å legge en kortsiktig kredittrisikopremie til grunn. Knivsflå estimerer disse som følger[52]:

Tabell 6.4.1.20: Estimerte likvidasjonsverdier

Kredittrating	Kortsiktig kredittrisikopremie etter skatt
AAA	0,20 %
AA	0,40 %
A	0,60 %
BBB	1,00 %
BB	2,70 %
B	4,00 %
CCC	7,90 %
CC	14,50 %
C	21,00 %
D	27,60 %

[52] Figuren er hentet fra Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018.

Ettersom Nortura fikk ratingen BB settes kredittpåslaget til 2,70 prosent, mens det for bransjen settes til 1,00 prosent.

6.5 Historiske avkastningskrav

Innledning

I dette kapittelet beregnes først årlige, historiske avkastningskrav for Norturas egenkapital, gjeld og minoritetsinteresser. Deretter vektes kravene etter bokførte vekter slik at det fremkommer et vektet avkastningskrav for hvert år (WACC) (Petersen m. fl. 2017). Historiske avkastningskrav beregnes for å kunne utføre lønnsomhetsanalysen i neste kapittel og er dessuten nyttige som referansenivå til beregning av fremtidige avkastningskrav.

Grunnleggende teori

Relevant teori bygger på ideen om at avkastning er et gode, mens risiko er et onde (Markowitz, 1952). En investor vil kreve høyere avkastning for høyere risiko (Sharpe, 1964) Det følger av Sharpe (1964) sitt arbeid at høyere risiko vil gi et høyere avkastningskrav, og en investor må sammenligne forventet avkastning med et avkastningskrav for å vurdere lønnsomheten ved en investering. Fra et investorperspektiv vil investeringen kun være lønnsom hvis avkastningen er høyere enn avkastningskravet. I motsatt tilfelle kan investoren få høyere avkastning ved lik risiko ved å investere i andre virksomheter. Et avkastningskrav hensyntar altså alternativ anvendelse av kapitalen (Sharpe, 1964).

6.5.1 Egenkapitalkrav

Det finnes flere modeller for å estimere egenkapitalens avkastningskrav, deriblant kapitalverdimodellen, Fama-Frenchs tre-faktormodell og Arbitrage Pricing Model (Kaldestad & Møller, 2016). Kapitalverdimodellen beregner avkastningskravet med utgangspunkt i systematisk risiko. Arbitrage Pricing Model tar hensyn til flere faktorer ved hjelp av mer kompliserte regresjonsanalyser. Fama-Frenchs tre-faktormodell bruker regresjonsanalyse til å predikere et avkastningskrav for egenkapitalen, og inkluderer i tillegg til markedsrisikopremien to andre faktorer i sin modell.

Det ble tidlig presentert empiriske studier som viste at kapitalverdimodellen ikke holder i sin enkleste form (Black m. fl., 1972). Irrasjonell vurdering av prising eller risiko har blitt presentert som viktige forklaringer på dette (Fama & French, 2004). Selv om disse momentene isolert sett taler for bruk av andre modeller, og andre modeller antagelig har høyere forklaringskraft enn kapitalverdimodellen, har ikke de andre modellene vunnet særlig utbredelse. Dette skyldes trolig at de er mer kompliserte, mindre egnet for styrediskusjoner og lignende, og at høyere historisk forklaringskraft ikke er et bevis for større prediktiv kraft (Kaldestad & Møller, 2016). Kapitalverdimodellen vil derfor brukes til å fastsette avkastningskravet til Norturas egenkapital.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen ble utarbeidet av Treynor (1962) og Sharpe (1964), og videreutviklet og presisert av Lintner (1965), Mossin (1966), Fama (1968) og Long (1972). Som nevnt beregnes avkastningskravet i kapitalverdimodellen basert på selskapets systematiske risiko (markedsrisiko). Bakgrunnen for dette er at usystematisk risiko (selskapsspesifikk risiko) kan diversifiseres bort av investorene og følgelig kompenseres de kun for den systematiske risikoen (Kaldestad & Møller, 2016).

I følge kapitalverdimodellen kan avkastningskravet til egenkapitalen defineres ved følgende sammenheng (Petersen m. fl., 2017):

(38) $$k_e = k_f + \beta_e(k_m - k_f)$$

Hvis CAPM holder vil alle selskaper ha lik risikojustert avkastning (Mullins, 1982).

Kapitalverdimodellens forutsetninger

Kapitalverdimodellen forutsetter blant annet (1) at det er en enkelt periodes investeringshorisont, (2) at investorene er pristakere, (3) at investorene kan låne og låne ut til de samme betingelsene, (4) at det ikke er skatt eller transaksjonskostnader, (5) at et risikofritt aktivum eksisterer og (6) at investorene er risikoaverse og nyttemaksimerende (Bodie, m. fl., 2014).

Modellens utgangspunkt er at et verdipapir vil bære både systematisk og usystematisk risiko. Disse risikofaktorene kan kvantifiseres som variasjon i henholdsvis markedsavkastning og

residualene i regresjonslinjen, hvilket gir følgende regresjonslinje for en virksomhet (Bodie, m. fl., 2014):

(39) $$k_e - k_f = \alpha_e + \mathrm{B}_e\left(k_m - k_f\right) + \epsilon_e$$

I ligningen står det siste leddet for usystematisk risiko. Dette er som nevnt risiko som ikke kan forklares med variasjon i markedet. Årsaken til at det i kapitalverdimodellen forutsettes at denne risikoen er null (inngår ikke i modellen selv om det kan kvantifiseres med regresjonslinjen), er at det forutsettes at investor holder veldiversifiserte porteføljer. Følgelig forutsettes det at forventningsverdien til feilleddet er null når antall eiendeler i porteføljen er tilstrekkelig høyt (Bodie m. fl., 2010).

Risikofri rente

Risikofri rente er sentral i investeringsprosjekter ettersom risikable investeringer må gi bedre avkastning enn avkastningen som kan oppnås uten å ta risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Kaldestad & Møller (2016) definerer risikofri avkastning som «den hypotetiske avkastningen på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs-, likviditets- eller misligholdsrisiko» (s. 156). Det er rimelig å legge til grunn at en risikofri avkastning må ha kontantstrøm i samme valuta som investeringen for å unngå valutarisiko. For å minimere denne risikoen er det nærliggende å ta utgangspunkt i statsobligasjonsrenter for å beregne risikofri rente (Damadoran, 2012).

Det er nødvendig å ta stilling til tidshorisonten på statsobligasjonene som legges til grunn. Kaldestad & Møller (2016) mener det er fordeler og ulemper ved ulike løsninger knyttet til tidshorisonter.

Ulik risikofri rente for hver periode

Dette alternativet innebærer å diskontere det enkelte årets kontantstrøm med en risikofri rente som reflekterer kontantstrømmens tidshorisont, altså diskonteres kontantstrømmen i år en med en ettårig risikofri rente og kontantstrømmen i år to med en toårig risikofri rente. Siden kapitalverdimodellen anses som en enperiode-modell er en slik tilnærming teoretisk rimelig. Ulempene er at dette er arbeidskrevende og trolig har begrenset nytteverdi, hvilket fører til at bruk av korte renter er lite utbredt i praksis (Kaldestad & Møller, 2016).

Kort rente

Ved å ta utgangspunkt i korte renter vil forventet og faktisk avkastning bli tilnærmet lik. Damodaran (2012) mener dette er et krav for at et aktivum skal være risikofritt ettersom et aktivum ikke er risikofritt dersom den faktiske avkastningen avviker fra den forventede. En annen fordel er at korte renter ikke påvirkes av verken illikviditetspremie eller risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. Ulempen med å velge en kort rente er større svingninger mellom årene og følgelig et mer ustabilt avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016).

Lang rente

En fordel med å benytte lange renter er at durasjonen til rentene stemmer bedre overens med durasjonen til kontantstrømmen som verdsettes. I tillegg vil mindre variasjon gi et mer stabilt avkastningskrav. Det kan argumenteres for at en risikofri rente burde ha en tidshorisont som reflekterer investeringens, hvilket taler for en lengre rente i Norturas tilfelle. Ulempen ved å benytte lange renter er at de ikke er risikofrie ettersom de kan inneholde både illikviditetspremie og premie for inflasjonsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). En mulig korreksjon for å løse flere av de ovennevnte problemene kan være å justere lange renter for innbakte premier. Dette vil gi en lang rente som er tilnærmet lik en kort rente, men som er mer stabil (Cecchetti m. fl., 1991).

Langsiktig forventning til risikofri rente

Som et siste alternativ kan et langsiktig avkastningskrav til totalkapitalen settes med utgangspunkt i forventet realrente pluss langsiktig forventet inflasjon. Alternativet beskrives som særlig nyttig når formålet med verdsettelsen er eiervurdering. En fordel ved metoden er at inflasjonsforventningene i kontantstrømmen og avkastningskravet vil være like, mens feilprising i rentemarkedene er en ulempe (Kaldestad & Møller).

Valg av risikofri rente

Langsiktig statsobligasjonsrente synes å være et populært valg, noe som kan forklares med at den er et greit kompromiss mellom å være teoretisk korrekt og praktisk anlagt (Kaldestad & Møller). Det presiseres at den likevel bør unngås når rentekurven er bratt eller når en stor

andel av kontantstrømmen kommer tidlig i perioden. Knivsflå synes å foretrekke en kortere rente, nærmere bestemt tre måneders NIBOR[53].

Det er ingen åpenbare grunner til å avvike normal praksis for Nortura, og det er slik sett nærliggende å legge tiårige statsobligasjoner til grunn. En slik løsning er også relativt konsistent med investorenes investeringshorisont.

Tabell 6.5.1.1: Risikofri rente etter skatt

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt
10-års norske statsobligasjoner	4,47 %	4,00 %	3,52 %	3,12 %	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %	1,88 %	2,61 %
x Skatt (1-s)	72 %	72 %	72 %	72 %	72 %	72 %	73 %	73 %	75 %	76 %	77 %	73,27 %
= Risikofri rente etter skatt	**3,22 %**	**2,88 %**	**2,53 %**	**2,25 %**	**1,51 %**	**1,86 %**	**1,84 %**	**1,15 %**	**1,00 %**	**1,25 %**	**1,45 %**	**1,91 %**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
10-års norske statsobligasjoner	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %	1,64 %
x Skatt (1-s)	72 %	72 %	73 %	73 %	75 %	76 %
= Risikofri rente etter skatt	**1,51 %**	**1,86 %**	**1,84 %**	**1,15 %**	**1,00 %**	**1,25 %**

Som det fremgår av tabellen har rentenivået vært synkende siden finanskrisen.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen en investor vil kreve for å investere i et risikobærende aktivum istedenfor et risikofritt aktivum (Penman, 2013). Dette er vist i ligning 40, hvor markedsrisikopremien er utledet som differansen mellom de to. Damodaran (2017) fastslår at risikopremien er en funksjon av volatilitet og risikoaversjon. Historisk har det vært vanlig å benytte en konstant risikopremie, men etter finanskrisen har blitt mer vanlig å benytte en varierende risikopremie. Årsaken til dette er at markedsrisikopremien i aksjemarkedet har steget samtidig som renten har gått motsatt vei etter finanskrisen (Damodaran, 2017).

(40) $$k_p = k_m - k_f$$

Ettersom fremtiden ikke er observerbar og det derfor er utfordrende å fastslå hva markedets risikopremie skal være (Schröder, 2004), argumenteres det for tre ulike metoder for å estimere denne. Disse er estimering med utgangspunkt i historisk risikopremie, implisitt risikopremie avledet av fundamentale faktorer i markedet og spørreundersøkelser (Damodaran, 2017).

[53] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

Historisk risikopremie

Ved historisk estimering beregnes gjennomsnittlig meravkastning i markedet over tid under forutsetning om konstant risikopremie i markedet. Gjennomsnittsberegningen kan gjøres ved bruk av geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt. Det har også betydning hvor lang måleperiode som legges til grunn. Fordelen med en lang måleperiode er at det vil jevne ut store svingninger, mens det kan argumenteres for at nyere observasjoner er mer relevante. Knivsflå argumenterer for en vekting mellom en langsiktig (1958-2017) og en kortsiktig (1995-2017) måleperiode, altså en slags normalisering. Ved å vekte den kortsiktige måleperioden med ⅔ og den langsiktige med ⅓, blir markedets risikopremie som vist i tabell 6.5.1.2[54].

Tabell 6.5.1.2: Markedets risikopremie

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt
Kortsiktig perspektiv	2,5 %	4,0 %	3,9 %	3,6 %	4,0 %	4,2 %	4,1 %	4,2 %	4,1 %	4,2 %	4,2 %	3,9 %
Vekt	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3	2/3
Langsiktig perspektiv	4,9 %	6,0 %	6,0 %	6,2 %	6,4 %	6,7 %	6,6 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %	6,8 %	6,3 %
Vekt	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3	1/3
Markedets risikopremie	**3,3 %**	**4,7 %**	**4,6 %**	**4,5 %**	**4,8 %**	**5,0 %**	**4,9 %**	**5,0 %**	**5,0 %**	**5,1 %**	**5,1 %**	**4,7 %**

Implisitt risikopremie avledet av fundamentale faktorer i markedet

Ved å legge til grunn observerte aksjepriser, kan implisitt risikopremie i markedet avledes for det enkelte året (Schröder, 2004). Dette kan for eksempel gjøres ved å ta utgangspunkt i Gordons vekstmodell (Gordon, 1962). Ved å gjøre forutsetninger knyttet til risikofri rente, vekstparametere og betalingsforhold kan Gordons vekstmodell løses for markedets risikopremie (Schröder, 2004).

Revisjons- og rådgivingsselskapet PricewaterhouseCoopers (PwC) har i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) gjennomført en undersøkelse av "Risikopremien i det norske markedet" de siste syv årene (PricewaterhouseCoopers, 2017). I undersøkelsen som ble gjennomført for 2013-2014 fant selskapet at implisitt risikopremie i markedet i gjennomsnitt var 5,0 prosent i perioden Q1 2010 – Q3 2013 (PricewaterhouseCoopers, 2014). I årene etter 2014 inneholder ikke undersøkelsen lenger en beregning av implisitt risikopremie.

[54] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

Spørreundersøkelser

PwCs undersøkelse har fra 2015 vært en ren spørreundersøkelse om hvilken risikopremie markedet legger til grunn. PwC fant i undersøkelsen for 2017 at både gjennomsnittsverdi og median taler for en risikopremie på 5,0 prosent (PricewaterhouseCoopers, 2017).

5,0 prosent er relativt konsistent med Knivsflås beregning på 5,1 prosent i 2017. PwCs undersøkelse har hvert år siden 2012 gitt en markedspremie på mellom 4,9 prosent og 5,2 prosent, mens Knivsflå i samme tidsperiode har funnet risikopremier mellom 4,8 prosent og 5,1 prosent. Dette underbygger begge analysenes robusthet.

Valg av metode og fastsettelse av markedets risikopremie

Risikopremien i markedet vil variere med valg av analyseperiode og estimeringsmetode (Gjesdal & Johnsen, 1999). Dette tilsier at det er nærliggende med en åpen tilnærming til fastsettelsen av risikopremien. Knivsflås pragmatiske tilnærming ved å hensynta både kortere og lengre måleperioder vurderes som rimelig, og det legges til grunn en gjennomsnittlig markedsrisikopremie på 4,7 prosent i analyseperioden.

Beta

Beta er et mål på den enkelte aksjens volatilitet relativt til aksjemarkedet. Aksjemarkedets gjennomsnittlige beta er 1, og dersom en aksje har beta lik 1 svinger den i takt med aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016). Sagt på en annen måte måler beta hvor utsatt virksomheten er for systematisk risiko (Damodaran, 2012). Systematisk risiko er forklart i delkapittel 2.4.3. Matematisk fremgår denne sammenhengen av ligning 41.

$$\mathrm{B}_e = \frac{Cov(k_e, k_m)}{\sigma^2(k_m)} \tag{41}$$

Som følge av at verken Nortura eller sammenlignbare norske selskaper er børsnoterte, kan ikke betaen estimeres med utgangspunkt i historiske kursdata. En alternativ løsning er derfor å ta utgangspunkt i sammenlignbare, børsnoterte selskaper i utlandet og foreta en børskopiering.

Børskopieringen er basert på de tre europeiske, børsnoterte selskapene som fremstår mest sammenlignbare med Nortura. Med dette menes at de hovedsakelig har operasjoner knyttet til kjøtt- og videreforedling. Disse tre selskapene er HKScan, Atria og Bell Food Group. De

to førstnevnte er notert på børsen i Helsinki, mens sistnevnte er notert på børsen i Sveits. Selskapenes virksomhet er kort forklart i delkapittel 2.4.3.

En utfordring ved denne metoden er at egenkapitalbetaen blant de utvalgte selskapene vil være påvirket av gjeldsgraden. For å kunne bruke de sammenlignbare selskapenes egenkapitalbeta til å beregne Norturas egenkapitalbeta, må de sammenlignbare selskapenes egenkapitalbeta justeres for å finne betaen til et 100 prosent egenkapitalfinansiert selskap (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å ta utgangspunkt i markedsverdien av egenkapital og gjeld blant de noterte selskapene, og under forutsetning om at gjeldsbetaen er lik 0, kan forretningsbetaen finnes ved hjelp av følgende sammenheng (Kaldestad & Møller, 2016):

(42) $$\beta_U = \frac{E}{EV} \cdot \beta_E$$

Hensikten med overgangen er å justere for effekter knyttet til finansieringsgrad. Gjennomsnittet av forretningsbetaen til de tre selskapene kan ses på som forretningsbetaen Nortura ville hatt med 100 prosent egenkapitalfinansiering. Denne verdien beregnes til 0,227. Videre må forretningsbetaen konverteres til en egenkapitalbeta basert på Norturas finansieringsstruktur. Dette gjøres ved hjelp av følgende sammenheng (Kaldestad & Møller, 2016):

(43) $$\beta_E = \frac{EV}{E} \cdot \beta_U$$

Basert på ovennevnte sammenheng beregnes Norturas gjennomsnittlige, historiske egenkapitalbeta til 0,77 (tabell 6.5.1.3) og bransjens til 0,71. Det er ikke tilgjengelig egenkapitalandel for bransjen senere enn 31.12.17, hvilket er noe uheldig ettersom det dermed er nærmere ti måneder mellom de sammenlignbare selskapenes beta ble hentet fra Bloomberg og bransjens egenkapitalandel sist ble beregnet. Endringene i sistnevnte er nok imidlertid relativt beskjedne, hvilket begrenser feilmarginen.

Tabell 6.5.1.3: Betaverdier

Navn	Egenkapitalbeta	Justert beta	Egenkapitalandel (%)	Forretningsbeta	Egenkapitalbeta Nortura	Egenkapitalbeta bransjen
HK SCAN OYJ-A SHS	0,41	0,61	26 %	0,11		
ATRIA OYJ	0,31	0,54	49 %	0,15		
BELL FOOD GROUP AG - REG	0,58	0,72	73 %	0,43		
Gjennomsnitt	**0,43**	**0,62**	**49 %**	**0,23**	**0,77**	**0,71**

Kilde: (Bloomberg, 23.10.18)

Basert på Norturas kapitalstruktur per 31.08.18 og bransjens kapitalstruktur 31.12.17

Betaene virker rimelige basert på en skjønnsmessig vurdering. Norturas virksomhet er relativt lite konjunkturfølsom ettersom matvarer konsumeres relativt jevnt og matvareindustrien derfor i liten grad avhenger av svingningene i økonomien (Tine SA, u.d.). Dette taler for en lavere beta enn 1 (Kaldestad & Møller, 2016). Estimatene fremstår også rimelige i forhold til lignende utenlandske aktører som ikke er lagt til grunn for beregningen og dessuten Orkla som trolig er den likeste aktøren på Oslo Børs (Bloomberg, 2018).

Ideelt sett skulle utregningene vært basert på markedsverdier (Penman, 2013), men i fravær av dette er vektingen basert på bokførte verdier av egenkapital og gjeld. Det erkjennes at beregningen av Norturas egenkapitalbeta er sensitiv for endringer i markedsverdiene til egenkapital og gjeld, og at bruk av bokførte verdier derfor gir opphav til en feilmargin.

Illikviditetspremie

Kapitalverdimodellen forutsetter perfekte markeder. I perfekte markeder er det ingen transaksjonskostnader eller problemer knyttet til å realisere aksjer eller eiendeler i likvide midler (Bodie m. fl., 2014). Siden investorer lenge har tilpasset sitt avkastningskrav for investering i eiendeler med begrenset eller ingen likviditet, kan en eiendels illikviditet hensyntas i avkastningskravet ved å legge denne kompensasjonen til i formelen for egenkapitalens avkastning (Petersen m. fl., 2017):

$$k_e = k_f \cdot (1 - s) + \beta_e \left(\overline{k_m} - k_f \cdot (1 - s) \right) + L \tag{44}$$

I følge Bragelien skal illikviditetspremien kompensere for følgende forhold[55]:

- Det er liten omsetning i aksjen
- Selskapet ikke børsnotert
- Eieren er lite diversifisert
- En dominerende eier kan foreta transaksjoner som kun gagner ham
- Eierne har liten innsikt i selskapets verdier og fremtidsutsikter (for eksempel fordi verdien av selskapet i stor grad avhenger av selskapets immaterielle verdier)
- Selskapet står i fare for å gå konkurs (dårlig soliditet eller likviditet)

[55] Basert på Iver Brageliens kurs BUS400N høsten 2017

Det kan brukes alternative betegnelser om noen av forholdene, slik som for eksempel kontrollpremie. I denne oppgaven benyttes imidlertid Brageliens definisjon, og illikviditetspremie tillegges derfor en bred betydning.

I praksis er forholdene Bragelien trekker frem vanskelige å måle, men en vurdering av omsetning i aksjen kan for noterte virksomheter gjøres ved å se på forskjellen mellom kjøper- og selgerkurser (Bodie m. fl., 2014). For Nortura er det aktuelt å justere for illikviditet som følge av at foretaket ikke er børsnotert. I samvirkeforetak kan ikke andelsinnskuddet (innskutt egenkapital) selges til en frittstående kjøper. Det vil istedenfor innløses av foretaket i henhold til foretakets vedtekter. For Norturas eieres del innebærer dette at nominelt andelsinnskudd tilbakebetales ved uttredelse dersom ikke deler av andelskapitalen er tapt. Dersom deler av andelskapitalen er tapt reduseres innløsningsbeløpet forholdsmessig. Hvor stor andel av innskuddet som tilbakebetales fastsettes ved årsmøtet (Nortura SA, 2017). Eierne kan altså ikke realisere innskuddet når de selv ønsker det, hvilket trekker i retning av en illikviditetspremie.

Reglene beskrevet i forrige avsnitt innebærer også at eiernes maksimale tilbakebetalte beløp er det nominelle innskuddet. Dette innebærer at de ikke kan tjene noe på andelsinnskuddet sitt utover eventuell etterbetaling og renter på medlemskapitalen selv om innskuddet har økt i verdi. Også dette trekker i retning av at det bør tillegges en likviditetspremie.

På den andre siden er investeringen i Nortura integrert med eierens (bondens) egen virksomhet. Dette tilsier at kapitalavkastning ikke nødvendigvis er eierens primære hensikt ved investeringen, og at eierandelen ikke er anskaffet for videresalg med avkastning. Disse forholdene trekker i retning av at det ikke bør inkluderes noen illikviditetspremie, og dette argumentet vurderes som det tyngstveiende. Det inkluderes derfor ikke noen illikviditetspremie for eierne av Nortura.

Minoritetseierne i Norturas datterselskaper har ikke kontroll over beslutningene som fattes i selskapene, og selskapene anses også som lite omsettelige. Eiernes egen virksomhet er ikke integrert med selskapene slik tilfellet er for morselskapet. Avkastningskravet til minoritetseierne tillegges derfor en illikviditetspremie på to prosent ettersom minoritetseierne i dette tilfellet verken har kontroll eller enkelt kan omsette aksjene.

Anslaget kan naturligvis diskuteres, men illikviditetspremien er betydelig sammenlignet med majoritetskravet, hvilket anses som rimelig. Samtlige selskaper i bransjen med unntak av Nortura er unoterte aksjeselskaper som trolig har relativt lav omsettelighet. For disse kan det heller ikke argumenteres for at eiernes egen virksomhet er integrert med selskapet. Bransjen tillegges derfor en illikviditetspremie på én prosent.

Egenkapitalens avkastningskrav

Med utgangspunkt i diskusjonen og estimasjonen av parameterne i kapitalverdimodellen, legges følgende gjennomsnittlige egenkapitalkrav til grunn for Nortura:

Tabell 6.5.1.4: Egenkapitalkrav etter skatt – Nortura og bransjen

Nortura	Gjennomsnitt Nortura	Gjennomsnitt bransje
10-års norske statsobligasjoner	2,61 %	1,96 %
x Skatt (1-s)	72,90 %	73,50 %
= Risikofri rente etter skatt	**1,90 %**	**1,44 %**
Gjennomsnittlig justert Beta	0,77	0,71
Markedets risikopremie etter skatt	4,68 %	4,97 %
Likviditetspremie	0,00 %	1,00 %
Egenkapitalkrav etter skatt	**5,51 %**	**5,96 %**

Det fremgår av tabellen at den risikofrie renten og markedspremien er ulik for Nortura og bransjen. Dette fremstår naturligvis merkelig, men skyldes at lengden på analyseperioden er ulik for Nortura og bransjen (det er ikke tilgjengelig regnskapstall for bransjen før 2011). Gjennomsnittkravene er dermed ikke helt sammenlignbare ettersom den risikofrie renten og markedets risikopremie (som begge er selskapsuavhengige) fluktuerer over perioden. Dette er uproblematisk for netto driftskravet ettersom egenkapitalkravet estimeres for hvert enkelt år i netto driftskravet.

De faktiske forskjellene mellom bransjens gjennomsnittlige egenkapitalkrav og Norturas gjennomsnittlige egenkapitalkrav er altså at Nortura har høyere egenkapitalbeta på grunn av høyere gjeldsandel og bransjens tillegges en illikviditetspremie.

Den gjennomsnittlige forretningsbetaen som er benyttet som utgangspunkt for egenkapitalbetaene i tabellen er beregnet over fem år for både Nortura og bransjen hvilket innebærer at den ikke perfekt reflekterer lengden på analyseperioden for verken Nortura eller

bransjen. Dette gir altså opphav til en viss inkonsistens, men skyldes at beta beregnet over lenger tidshorisonter er klart urimelige (Bloomberg, 2018).

Gjennomsnittlig avkastningskrav for minoritetene er som følger:

Tabell 6.5.1.5: Minoritetskrav etter skatt

Nortura	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav etter skatt	5,51 %
Likviditetspremie	2,00 %
Minoritetskrav etter skatt	**7,51 %**

For å kunne estimere netto driftskrav er det nødvendig å estimere et gjeldskrav. Det understrekes at gjeldskravet beregnes etter skatt ettersom kredittrisikopremien som ble estimert i kredittanalysen er beregnet etter skatt. Dette skaper imidlertid ikke noen problemer ettersom markedsverdier er etter skatt-verdier, og WACC dermed også må beregnes etter skatt (Petersen m. fl., 2017).

6.5.2 Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta

For å kunne beregne netto finansiell gjeldsbeta må betaen til finansielle eiendeler og finansiell gjeld estimeres.

Finansiell gjeldsbeta

Den finansielle gjeldsbetaen beregnes implisitt ved å legge til grunn markedspremien og kredittrisikopremien fra kredittanalysen og benytte følgende formel[56]:

(45) $$\beta_D = \frac{Kredittrisikopremie\ etter\ skatt}{Markedsrisikopremie}$$

Kredittrisikopremien er estimert historisk i delkapittel 6.4 for henholdsvis Nortura og bransjen ved å benytte enkelte nøkkeltall fra Standard & Poor`s ratingsystem (Petersen m. fl., 2017) kombinert med en kvalitativ vurdering.

Knivsflå[57] mener gjeldsbetaen bør hensynta hvor mye av kredittrisikopremien som er markedsrelatert. Markedsrisikodelen kan estimeres ved en regresjon mellom

[56] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

[57] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

egenkapitalavkastning og børsavkastning, men siden dette er ikke er mulig for Nortura (er ikke børsnotert) settes den til 0,2 ettersom Knivsflå mener markedsrisikodelen generelt er lav. Knivsflå foreslår videre å legge til grunn en justeringsfaktor til gjeld på 0,33. Det understrekes at det er uheldig å benytte slike tommelfingerregler ukritisk, men det er i dette tilfellet vanskelig å argumentere for andre løsninger. Dette gir opphav til følgende finansielle gjeldsbetaer:

Tabell 6.5.2.1: Finansiell gjeldsbeta

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Kredittrisikopremie etter skatt	2,70 %	2,10 %	2,10 %	2,10 %	1,00 %	1,60 %	1,60 %	1,60 %	1,00 %	2,10 %	2,70 %
/ Markedsrisikopremie etter skatt	3,30 %	4,67 %	4,60 %	4,47 %	4,80 %	5,03 %	4,93 %	5,00 %	4,97 %	5,07 %	5,07 %
= Finansiell gjeldsbeta (gitt mrd = 1)	0,82	0,45	0,46	0,47	0,21	0,32	0,32	0,32	0,20	0,41	0,53
Markedsrisikodel EK	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
- Justeringsfaktor til gjeld	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
= Markedsrisikodel	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067
= Finansiell gjeldsbeta	**0,055**	**0,030**	**0,030**	**0,031**	**0,014**	**0,021**	**0,022**	**0,021**	**0,013**	**0,028**	**0,036**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kredittrisikopremie etter skatt	0,70 %	0,90 %	1,00 %	0,90 %	0,70 %	0,90 %
/ Markedsrisikopremie etter skatt	4,80 %	5,03 %	4,93 %	5,00 %	4,97 %	5,07 %
= Finansiell gjeldsbeta (gitt mrd = 1)	0,15	0,18	0,20	0,18	0,14	0,18
Markedsrisikodel EK	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
- Justeringsfaktor til gjeld	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
= Markedsrisikodel	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067	0,067
= Finansiell gjeldsbeta	**0,010**	**0,012**	**0,014**	**0,012**	**0,009**	**0,012**

Finansiell eiendelsbeta

De finansielle eiendelene deles inn i tre kategorier for å hensynta at de i ulik grad svinger med markedet og derfor har ulik beta. Kategoriene er kontanter, fordringer og investeringer. Kontantenes samvariasjon med systematisk risiko antas å være null. I mangel på andre rimelige forutsetninger antas det at Norturas porteføljer er diversifiserte og derfor følger markedssvingningene. For fordringsbetaen er det naturlig å ta utgangspunkt i formelen i ligning 44. Nortura har imidlertid ingen finansielle fordringer hvilket vanskeliggjør estimasjon av fordringsbetaen ettersom det ikke er mulig å gi noe rimelig estimat på kredittrisikopremien. Fordringsbetaen vil derfor ikke beregnes.

Tabell 6.5.2.2: Finansiell eiendelsbeta

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
x Kontantvekt	0,0 %	0,0 %	7,5 %	53,4 %	18,9 %	35,3 %	93,8 %	79,7 %	43,3 %	36,3 %	56,6 %
+ Fordringsbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
x Fordringsvekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
x Investeringsvekt	100,0 %	100,0 %	92,5 %	46,6 %	81,1 %	64,7 %	6,2 %	20,3 %	56,7 %	63,7 %	43,4 %
Finansiell eiendelsbeta	**1,00**	**1,00**	**0,92**	**0,47**	**0,81**	**0,65**	**0,06**	**0,20**	**0,57**	**0,64**	**0,43**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0
x Kontantvekt	84,4 %	92,6 %	95,0 %	82,2 %	75,1 %	58,3 %
+ Fordringsbeta	-	-	-	-	-	-
x Fordringsvekt	0	0	0	0	0	0
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1
x Investeringsvekt	15,6 %	7,4 %	4,9 %	10,0 %	23,9 %	31,7 %
Finansiell eiendelsbeta	**0,16**	**0,07**	**0,05**	**0,10**	**0,24**	**0,32**

Netto finansiell gjeldsbeta

Gjeldsbetaen beregnes netto og følgelig trekkes den vektede eiendelsbetaen fra den vektede gjeldsbetaen. Vektingen gjøres på følgende måte[58]:

(46) $$Finansiell\ eiendelsvekt = \frac{Finansielle\ eiendeler}{Netto\ finansiell\ gjeld}$$

(47) $$Finansiell\ gjeldsvekt = \frac{Finansiell\ gjeld}{Netto\ finansiell\ gjeld}$$

Tabell 6.5.2.3.: Netto finansiell gjeldsbeta

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Finansiell gjeldsbeta	0,055	0,030	0,030	0,031	0,014	0,021	0,022	0,021	0,013	0,028	0,036
x Finansiell gjeldsvekt	1,142	1,143	1,223	1,569	1,338	1,393	1,110	1,220	1,196	1,217	1,401
- Finansiell eiendelsbeta	1,000	1,000	0,925	0,466	0,811	0,647	0,062	0,203	0,567	0,637	0,434
x Finansiell eiendelsvekt	0,142	0,143	0,223	0,569	0,338	0,393	0,110	0,220	0,196	0,217	0,401
= Netto finansiell gjeldsbeta	**-0,080**	**-0,109**	**-0,169**	**-0,216**	**-0,256**	**-0,225**	**0,017**	**-0,019**	**-0,095**	**-0,104**	**-0,124**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell gjeldsbeta	0,010	0,012	0,014	0,012	0,009	0,012
x Finansiell gjeldsvekt	1,119	1,161	1,127	1,174	1,125	1,174
- Finansiell eiendelsbeta	0,156	0,074	0,049	0,100	0,239	0,317
x Finansiell eiendelsvekt	0,119	0,161	0,127	0,174	0,125	0,174
= Netto finansiell gjeldsbeta	**-0,008**	**0,002**	**0,009**	**-0,003**	**-0,019**	**-0,041**

Gjeldsbetaen er lav fordi markedsrisikodelen er lav både for Nortura og for bransjen. Dette gir negativ netto finansiell gjeldsbeta for Nortura fordi selskapet periodevis har lite kontanter og derfor høy eiendelsbeta. For bransjen er kontantvekten høyere hvilket gir lavere eiendelsbeta, og dermed en noe høyere netto finansiell gjeldsbeta.

[58] Formlene er basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

6.5.3 Netto finansielt gjeldskrav

Skattesatsen som benyttes i det følgende er den til enhver tid gjeldende selskapsskattesatsen ettersom selskapsskattesatsen forventes å virke effektivt for finansielle inntekter og kostnader. Dette er drøftet i note åtte i delkapittel 6.3.2.

Finansielt gjeldskrav

Kravet til finansiell gjeld beregnes ved å addere risikofri rente etter skatt med kredittrisikopremien etter skatt. Beregningen av risikofri rente er beskrevet under utarbeidelsen av egenkapitalkravet i delkapittel 6.5.1. Kredittrisikopremien er basert på kredittrating for det enkelte året for henholdsvis Nortura og bransjen. Avkastningskravet til gjelden synker betydelig fra 2008 til 2016 som følge av reduksjoner i både risikofri rente og kredittrisikopremie, og gjeldskravet synes derfor lavt i enkelte år. Utviklingen i tabell 6.5.3.1 reflekterer imidlertid utviklingen i netto normaliserte finanskostnader (i praksis netto rentekostnader) dividert på sum finansiell gjeld gjennom perioden dersom det hensyntas at gjeldskostnadene i praksis ikke endrer seg like raskt som avkastningskravet til gjelden.

Tabell 6.5.3.1: Avkastning finansiell gjeld etter skatt

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Risikofri rente etter skatt	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %
Kredittrisikopremie etter skatt	2,70 %	2,10 %	2,10 %	2,10 %	1,00 %	1,60 %	1,60 %	1,60 %	1,00 %	2,10 %	2,70 %
Avkastningskrav finansiell gjeld etter skatt	**5,92 %**	**4,98 %**	**4,63 %**	**4,35 %**	**2,51 %**	**3,46 %**	**3,44 %**	**2,75 %**	**2,00 %**	**3,35 %**	**4,15 %**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %
Kredittrisikopremie etter skatt	0,70 %	0,90 %	1,00 %	0,90 %	0,70 %	0,90 %
Avkastningskrav finansiell gjeld etter skatt	**2,21 %**	**2,76 %**	**2,84 %**	**2,05 %**	**1,70 %**	**2,15 %**

Finansielt eiendelskrav

Som for betaverdiene vektes det finansielle eiendelskravet mellom kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav. De ulike kravene beregnes ved å benytte kapitalverdimodellen, men dette er ikke gjort for fordringene siden disse er null og det derfor heller ikke er beregnet noen beta.

Tabell 6.5.3.2: Avkastningskrav finansielle eiendeler etter skatt

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Kontantkrav	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %
x Kontantvekt	0,00	0,00	0,08	0,53	0,19	0,35	0,94	0,80	0,43	0,36	0,57
+ Fordringskrav	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
x Fordringsvekt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Investeringskrav	6,52 %	7,55 %	7,13 %	6,71 %	6,31 %	6,89 %	6,77 %	6,15 %	5,96 %	6,31 %	6,51 %
x Investeringsvekt	1,00	1,00	0,92	0,47	0,81	0,65	0,06	0,20	0,57	0,64	0,43
= Avkastningskrav finansielle eiendeler etter skatt	**6,52 %**	**7,55 %**	**6,79 %**	**4,33 %**	**5,40 %**	**5,12 %**	**2,15 %**	**2,16 %**	**3,81 %**	**4,47 %**	**3,65 %**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kontantkrav	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %
x Kontantvekt	0,84	0,93	0,95	0,82	0,75	0,58
+ Fordringskrav	-	-	-	-	-	-
x Fordringsvekt	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Investeringskrav	6,31 %	6,89 %	6,77 %	6,15 %	5,96 %	6,31 %
x Investeringsvekt	0,16	0,07	0,05	0,10	0,24	0,32
= Avkastningskrav finansielle eiendeler etter skatt	**2,26 %**	**2,23 %**	**2,08 %**	**1,56 %**	**2,18 %**	**2,73 %**

Netto finansielt gjeldskrav

Ved å vekte avkastningskrav etter skatt til finansielle eiendeler og finansiell gjeld fremkommer følgende netto finansielle gjeldskrav:

Tabell 6.5.3.3: Netto finansielt gjeldskrav etter skatt

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Krav finansiell gjeld	5,92 %	4,98 %	4,63 %	4,35 %	2,51 %	3,46 %	3,44 %	2,75 %	2,00 %	3,35 %	4,15 %
x Finansiell gjeldsvekt	1,142	1,143	1,223	1,569	1,338	1,393	1,110	1,220	1,196	1,217	1,401
- Krav finansielle eiendeler	6,52 %	7,55 %	6,79 %	4,33 %	5,40 %	5,12 %	2,15 %	2,16 %	3,81 %	4,47 %	3,65 %
x Finansiell eiendelsvekt	0,142	0,143	0,223	0,569	0,338	0,393	0,110	0,220	0,196	0,217	0,401
= Netto finansielt gjeldskrav	**5,83 %**	**4,61 %**	**4,15 %**	**4,36 %**	**1,53 %**	**2,81 %**	**3,58 %**	**2,87 %**	**1,64 %**	**3,10 %**	**4,35 %**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Krav finansiell gjeld	2,21 %	2,76 %	2,84 %	2,05 %	1,70 %	2,15 %
x Finansiell gjeldsvekt	1,119	1,161	1,127	1,174	1,125	1,174
- Krav finansielle eiendeler	2,26 %	2,23 %	2,08 %	1,56 %	2,18 %	2,73 %
x Finansiell eiendelsvekt	0,119	0,161	0,127	0,174	0,125	0,174
= Netto finansielt gjeldskrav	**2,21 %**	**2,84 %**	**2,94 %**	**2,13 %**	**1,64 %**	**2,05 %**

Siden gjelden utgjør en stor del av vektingen er det også gjeldens avkastningskrav som har størst betydning. Siden både den risikofrie renten og kredittpremien fluktuerer betydelig gjennom perioden er det store svingninger i kravet til nettogjelden. Norturas krav i 2018 øker betydelig, særlig på grunn av stigende kredittrisiko, men også fordi den risikofrie renten stiger noe.

Netto driftskrav og årlig egenkapitalkrav

Så langt i dette delkapitlet er det beregnet gjennomsnittlige krav til egenkapital og minoritetsinteresser, samt årlige krav til netto finansiell gjeld. Hensikten er å beregne årlige krav også til egenkapital og investert kapital (netto driftseiendeler). For å kunne beregne et netto driftskrav må det estimeres en driftsbeta. Denne antas å være konstant over hele perioden i samsvar med Modigliani & Miller (1958). Med utgangspunkt i driftsbetaen kan egenkapitalbetaen beregnes residualt, og ved hjelp av egenkapitalbetaen kan de årlige kravene til egenkapital, minoriteter og investert kapital beregnes.

Netto driftsbeta

For å estimere netto driftsbeta vektes betaverdiene fra de ulike kapitalkildene. Den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen er i delkapittel 6.5.1 estimert basert på historiske beater fra lignende, børsnoterte selskaper ettersom Nortura (eller andre selskaper i bransjen) ikke selv er børsnotert. Egenkapitalbetaen er estimert til 0,77 for Nortura og 0,71 for bransjen. Det forutsettes at minoritetsbetaen er lik egenkapitalbetaen til Nortura. Bransjens netto driftsbeta avviker noe fra Norturas på grunn av forskjeller i finansieringsstruktur og gjennomsnittlig egenkapitalbeta.

Tabell 6.5.3.4: Netto driftsbeta – Nortura og bransjen

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta												0,77
x Egenkapital / IC	45,51 %	47,27 %	57,76 %	61,88 %	59,06 %	53,67 %	42,55 %	45,96 %	46,85 %	45,29 %	46,76 %	50,23 %
+ Minoritetsbeta												0,77
x Minoritet / IC	1,09 %	1,24 %	1,47 %	1,63 %	1,60 %	1,87 %	2,09 %	2,37 %	2,11 %	2,19 %	2,70 %	1,85 %
+ Netto finansiell beta												-0,126
x Netto finansiell gjeld / IC	53,40 %	51,49 %	40,77 %	36,49 %	39,33 %	44,46 %	55,37 %	51,67 %	51,05 %	52,53 %	50,55 %	47,92 %
= Netto driftsbeta	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta							0,71
x Egenkapital / IC	53,89 %	50,25 %	48,52 %	46,64 %	47,01 %	46,41 %	48,79 %
+ Minoritetsbeta							0,71
x Minoritet / IC	1,16 %	1,38 %	1,48 %	1,75 %	1,50 %	1,57 %	1,47 %
+ Netto finansiell beta							-0,01
x Netto finansiell gjeld / IC	0,4496	0,4837	0,4999	0,5161	0,5148	0,5201	49,74 %
= Netto driftsbeta	**0,35**	**0,35**	**0,35**	**0,35**	**0,35**	**0,35**	**0,35**

Egenkapitalbeta

Den konstante driftsbetaen brukes så til å estimere egenkapitalbetaen på årlig basis for Nortura og bransjen.

Tabell 6.5.3.5: Egenkapitalbeta – Nortura og bransjen

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Egenkapitalbeta	0,82	0,82	0,69	0,66	0,73	0,79	0,74	0,73	0,80	0,83	0,82
x Egenkapital / IC	0,46	0,47	0,58	0,62	0,59	0,54	0,43	0,46	0,47	0,45	0,47
+ Minoritetsbeta	0,82	0,82	0,69	0,66	0,73	0,79	0,74	0,73	0,80	0,83	0,82
x Minoritet / IC	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
+ Netto finansiell beta	-0,08	-0,11	-0,17	-0,22	-0,26	-0,23	0,02	-0,02	-0,10	-0,10	-0,12
x Netto finansiell gjeld / IC	0,53	0,51	0,41	0,36	0,39	0,44	0,55	0,52	0,51	0,53	0,51
= Netto driftsbeta	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapitalbeta	0,65	0,68	0,70	0,73	0,75	0,78
x Egenkapital / IC	0,54	0,50	0,49	0,47	0,47	0,46
+ Minoritetsbeta	0,65	0,68	0,70	0,73	0,75	0,78
x Minoritet / IC	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02
+ Netto finansiell beta	-0,01	0,00	0,01	0,00	-0,02	-0,04
x Netto finansiell gjeld / IC	0,45	0,48	0,50	0,52	0,51	0,52
= Netto driftsbeta	**0,35**	**0,35**	**0,35**	**0,35**	**0,35**	**0,35**

Årlige egenkapitalkrav

Ettersom egenkapitalbetaen er beregnet kan egenkapitalkravet nå beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen. Som diskutert i delkapittel 6.5.1 tillegges bransjen en likviditetspremie på en prosent for manglende omsettelighet.

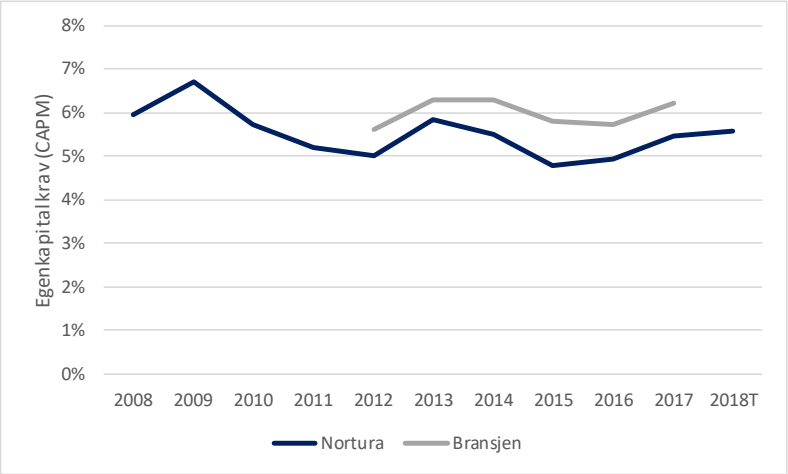
Tabell 6.5.3.6: Egenkapitalkrav – Nortura og bransjen

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Risikofri rente etter skatt	3,22 %	2,88 %	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %	1,45 %
+ Egenkapitalbeta	0,82	0,82	0,69	0,66	0,73	0,79	0,74	0,73	0,80	0,83	0,82
x Markedspremie etter skatt	3,30 %	4,67 %	4,60 %	4,47 %	4,80 %	5,03 %	4,93 %	5,00 %	4,97 %	5,07 %	5,07 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	**5,93 %**	**6,70 %**	**5,72 %**	**5,20 %**	**5,00 %**	**5,85 %**	**5,50 %**	**4,77 %**	**4,95 %**	**5,47 %**	**5,58 %**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente etter skatt	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %	1,25 %
+ Egenkapitalbeta	0,65	0,68	0,70	0,73	0,75	0,78
x Markedspremie etter skatt	4,80 %	5,03 %	4,93 %	5,00 %	4,97 %	5,07 %
Likviditetspremie	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	**5,62 %**	**6,29 %**	**6,28 %**	**5,81 %**	**5,71 %**	**6,20 %**

Økende risikofri rente og egenkapitalbeta fra 2015 til 2018 har ført til at Norturas egenkapitalkrav har steget i denne perioden. Markedspremien har ligget relativt stabilt siden 2013 og har dermed hatt mindre betydning. Bransjens nyeste tall er fra 2017, og egenkapitalkravet dette året var relativt normalt sammenlignet med tidligere år.

Figur 6.5.3.8: Årlige egenkapitalkrav – Nortura vs bransjen



Det legges til en illikviditetspremie for Norturas minoriteter på to prosent. Bransjens egenkapitalkrav er tillagt én prosent illikviditetspremie for manglende omsettelighet, og bransjens minoriteter tillegges ytterligere en prosent for manglende kontroll. Norturas minoriteter og bransjens minoriteter har dermed lik minoritetspremie, hvilket synes rimelig. Illikviditetspremienes størrelse er drøftet i delkapittel 6.5.1.

Tabell 6.5.3.7: Minoritetskrav – Nortura og bransjen

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Majoritetskrav etter skatt	5,93 %	6,70 %	5,72 %	5,20 %	5,00 %	5,85 %	5,50 %	4,77 %	4,95 %	5,47 %	5,58 %
+ Likviditetspremie	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Minoritetskrav etter skatt	**7,93 %**	**8,70 %**	**7,72 %**	**7,20 %**	**7,00 %**	**7,85 %**	**7,50 %**	**6,77 %**	**6,95 %**	**7,47 %**	**7,58 %**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Majoritetskrav etter skatt	5,62 %	6,29 %	6,28 %	5,81 %	5,71 %	6,20 %
+ Likviditetspremie	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
= Minoritetskrav etter skatt	**6,62 %**	**7,29 %**	**7,28 %**	**6,81 %**	**6,71 %**	**7,20 %**

Årlige netto driftskrav

De årlige kravene fra de ulike kapitalkildene vektes for å beregne årlig netto driftskrav (WACC):

(48) $$WACC = k_e \cdot \frac{E}{IC} + k_{minoritet} \cdot \frac{MI}{IC} + k_{NFD} \cdot \frac{NFD}{IC}$$

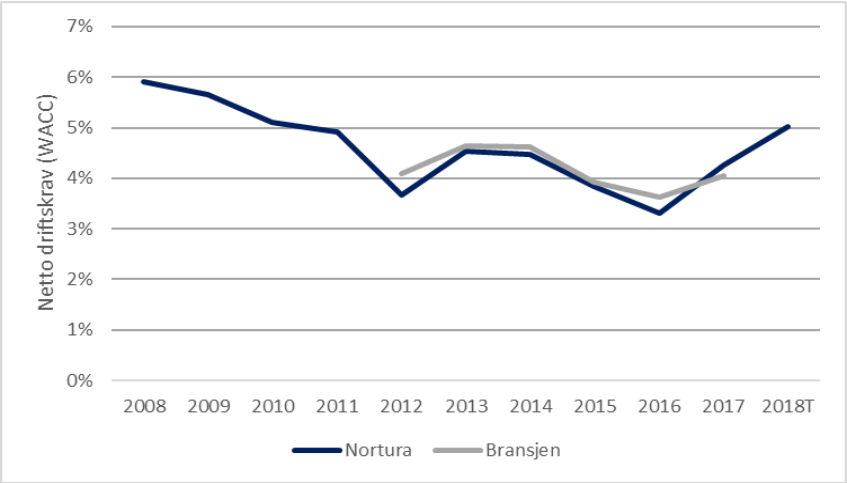
Dette gir opphav til følgende avkastningskrav for de enkelte årene for henholdsvis Nortura og bransjen:

Tabell 6.5.3.9: Netto driftskrav (WACC) – Nortura og bransjen

Nortura	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Egenkapitalkrav	5,93 %	6,70 %	5,72 %	5,20 %	5,00 %	5,85 %	5,50 %	4,77 %	4,95 %	5,47 %	5,58 %
x Egenkapital / IC	0,455	0,473	0,578	0,619	0,591	0,537	0,425	0,460	0,468	0,453	0,468
+ Minoritetskrav	7,93 %	8,70 %	7,72 %	7,20 %	7,00 %	7,85 %	7,50 %	6,77 %	6,95 %	7,47 %	7,58 %
x Minoritet / IC	0,011	0,012	0,015	0,016	0,016	0,019	0,021	0,024	0,021	0,022	0,027
+ Netto finansielt gjeldskrav	5,83 %	4,61 %	4,15 %	4,36 %	1,53 %	2,81 %	3,58 %	2,87 %	1,64 %	3,10 %	4,35 %
x Netto finansiell gjeld / IC	0,534	0,515	0,408	0,365	0,393	0,445	0,554	0,517	0,510	0,525	0,506
= Netto driftskrav (WACC)	**5,90 %**	**5,65 %**	**5,11 %**	**4,92 %**	**3,67 %**	**4,54 %**	**4,48 %**	**3,84 %**	**3,30 %**	**4,27 %**	**5,01 %**

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapitalkrav	5,62 %	6,29 %	6,28 %	5,81 %	5,71 %	6,20 %
x Egenkapital / IC	0,539	0,503	0,485	0,466	0,470	0,464
+ Minoritetskrav	6,62 %	7,29 %	7,28 %	6,81 %	6,71 %	7,20 %
x Minoritet / IC	0,012	0,014	0,015	0,017	0,015	0,016
+ Netto finansielt gjeldskrav	2,21 %	2,84 %	2,94 %	2,13 %	1,64 %	2,05 %
x Netto finansiell gjeld / IC	0,450	0,484	0,500	0,516	0,515	0,520
= Netto driftskrav (WACC)	**4,10 %**	**4,64 %**	**4,62 %**	**3,93 %**	**3,63 %**	**4,05 %**

Figur 6.5.3.10: Netto driftskrav (WACC) – Nortura vs. bransjen



Som det fremgår av grafen er det relativt stor forskjell mellom Norturas avkastningskrav i de ulike årene. Dette skyldes primært endringer i gjeldskravet som følge av endringer i den risikofrie renten og kredittrisikopremien, noe som understrekes av at avkastningskravet er lavest i årene 2012 og 2016.

6.6 Lønnsomhetsanalyse

I denne delen av oppgaven analyseres Norturas historiske lønnsomhet. Historisk lønnsomhet er relevant for verdsettelsen fordi kjennskap til dette bidrar til å kunne vurdere hvilke forventninger det er rimelig å ha til fremtidig lønnsomhet (Petersen m. fl., 2017). Det er nærliggende å drøfte noen grunnleggende problemstillinger knyttet til lønnsomhetsanalyse før selve analysen gjennomføres.

Den første problemstillingen som diskuteres er hva som er et tilfredsstillende resultat. Det er ikke slik at alle positive resultater nødvendigvis er gode, de kan for eksempel skyldes engangshendelser. Dette innebærer at hvorvidt et resultat er godt eller ikke, avhenger av hvordan det er skapt. Det er nærliggende at gode resultater skapt gjennom drift er bedre enn gode resultater skapt gjennom engangshendelser ettersom det kun er det førstnevnte som rimeligvis vil gjenta seg i fremtiden. Dersom et godt resultat i det vesentligste skyldes gevinst ved salg av en eiendel eller et endret regnskapsprinsipp er det liten grunn til å tro at dette vil fortsette i fremtiden og det er dermed mindre attraktivt for en investor eller kreditor (Petersen m. fl., 2017). Det er altså vanskelig å argumentere for at et resultat er tilfredsstillende dersom det i hovedsak skyldes engangsposter. Ettersom Norturas regnskap er normalisert byr imidlertid ikke dette på nevneverdige problemer i denne analysen.

Videre er det nærliggende å drøfte hvordan lønnsomhet bør måles. Det regnskapsmessige resultatet hensyntar ikke kostnadene ved egenkapitalen som er investert (Petersen m. fl., 2017), og følgelig er ikke nødvendigvis et positivt resultat tilfredsstillende selv om det stammer fra selskapets kjernevirksomhet. Resultatet må altså måles mot noe, for eksempel et avkastningskrav. Avkastningskravet gir opphav til et forventet resultat, og for at en virksomhets resultat skal være tilfredsstillende må det være likt eller bedre enn investors forventede resultat. Et selskap er kun verdiskapende dersom avkastningen på kapitalen er større enn avkastningskravet (Koller m. fl., 2015). Det er imidlertid slik at det ikke alltid er mulig å nå avkastningskravet, for eksempel fordi økonomien er i en lavkonjunktur eller fordi det er overkapasitet i bransjen. I så tilfelle vil det være hensiktsmessig å måle prestasjonen på alternative måter for å vurdere selskapets prestasjon. Petersen m. fl. (2017) foreslår å sammenligne resultatet mot historiske resultater og mot bransjens prestasjoner. I denne analysen vil både avkastningskrav, historiske prestasjoner og konkurrentenes prestasjoner vurderes.

For å vurdere lønnsomheten vil det benyttes forholdstall som måler rentabilitet. Rentabilitet viser prosentvis avkastning på kapitalen. For å vise riktig rentabilitet må resultatet i telleren stamme fra kapitalen i nevneren. I de følgende analysene vil normaliserte resultat legges til grunn ettersom det som nevnt ikke er ønskelig at engangshendelser skal dekke over den underliggende lønnsomheten. Gjennomsnittlig kapital for året legges til grunn i nevneren. Det forutsettes at et gjennomsnitt vektet likt mellom inngående og utgående kapital er representativ for gjennomsnittlig kapitalbinding. Dette gir opphav til følgende generelle formel:

(49) $$Rentabilitet = \frac{Normalisert\ resultat\ til\ kapitalen}{\frac{Inngående\ kapital + Utående\ kapital}{2}}$$

6.6.1 Analyse av driftens lønnsomhet

Driftens lønnsomhet gir informasjon om forretningsmodellens bærekraft, hvor godt selskapet drives og hvorvidt det evner å betale renter og avdrag på gjelden. Dessuten er selskapets verdi primært drevet av driftsresultatets størrelse og vekst (Petersen m. fl., 2017). Følgelig er det naturlig å legge hovedvekten i analysen på Norturas kjernevirksomhet.

ROIC

Avkastning på investert kapital brukes som nøkkeltall for å beregne driftens lønnsomhet (Petersen m. fl., 2017):

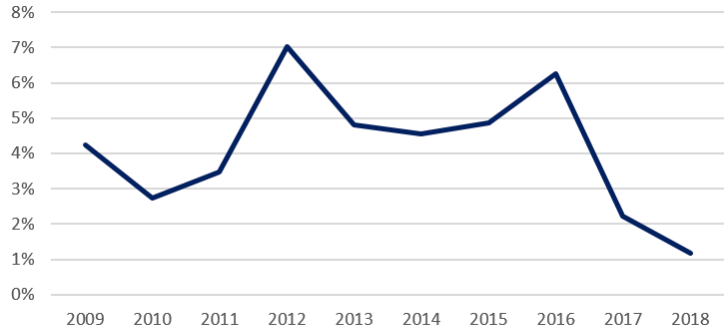
(50) $$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$$

Investert kapital og NOPAT er omtalt tidligere og vil ikke forklares ytterligere her. Det understrekes likevel at ROIC måler driftsrentabiliteten. Dette er tilfellet fordi telleren består av driftsresultatet etter skatt, mens nevneren består av investert kapital, altså eiendelene som skaper driftsresultatet. ROIC beregnes altså etter skatt i alle følgende beregninger.

Historisk utvikling av ROIC

Norturas ROIC gjennom analyseperioden er som følger:

Figur 6.6.1.1: ROIC etter skatt

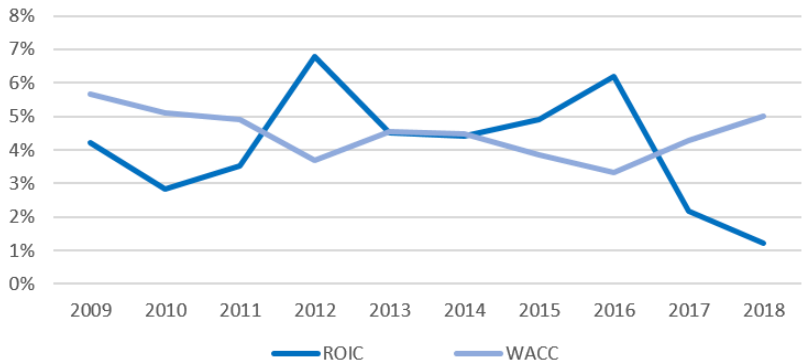


Driftens gjennomsnittlige avkastning er 4,08 prosent. Etter å ha hevet seg i midten av analyseperioden har avkastningen de to siste årene falt betydelig. Disse årenes resultater er altså svært dårlige i et historisk perspektiv. Historiske analyser som denne er normalt sårbare for endringer i regnskapsprinsipper og engangsposter. Sistnevnte er lite problematisk her ettersom det analytiske regnskapet er normalisert, men for eksempel endrede avskrivningstider kan få betydning for avkastningen. Det er også en betydelig endring i sammensetningen av Norturas datterselskaper i analyseperioden, hvilket innebærer at konsernets virksomhet ikke er helt det samme over tid. Kjernevirksomheten er imidlertid den dominerende aktiviteten i konsernet, og endringer i konsernets aktiviteter over tid har nok derfor begrenset betydning.

Historisk superrentabilitet; ROIC vs WACC

Som forklart i delkapitlets innledning er det også interessant å vurdere driftens avkastning i forhold til andre selskaper og i forhold til et avkastningskrav. Siden driften er finansiert både gjennom egenkapital og gjeld, er det naturlig å legge til grunn et avkastningskrav som vekter egenkapitalinvestorenes og fremmedkapitalinvestorenes forventede avkastning. Følgelig legges WACC til grunn. Nortura skaper verdier dersom ROIC er høyere enn WACC (Koller m. fl., 2015). I delkapittel 6.5.3 er WACC beregnet for hvert år i analyseperioden. Dette gir opphav til følgende figur:

Figur 6.6.1.2: ROIC vs WACC



Av figur 6.6.1.2 fremgår det at Nortura har prestert like bra eller bedre enn avkastningskravet i årene mellom 2012 og 2016, men ikke før og etter. Gjennomsnittlig WACC i analyseperioden er 4,61 prosent, altså noe høyere enn gjennomsnittlig ROIC. De to siste årene har resultatene falt betydelig, samtidig som avkastningskravet har økt noe. Dette har ført til en rentabilitet betydelig under avkastningskravet. WACC fluktuerer også i perioden. Dette skyldes hovedsakelig variasjoner i den risikofrie renten og Norturas kredittrisikopremie.

Det er imidlertid diskutabelt hvorvidt det er hensiktsmessig å sammenligne ROIC med WACC[59]. WACC vekter de ulike investorenes avkastningskrav, og ettersom investorer krever avkastning på basert på investeringens markedsverdi og ikke på bokført verdi (det er jo markedsverdi de har betalt), er det typisk mest hensiktsmessig å vekte avkastningskravene etter markedsverdier. ROIC måler derimot rentabilitet basert på bokførte verdier. Dersom WACC er basert på markedsverdier er det vanskelig å argumentere for at det er rimelig å sammenligne ROIC med WACC. I denne oppgaven er imidlertid WACC basert på bokførte verdier. Dette løser problemet knyttet til ulikheten mellom markedsverdier og bokførte verdier, men reiser istedenfor problemstillingen om hvorvidt WACC basert på bokførte verdier egentlig reflekterer investorenes forventede avkastning. På grunn av Norturas organisering som samvirkeforetak er det også diskutabelt hvorvidt investorene (medlemmene) faktisk har investert til markedspris og hvorvidt de faktisk krever en markedsmessig avkastning ettersom de driver virksomheten sin gjennom foretaket.

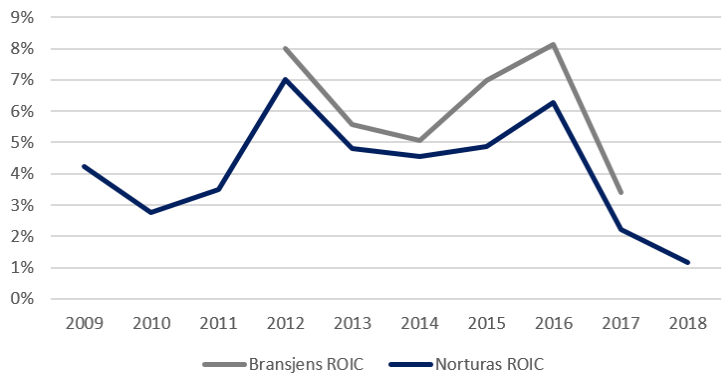
Oppsummert virker sammenhengen mellom ROIC og markedsbasert WACC å være diskutabel, mens det for WACC basert på bokførte verdier er usikkert hvorvidt den representerer investorenes forventede avkastning. Usikkerhetsmomentene er imidlertid hensyntatt på best mulig måte i den beregnede WACC-en, og det legges derfor til grunn at den er representativ for medlemmenes forventede avkastning. Gjelden utgjør også majoriteten av Norturas finansiering, og siden markedsverdi og bokført verdi av gjeld typisk er ganske lik (Petersen m. fl., 2017) begrenser dette usikkerheten i den beregnede WACC-en.

[59] Basert på Finn Kinserdals kurs BUS424N våren 2018

Sammenligning mot bransjen; Norturas ROIC vs bransjens ROIC

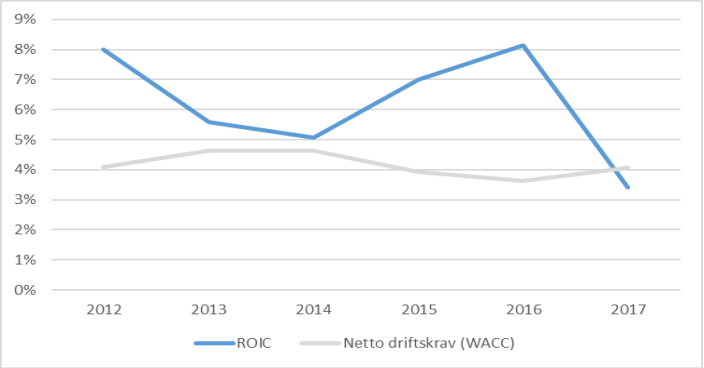
I figur 6.6.1.3 presenteres bransjens ROIC sammenlignet med Norturas ROIC. Så langt har det blitt konkludert med at Norturas lønnsomhet de to siste årene er svak, både sammenlignet med historiske prestasjoner og sammenlignet med et vektet avkastningskrav. Disse sammenligningene hensyntar imidlertid bare i begrenset grad endringer i eksterne forutsetninger, og det er dermed hensiktsmessig å sammenligne med bransjens lønnsomhet.

Figur 6.6.1.3: Norturas ROIC vs bransjens ROIC



Det er en klar trend til at Nortura presterer dårligere enn bransjen. Differansen er også større enn det som fremgår av figuren ettersom Nortura utgjør en meget betydelig andel av bransjen, og bransjen dermed konvergerer mot Nortura. Det understrekes at denne analysen må tolkes med en viss varsomhet. For at den skal gi et helt rettvisende bilde forutsettes det at alle selskapene som inngår i bransjen er direkte sammenlignbare, at de praktiserer like regnskapsprinsipper og at regnskapene ikke preges av engangsposter. Selskapene i bransjen er å regne som sammenlignbare, men varierende størrelse og til dels varierende forretningsmodeller gjør at det må innregnes en viss feilmargin. Bransjen presterer systematisk bedre enn Nortura, hvilket neppe kan forklares med engangsposter og ulike regnskapsprinsipper. Nortura har i perioden 2012 til 2017 altså vært systematisk mindre lønnsom enn sine konkurrenter.

Figur 6.6.1.4: Bransjens ROIC vs bransjens WACC



Figur 6.6.1.4 viser at bransjen har levert superrentabilitet i fem av seks år i analyseperioden. Dette tilsier at det foreligger en bransjefordel og at konklusjonen om nøytral, historisk bransjefordel i delkapittel 5.5.1 er tvilsom. De fem årene bransjen har levert superrentabilitet er imidlertid også de årene Nortura har levert god avkastning og bildet hadde vært annerledes dersom det også forelå tall for 2008-2011 og 2018, som har vært betydelig dårligere for Nortura (og derfor også for bransjen). Konklusjonen om nøytral, historisk bransjefordel virker derfor rimelig.

Dekomponering av ROIC i driftsmargin etter skatt og omløpshastighet av investert kapital

ROIC kan dekomponeres i driftsmargin og omløpshastighet for investert kapital. Dette er hensiktsmessig for å undersøke hvorvidt utviklingen i ROIC er drevet av endring i forholdet mellom inntekter og kostnader, eller endring i kapitalutnyttelsen (Petersen m. fl.).

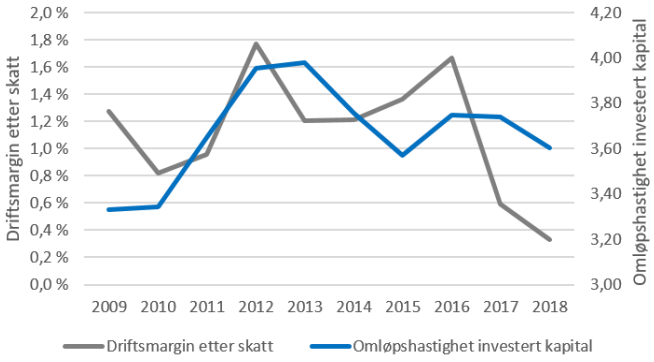
Driftsmargin etter skatt beregnes på følgende måte (Petersen m. fl.):

(51) $$Driftsmargin\ etter\ skatt = \frac{Driftsresultat\ etter\ skatt}{Inntekter}$$

Omløpshastigheten til investert kapital beregnes på følgende måte (Petersen m. fl.):

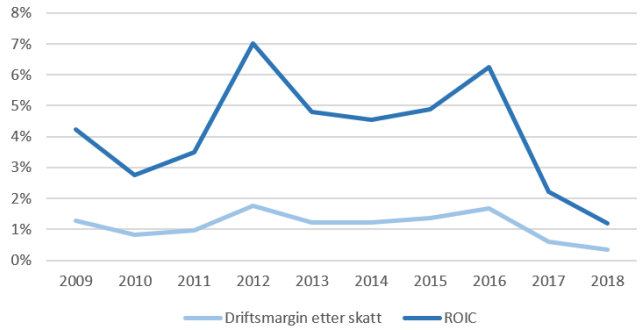
(52) $$Omløpshastighet\ investert\ kapital = \frac{Inntekter}{Investert\ kapital}$$

Figur 6.6.1.5: Driftsmargin etter skatt vs omløpshastighet av investert kapital



Figur 6.6.1.5 viser ROIC dekomponert mellom driftsmargin etter skatt og omløpshastighet investert kapital. De to grafene viser tegn til samvariasjon, hvilket tyder på at marginer og omløpshastighet til dels påvirkes av de samme faktorene. De siste årene imidlertid omløpshastigheten vært relativt stabil, mens driftsmarginen har variert betydelig. Figur 6.6.1.6 viser at det er meget sterk samvariasjon mellom ROIC og driftsmarginen etter skatt. Dette innebærer at det er svært viktig for Nortura å løfte driftsmarginen fra dagens nivå for å oppnå tilfredsstillende avkastning på den investerte kapitalen i fremtiden.

Figur 6.6.1.6: ROIC vs driftsmargin etter skatt



Oppsummering

Nortura har gjennom analyseperioden levert gjennomsnittlig ROIC noe under gjennomsnittlig WACC. Differansen skyldes primært meget svak utvikling de to siste årene. Norturas ROIC er også svakere enn ROIC for bransjen forøvrig i samtlige år mellom 2012 og 2017. Foretakets nåværende lønnsomhet fremstår altså lite tilfredsstillende sammenlignet med både historien, bransjen og avkastningskravet, selv om det er noe forbehold knyttet til sammenlignbarheten med alle tre. Den synkende lønnsomheten de siste to årene skyldes primært fallende marginer, selv om reduksjonen i omløpshastighet av investert kapital i 2018 heller ikke bør neglisjeres.

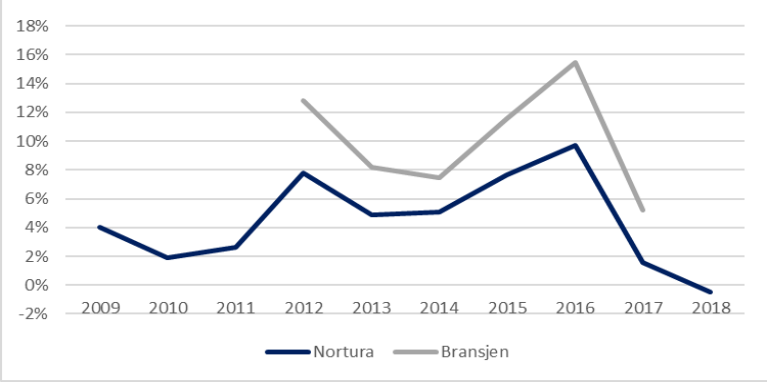
Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet viser forholdet mellom et selskaps egenkapital og årsresultat. Sagt på en annen måte måler nøkkeltallet selskapets lønnsomhet ved å beregne hvor mye det tjener på den investerte egenkapitalen. Egenkapitalrentabilitet kan beregnes på følgende måte (Petersen m. fl.):

(53) $$Egenkapitalrentabilitet = \frac{Årsresultat}{Bokført\ egenkapital}$$

Norturas egenkapitalrentabilitet i analyseperioden er som følger:

Figur 6.6.1.7: Egenkapitalrentabilitet



Egenkapitalrentabilitetens utvikling er relativt lik utviklingen i ROIC både for Nortura og bransjen. Rentabiliteten er stigende i midten av analyseperioden, mens den faller ned på et svært lavt nivå i 2017 og 2018. Bransjen presterer også systematisk bedre enn Nortura.

Penman (2013) legger egenkapitalrentabilitet til grunn for sin lønnsomhetsanalyse, mens Petersen m. fl. (2017) er positiv til nøkkeltallet og bruker betydelig plass på å omtale det. Selv om egenkapitalrentabilitet tilsynelatende er populært i litteraturen, hefter det imidlertid betydelige svakheter ved både teller og nevner.

Telleren består av årsresultatet[60]. Siden årsresultatet er resultatregnskapets bunnlinje, er det sårbart for engangsposter og praktisering og endring av regnskapsprinsipper. Her er imidlertid justert for engangsposter. For de fleste vurderingsformål er det mer hensiktsmessig å legge driftens lønnsomhet til grunn enn å fokusere på resultatets bunnlinje (Petersen m. fl., 2017). Nevneren består av bokført egenkapital. Bokført egenkapital avhenger av hvilke vurderingsprinsipper som legges til grunn, og det kan dermed diskuteres hvorvidt det er rimelig å tillegge bokført egenkapital en økonomisk fortolkning. Dette tilsier i seg selv at det er lite hensiktsmessig å basere et rentabilitetstall på bokført egenkapital. Videre er det ønskelig å sammenligne egenkapitalrentabiliteten mot noe, typisk andre selskapers egenkapitalrentabilitet. Ettersom selskaper har ulik egenkapitalandel vil ikke en sammenligning nødvendigvis gi noe rettvisende bilde av selskapets lønnsomhet ettersom et selskap med høy egenkapitalandel vil ha lavere egenkapitalrentabilitet alt annet likt. Et selskaps egenkapitalandel varierer dessuten fra år til år. Dette gir fluktuasjoner i egenkapitalrentabiliteten uten at endringen nødvendigvis har sammenheng med endringer

[60] Resonnementet er basert på Finn Kinserdals kurs BUS424N våren2018

økonomiske forhold. Totalt sett fører disse svakhetene til at nøkkeltallet anses som lite hensiktsmessig, og det tillegges derfor svært begrenset vekt i lønnsomhetsanalysen.

Lønnsom vekst

Koller m. fl. (2015) mener det er en vanlig oppfatning at selskaper må vokse for å overleve og prestere godt over tid, og at denne oppfatningen langt på vei er riktig. Han påpeker imidlertid at vekst bare skaper verdi dersom vekstens ROIC er høyere enn kapitalkostnaden. Ettersom kapital ikke er gratis er det viktig å hensynta at det kreves kapital for å vokse. Nortura har gjennom analyseperioden hatt betydelig vekst, og det er derfor nærliggende å undersøke hvorvidt denne har vært verdiskapende.

Rent praktisk utføres denne analysen ved å undersøke om ROIC på hvert års nyinvesterte kapital har vært høyere enn WACC. For at en slik analyse skal gi meningsfulle resultater kreves det imidlertid en relativt stabil utvikling i driftsresultater, og positiv utvikling i investert kapital mellom hvert år. Norturas driftsresultater svinger betydelig mellom årene, og svingningene er så store at det ikke er mulig å identifisere hvorvidt den investerte kapitalen isolert sett har hatt gitt avkastning eller ikke. Det er også slik at investert kapital synker mellom enkeltår, hvilket tilsynelatende gir negativ endring i ROIC selv om endringen er klart positiv. Til sammen fører disse effektene til at det blir lite meningsfullt å vise utviklingen mellom årene. Det er heller ikke meningsfullt å vise om veksten har vært lønnsom over analyseperioden som helhet fordi hvorvidt veksten er å anse som lønnsom avhenger av hvilket års driftsresultat som legges til grunn. Det er imidlertid klart det er investert betydelig i kapital gjennom perioden, og dersom lønnsomheten ikke bedres fra 2017 og 2018-nivå er disse investeringene svært lite lønnsomme.

Oppsummering av lønnsomhetsanalysen

For å vurdere et selskaps lønnsomhet må avkastningen sammenlignes med noe. Petersen m. fl. (2017) foreslår å sammenligne avkastningen mot avkastningskrav, sammenlignbare selskaper og historiske prestasjoner. Ved å legge ROIC til for lønnsomhetsanalysen fremgår det at Nortura gjennom analyseperioden har vært mindre lønnsom enn bransjen, men at foretaket i enkelte år har prestert bedre avkastning enn avkastningskravet. De siste to årene er imidlertid lønnsomheten meget svak både sammenlignet med avkastningskravet og historiske prestasjoner, hvilket i hovedsak skyldes en reduksjon i driftsmarginene.

7. Fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet innebærer å predikere fremtidens resultat, balanse og kontantstrøm. Oppstillingene baseres på analysene som er gjennomført i den strategiske analysen og i regnskapsanalysen. Det er tungt vektlagt at det skal være konsistens mellom utviklingen i resultat og balanse (kontantstrømmen utarbeides på bakgrunn av disse).

Innledning

Det første steget i fremtidsregnskapet er å fastsette hvilken veksttakt det er rimelig at Nortura kan oppnå. I konkurranseanalysen ble det avdekket at kjøttbransjen preges av overkapasitet. Dette innebærer at det er tøff konkurranse mellom aktørene, og at det er vanskelig å ta markedsandeler. Utviklingen i markedet for kjøtt- og eggproduksjon er derfor ventet å være hoveddriveren for Norturas driftsinntekter fremover, ettersom lite tyder på at Nortura vil vinne markedsandeler i et scenario der overkapasiteten i bransjen består. Neste steg i fremtidsregnskapet innebærer å estimere omløpshastighet og driftsmargin. Her vektlegges Norturas fremtidige evne til lager-, produksjons og kostnadsstyring. Videre følger en beregning av investert kapital som vil være basert på vekstprognosene for konsernet. Avslutningsvis vil finansielle eiendeler, finansiell gjeld og minoritetsinteresser prognostiseres. Den strategiske analysen og regnskapsanalysen ligger til grunn for alle de ovennevnte estimatene.

Prognoseperiodens lengde

Det legges til grunn en prognoseperiode (T) på ti år (2019-2028) i fremtidsregnskapet. Dette er begrunnet i delkapittel 6.1, men oppsummert er forklaringen på at prognoseperioden ikke bør være kortere at det forventes endringer i bransjen i form av negativ utvikling i kjøttkonsumet per innbygger og at marginene vil påvirkes av fortsatt vekst i dagligvarekjedenes egne merkevarer og kostnadskutt. På den andre siden er industrien lite syklisk, hvilke innebærer at prognoseperioden ikke må være lang nok til å få med en hel sykel. Nortura gjennomgikk også store endringer som foretak for litt over ti år siden, hvilket gjør det lite hensiktsmessig å benytte en analyseperiode på mer enn ti år (prognoseperioden og analyseperioden bør være like lange). Dette taler for at det kan være rimelig med en relativt lang prognoseperiode, og ti år legges derfor til grunn.

7.1 Scenariotilnærming

Det er knyttet betydelig usikkerhet til en rekke nøkkelfaktorer ved Norturas utvikling. Selv om resultatene og kontantstrømmene som legges til grunn for verdivurderingen vil være basert på forventningsverdier kan det være hensiktsmessig å illustrere usikkerheten ved å prognostisere flere scenarier. Det beregnes derfor tre ulike scenarier; et optimistisk, et nøytralt og et pessimistisk. Før verdsettelsen vil hvert scenario vektes etter hvor sannsynlig det anses for å være. Utviklingen i scenariene er basert på funnene i den strategiske analysen og regnskapsanalysen og hva som er lagt til grunn er beskrevet mer spesifikt under hver scenariobeskrivelse.

Nøytralt scenario

Det nøytrale scenariet viser den fremtidige utviklingen som anses som mest sannsynlig. Dette innebærer at prognostiseringen legger til grunn en noe negativ utvikling for bransjen fremover, men at Nortura vil levere noe bedre enn i 2017 og 2018. Dette innebærer følgende forutsetninger:

- Kun ubetydelige endringer i importvernet
- Nortura sine markedsandeler fortsetter på dagens nivå, bortsett fra økningen i markedsandelen for kalkun som følge av overtagelse av Norsk Kyllings markedsandel
- Kjøttkonsumet per person reduseres noe over perioden, i tillegg til at det skjer en vridning fra rødt til hvitt kjøtt.
- Befolkningsøkning i tråd med SSBs nøytrale scenario
- Overkapasiteten og dermed også de lave marginene i bransjen opprettholdes
- Norturas ventede kostnadskutt gir noe margineffekt som følge av at potensialet virker å være større for kutt i Nortura enn i andre selskaper
- Fortsatt vekst i dagligvarekjedenes egne merkevarer
- Lav investeringstakt de kommende årene som følge av begrenset lønnsomhet, noe høyere senere i perioden som følge av bedre lønnsomhet og tidligere underinvestering

Optimistisk scenario

I det optimistiske scenariet legges det til grunn at både Norturas og bransjens utvikling (markedet) er bedre enn ventet. Eksempelvis er det lagt til grunn høyere vekst og marginfordel for Nortura. Siden denne utviklingen anses som mindre sannsynlig enn utviklingen i det nøytrale scenariet vil det også vektes lavere. Det understrekes at faktorer som varekostnader og investeringer må øke i takt med veksten i selskapet ellers, med mindre konkrete forhold taler for noe annet. Dette medfører følgende forutsetninger:

- Importvernet opprettholdes som i dag
- Nortura øker sine markedsandeler som følge effektiv drift og solide merkevarer, eller at eksisterende aktører blir borte og overkapasiteten reduseres
- Kjøttkonsumet per person øker marginalt fra dagens nivå, men det er en vridning mot hvitt kjøtt og egg (egg er en alternativ proteinkilde)
- Befolkningsøkning i tråd med SSBs høyeste (av tre) scenario
- Bedre styring av produksjon blant leverandørene gjør at reguleringslageret reduseres og prisene til dagligvarekjedene stiger. Dette vil imidlertid også ha virkning på varekostnadene ettersom synkende overskudd vil gi høyere priser til leverandører
- Nortura forventes å ha større potensial for å kutte kostnader enn konkurrentene og det vil dermed gjøres betydelige kutt. Omsetningsøkning og inflasjon vil heve driftskostnadene på sikt, men likevel ikke mer enn at kuttene får driftsmargin- og bunnlinjeeffekt
- Gilde og Prior foretrekkes fortsatt som premiumvarer og beholder plassen i butikkhyllene, selv om egne merkevarer øker noe
- Høy investeringstakt som følge av fortsatt god vekst

Pessimistisk scenario

I det pessimistiske scenariet legges det til grunn at både Nortura og bransjen utvikler seg dårligere enn hva som er lagt til grunn i det nøytrale scenariet. Selv om de fleste forholdene som er nevnt under vil ha negativ innvirkning for Nortura, vektlegges det at svak utvikling for Nortura vil ha betydning for varekostnader, investeringer og kostnadskutt. Dette innebærer at følgende utvikling legges til grunn:

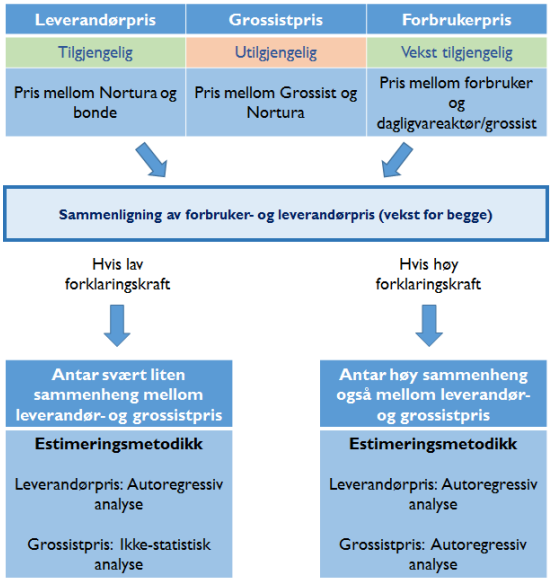
- Synkende markedsandeler som følge av svakere importvern og/eller aggressive vekststrategier blant konkurrentene
- Fortsatt overkapasitet i bransjen, både blant leverandørene og videreforedlerne hvilket fører til at marginene forblir svært lave
- Kjøttkonsumet per person synker betydelig de neste ti årene, i tillegg til at det er en vridning mot hvit kjøtt
- Befolkningsøkning i tråd med SSBs laveste (av tre) scenario
- Sterk vekst i egne merkevarer fører til betydelig reduksjon i salget av Gilde og Prior
- Det vil gjennomføres betydelige og nødvendige kostnadskutt. Situasjonen er imidlertid så alvorlig at kostnadskuttene er avgjørende for fortsatt drift fremfor å heve marginene fra dagens nivå
- Lav investeringstakt som følge av lav vekst

7.2 Prognostisering av priser til grossister og leverandører

Tilnærming til prognostisering av priser til grossister og leverandører

Det er utforende å prognostisere prisene mellom Nortura og grossistene ettersom disse er konfidensielle. Forbrukerprisene (prisene forbrukerne betaler i butikken) er imidlertid tilgjengelige, og en mulig tilnærming er å sammenligne utviklingen i forbrukerprisene med utviklingen i leverandørprisene (prisene mellom Nortura og bøndene) for å beregne prisene til grossistene. Dersom det er en tydelig sammenheng mellom prisene til forbrukere og leverandører er det grunn til å tro at prisene i ulike deler av verdikjeden påvirker hverandre, og at utviklingen i grossistprisene vil være tilnærmet lik utviklingen i forbrukerprisene. I så fall kan både leverandør- og grossistpris predikeres med statistisk analyse. Ved lav korrelasjon mellom forbruker – og leverandørprisene er det ikke mulig å bestemme prisutviklingen mellom Nortura og grossistene ved bruk av kvantitative metoder. I så tilfelle kan statistisk prediksjon kun benyttes for leverandørprisene, og grossistprisene må predikeres med utgangspunkt i markedsdynamikk, og tilbud- og etterspørselsforhold. Fremgangsmåten er sammenfattet i rammeverket under:

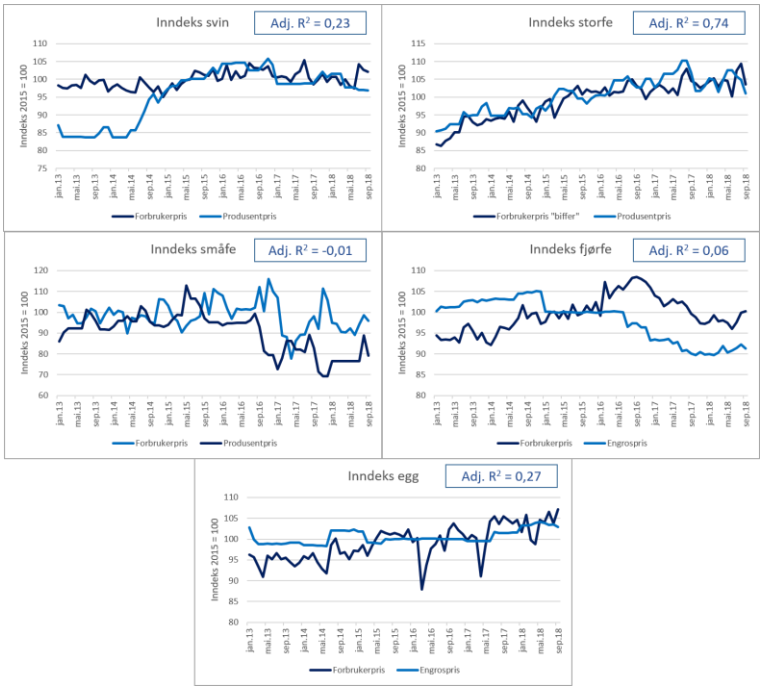
Figur 7.2.1: Rammeverk for prisprediksjoner



Sammenligning av forbruker- og leverandørpriser

I figur 7.2.2 er forbruker– og leverandørpriser plottet mot hverandre. Det er også gjort en regresjon for å bestemme leverandørprisens forklaringskraft på forbrukerprisen. Forklaringskraften er vist oppe i høyre hjørne i hver figur. Det fremgår at det er liten eller ingen sammenheng mellom prisene leverandørene får og prisene forbrukerne betaler. Storfe er et unntak, men heller ikke for denne dyrearten er sammenhengen tydelig nok til at det er rimelig å legge forbrukerprisene og leverandørprisene til grunn for grossistprisene. Dette tilsier at Norturas inntekter og varekostnader i hovedsak er koblet gjennom volumkomponenten og ikke gjennom priskomponenten. Med bakgrunn i disse funnene konkluderes det med at autoregressiv analyse kan benyttes for å predikere leverandørprisene, men at kvalitative metoder bør benyttes for å prognostisere prisene til grossister.

Figur 7.2.2: Forbruker- og leverandørpriser



Kilde: (Norsk institutt for bioforskning , 2018)

Videre drøftelse av metodikk for prognostisering av priser

Priser mellom Nortura og grossister

Siden prisene fra grossistene ikke kan beregnes med statistiske metoder er en mulig tilnærming til budsjettering av driftsinntekter å ta utgangspunkt i fjorårets inntekter og multiplisere med en bestemt budsjettfaktor. Dette er illustrert i ligning én og innebærer at vekst fra både volum- og priskomponenten inngår i vekstfaktoren. Ved denne tilnærmingen er det altså ikke nødvendig å prognostisere volum eksplisitt.

(1) $$DI_t = (1 + DIV_t) \cdot DI_{t-1}$$

Metoden bør ikke benyttes ukritisk ettersom den legger til grunn en fast vekstrate mellom årene, hvilket er svært naivt. Det er også vanskelig å prognostisere vekstraten, og ettersom flere faktorer tilsier at bransjen er i endring vil ikke nødvendigvis historisk vekstrate reflektere fremtidig vekst. Historisk vekst vil derfor kun brukes som et referansepunkt ved prognostisering av inntektene. Priskomponenten vil derfor bestemmes basert på dominerende bransjetrender (se note 1 i delkapittel 7.3 for ytterligere forklaringer). Volumkomponenten estimeres ved å beregne forventet markedsvekst basert på makroforhold og multiplisere med Norturas forventede markedsandeler.

Priser mellom Nortura og leverandører

For prisene mellom Nortura og bøndene finnes det offentlig prisstatistikk tilgjengelig gjennom Norsk institutt for bioøkonomi sine hjemmesider (Norsk institutt for bioøkonomi, 2018). Dette innebærer at det er mulig å bruke ARIMA-modeller i prisprediksjonene for leverandørprisene. Som et alternativ til ARIMA-modellen kan en VAR-modell (vektor autoregressiv) eller en ARIMAX-modell (autoregressiv med flere forklaringsvariabler) benyttes. En VAR-modell anses som noe mer avansert autoregressiv analyse og vil kunne inkludere flere tidsserier for fremtidig prediksjon. I tillegg til de foregående modellene kan regresjonsanalyse benyttes. I motsetning til de autoregressive modellene kan regresjonsanalyse forklare kausale sammenhenger. ARIMA-modellen velges her fordi den kan transformere ikke-stasjonære tidsserier til stasjonære tidsserier gjennom en stegvis tilnærming.

Ettersom leverandørprisene estimeres ved bruk av en ARIMA-modell vil ikke netto driftsmarginsmetode (ligning to) bli benyttet som primærmetode for estimering av varekostnadene. Metoden er som følger:

$$NDR_t = NDM_t \cdot DI_t \quad (2)$$

Argumentasjonen for å unnlate å bruke netto driftsmarginmetoden er at det forventes endringer i bransjen og Nortura fremover, slik at driftsmarginen ikke nødvendigvis vil være stabil. Frikoblingen mellom prisene til leverandører og kunder trekker i samme retning. En netto driftsmargin-tilnærming vil dermed gjøre at flere interessante momenter ved prognostiseringen forsvinner, og at presisjonen i estimatet reduseres.

Autoregressiv analyse for prisvekstprognose

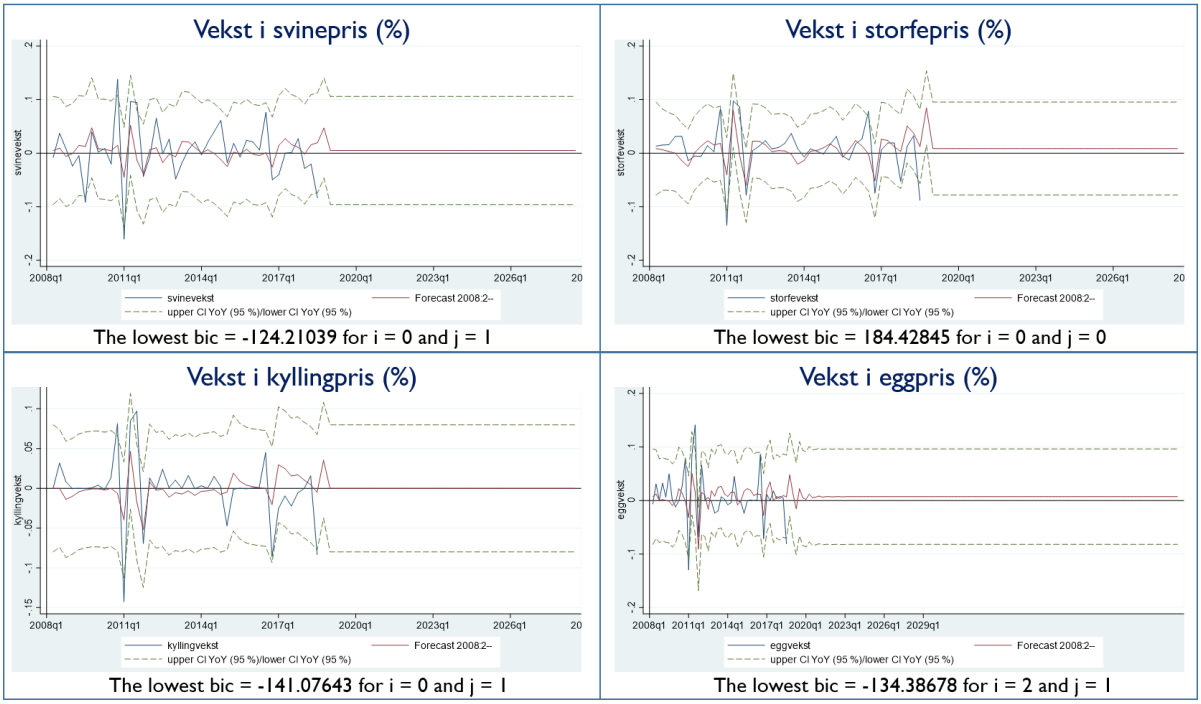
Den vanligste typen univariate modeller er *Autoregressive Integrated Moving Average*-modeller (ARIMA). Ved å benytte en AR-modell (autoregressiv) vil verdien av en tidsserie i en periode *t* være uttrykt som en funksjon av tidligere verdier. Videre kan MA (glidende gjennomsnitt) inkluderes i modellen, for å supplere modellen med en komponent som hensyntar støy ved å justere for tidligere verdier av restleddet. Som et ytterligere supplement kan den integrerte komponenten (I) inkluderes for å justere for enhetsrot gjennom å gjøre serien stasjonær. Modellene defineres på notasjonen ARIMA (*p*,*d*,*q*), der *p* beskriver antall autoregressive ledd (AR), *d* beskriver antall ganger serien differensieres (I) mens *q* beskriver antall inkluderte ledd med glidende gjennomsnitt (MA) (Bjørnland & Thorsrud, 2015).

For utarbeidelse av modellen benyttes en Box-Jenkins tilnærming (Box & Jenkins 1970), med noen modifikasjoner (Makridakis m.fl, 1998). Dette innebærer en fem-stegs tilnærming, bestående av (1) dataforberedelser, (2) modellvalg, (3) parameterestimering, (4) modelltesting og (5) prognostisering.

Først genereres vekstvariabeler, årlige variabler og kvartalvariabler, så dataene kan undersøkes visuelt. Ved å benytte en grafisk fremstilling av en variabels verdi i forhold til tidligere verdier (korrelogram), fremgår det at flere av tidsseriene ikke er stasjonære, hvilket er et problem for fremtidsprediksjon. Resultatene fra visuell inspeksjon av tidsseriene og bruk av korrelogram viser at flere av variablene inneholder trend og sesongvariasjoner, og de

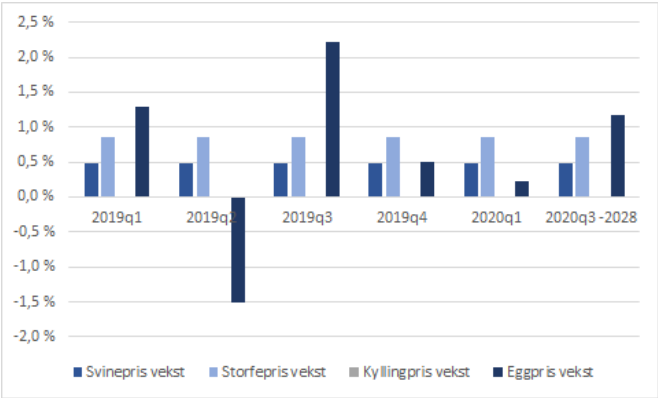
justeres derfor for dette. Videre benyttes kvartalsvise vekstvariabler for dataene, som skaleres slik at endringen i betaverdier indikerer prosentvis endring per kvartal. For å bestemme antall lags benyttes Bayes informasjonskriterie (BIC). Rent praktisk innebærer dette en avveining mellom økt modelltilpasning ved å inkludere flere lags og økt parameterusikkerhet ettersom modellen blir mer omfattende (Bjørnland & Thorsrud, 2015). Før prognosene gjennomføres testes de historiske verdiene opp mot reelle verdier for en testperiode etablert i datasettet. Av grafene fremgår det at fluktuasjonene for alle prisene dør ut svært raskt. Eggprisen, en ARIMA (2,0,1) tilsvarende en ARMA (2,1), er den eneste prisen som fluktuerer inn i prognoseperioden før en konstant prisvekst predikeres.

Figur 7.2.3: ARIMA-prognostisert pris



Kvartalsvis vekst i de predikerte prisene er fremstilt grafisk i figur 7.2.4. Disse vekstparameterne legges i hovedsak til grunn for kostnadsprediksjoner av varekostnader, med enkelte scenariorelaterte korreksjoner omtalt i note ni i delkapittel tre.

Figur 7.2.4: Prisvekst per kvartal (predikert)



Basert på forventede kvantum av hver dyreart gir dette opphav til følgende forventede prisvekst.

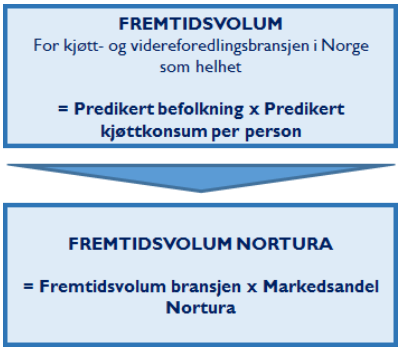
Figur 7.2.5: Vektet årlig prisvekst for Nortura som helhet (predikert)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vektet vekst	1,99 %	2,10 %	2,04 %	2,04 %	2,03 %	2,02 %	2,02 %	2,01 %	2,00 %	2,00 %

Tilnærming til volumprognoser

Omsatt kvantum er en viktig driver for mange av postene som skal prognostiseres. Utviklingen i kvantum er estimert med utgangspunkt i SSBs befolkningsframskrivinger og trendene knyttet til kjøttkonsum per person. Totalmarkedet for kjøtt per dyreart er gitt historisk i Norturas årsrapporter, og kan være et godt utgangspunkt for analysen av markedets størrelse. Ved å ta utgangspunkt i totalmarkedet kan volumkomponenten av inntekter og kostnader i Nortura analyseres gjennom en "top-down"-tilnærming. Dette innebærer at det totale markedet for Norturas varer predikeres først, og at Norturas volum beregnes basert på forventede markedsandeler. Totalmarkedet estimeres i neste avsnitt, mens Norturas markedsandeler er spesifisert i Note 1 i delkapittel 7.3.

Figur 7.2.6: «Top-down» tilnærming for volumprediksjoner



Fremtidskonsumet (totalmarkedet) estimeres med utgangspunkt i de sosiokulturelle trendene som er analysert som endringsdrivere for fremtidig kjøttkonsum. Som det fremgår av tabell 7.2.7, er det ventet negativ utvikling for både storfe- og svinekjøtt. Det er bedre utsikter for småfe, kylling, kalkun og egg ettersom det er ventet en vridning fra storfe- og svinekjøtt mot denne typen kjøtt og proteinkilder. Oppsummert legger analysen til grunn en svak årlig negativ utvikling i kjøttkonsumet i det nøytrale scenariet.

Figur 7.2.7: Estimert kjøttkonsum per person

Kjøttkonsum per person	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Svin	25,9											
Lav		25,5	25,1	24,7	24,4	24,0	23,6	23,3	22,9	22,6	22,3	21,9
Middels		25,8	25,5	25,2	25,0	24,7	24,5	24,2	24,0	23,8	23,5	23,3
Høy		26,0	25,9	25,7	25,6	25,5	25,4	25,2	25,1	25,0	24,9	24,7
Storfe	19,4											
Lav		18,5	18,1	17,8	17,4	17,1	16,7	16,4	16,1	15,7	15,4	15,1
Middels		19,0	18,8	18,6	18,4	18,3	18,1	17,9	17,7	17,5	17,4	17,2
Høy		19,5	19,4	19,3	19,2	19,1	19,0	18,9	18,8	18,7	18,6	18,5
Småfe	5,2											
Lav		4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Middels		5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Høy		5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Kylling	17,2											
Lav		17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Middels		17,6	17,8	17,9	18,1	18,3	18,5	18,7	18,8	19,0	19,2	19,4
Høy		17,9	18,6	19,4	20,2	21,0	21,8	22,7	23,6	24,5	25,5	26,5
Kalkun	1,8											
Lav		1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Middels		1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
Høy		1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7
Egg	12,1											
Lav		12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Middels		12,1	12,2	12,3	12,5	12,6	12,7	12,8	13,0	13,1	13,2	13,4
Høy		12,1	12,3	12,6	12,8	13,1	13,4	13,6	13,9	14,2	14,5	14,7
Sum kjøtt	69,6											
Lav		67,8	67,0	66,3	65,6	64,9	64,2	63,5	62,8	62,1	61,5	60,8
Middels		69,1	68,9	68,6	68,4	68,1	67,9	67,7	67,5	67,3	67,1	66,9
Høy		70,5	71,0	71,6	72,2	72,9	73,6	74,4	75,1	76,0	76,8	77,7

For å estimere etterspørselseffekten av befolkningsøkning legges SSBs prognoser for vekst til grunn (tabell 7.2.8). Disse prognosene multipliseres med kjøttkonsum per person i de ulike scenariene for å estimere det totale kjøttkonsumet i Norge for aktuelle dyrearter og egg (eks grensehandel).

Figur 7.2.8: Predikert befolkningsvekst

Befolkningsvekst	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lav	*5 295 619*	*5 322 000*	*5 347 000*	*5 371 000*	*5 396 000*	*5 421 000*	*5 445 000*	*5 470 000*	*5 494 000*	*5 518 000*	*5 541 000*
Middels	*5 295 619*	*5 332 000*	*5 368 000*	*5 403 000*	*5 440 000*	*5 477 000*	*5 514 000*	*5 551 000*	*5 588 000*	*5 625 000*	*5 662 000*
Høy	*5 295 619*	*5 340 000*	*5 387 000*	*5 436 000*	*5 486 000*	*5 537 000*	*5 588 000*	*5 641 000*	*5 694 000*	*5 748 000*	*5 804 000*

Kilde: (Statistisk sentralbyrå, 2018)

7.3 Fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er selve kjernen av verdsettelsen ettersom det er grunnlaget for verdien av Nortura. Hensikten er å bruke den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å predikere hvordan fremtiden vil se ut for foretaket. Det vektlegges at det skal være en sammenheng mellom postene det er rimelig å anta en sammenheng mellom. For eksempel legges det til grunn at arbeidskapitalen vil utvikle seg i takt med driftsinntektene, og at rentekostnadene avhenger av størrelsen på den finansielle gjelden. Videre vil veksten som forutsettes i driftsinntektene ha betydning for driftsrelaterte resultat-

og balanseposter. Konsistente forutsetninger er altså ansett for å være en svært viktig kvalitet ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

Figur 7.3.1: Fremtidsresultat

Resultatregnskap (tall i 1000)	Note	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftsinntekter	1										
Pessimistisk		23 585 152	23 406 569	23 220 898	23 404 604	23 590 854	23 778 419	23 996 137	24 236 897	24 491 665	24 770 783
Nøytralt		24 119 836	24 541 047	24 966 218	25 407 916	25 858 184	26 319 993	26 817 269	27 351 703	27 925 135	28 458 675
Optimistisk		24 702 057	25 768 867	26 890 545	27 665 259	28 472 519	29 312 042	30 221 955	31 197 275	32 247 758	32 872 823
Netto driftsresultat	3, 7, 8, 9,										
Pessimistisk	10, 11, 12	132 787	171 330	155 434	159 043	163 887	163 622	159 904	171 855	176 504	138 470
Nøytralt		185 948	274 593	283 408	282 816	274 653	244 547	232 805	240 464	268 703	272 349
Optimistisk		242 904	328 522	364 511	351 211	337 789	325 024	333 758	364 929	421 206	425 362
+ NFI	16										
Pessimistisk		58 137	60 501	61 064	61 334	62 701	64 091	65 491	66 992	68 574	70 307
Nøytralt		58 137	61 966	64 237	66 289	68 420	70 609	72 858	75 242	77 769	80 510
Optimistisk		58 137	63 620	67 793	71 941	75 130	78 475	81 972	85 743	89 780	94 191
= NRS											
Pessimistisk		190 924	231 831	216 498	220 376	226 589	227 713	225 395	238 847	245 079	208 777
Nøytralt		244 084	336 558	347 645	349 105	343 073	315 156	305 663	315 706	346 472	352 860
Optimistisk		301 040	392 142	432 304	423 152	412 918	403 499	415 730	450 672	510 986	519 553
- NFK	17										
Pessimistisk		151 014	158 486	160 731	161 974	166 114	170 320	174 562	179 080	183 825	189 027
Nøytralt		151 014	162 323	169 085	175 059	181 264	187 642	194 197	201 132	208 475	216 460
Optimistisk		151 014	166 657	178 443	189 987	199 039	208 545	218 489	229 204	240 671	253 242
- NMR	14										
Pessimistisk		30 000	30 285	30 573	30 863	31 156	31 452	31 751	32 053	32 357	32 665
Nøytralt		30 000	30 420	30 846	31 278	31 716	32 160	32 610	33 066	33 529	33 999
Optimistisk		30 000	30 540	31 090	31 649	32 219	32 799	33 389	33 990	34 602	35 225
= NRE											
Pessimistisk		9 910	43 060	25 194	27 540	29 319	25 941	19 082	27 714	28 896	-12 915
Nøytralt		63 070	143 815	147 714	142 768	130 094	95 355	78 856	81 507	104 468	102 401
Optimistisk		120 026	194 945	222 771	201 516	181 660	162 155	163 851	187 477	235 713	231 086
-NBU	18										
Pessimistisk		-60 555	69 399	52 518	3 959	5 396	2 204	-8 438	-2 602	-4 846	-49 643
Nøytralt		-77 503	91 142	94 576	87 434	73 662	37 798	16 895	14 930	33 044	37 028
Optimistisk		-99 721	54 398	74 779	101 468	77 247	53 806	46 336	61 509	99 974	154 605
= Delta EK											
Pessimistisk		70 465	-26 339	-27 324	23 581	23 923	23 737	27 520	30 316	33 742	36 728
Nøytralt		140 573	52 673	53 138	55 334	56 432	57 557	61 961	66 577	71 424	65 373
Optimistisk		219 747	140 547	147 992	100 049	104 413	108 349	117 515	125 969	135 739	76 481

Figur 7.3.2: Fremtidsbalanse

Balanseregnskap (tall i 1000)	Note	2018T	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Netto langsiktige driftsrelaterte eiendeler	2, 4											
Pessimistisk		6 041 029	6 193 906	6 137 563	6 079 112	6 129 555	6 180 730	6 231 508	6 290 378	6 355 228	6 427 409	6 505 975
Nøytralt		6 041 029	6 343 880	6 456 556	6 570 228	6 688 597	6 809 315	6 932 440	7 064 985	7 207 406	7 360 195	7 500 038
Optimistisk		6 041 029	6 513 246	6 813 900	7 130 481	7 344 503	7 567 861	7 799 638	8 051 024	8 320 493	8 610 863	8 774 469
+ Finansielle Eiendeler	5											
Pessimistisk		1 224 971	1 255 970	1 244 545	1 232 693	1 242 921	1 253 298	1 263 595	1 275 532	1 288 682	1 303 319	1 319 250
Nøytralt		1 224 971	1 286 381	1 309 229	1 332 279	1 356 281	1 380 760	1 405 726	1 432 603	1 461 483	1 492 465	1 520 821
Optimistisk		1 224 971	1 320 724	1 381 690	1 445 884	1 489 283	1 534 574	1 581 573	1 632 548	1 687 189	1 746 069	1 779 244
= Sysselsatte eiendeler	6											
Pessimistisk		7 266 000	7 449 876	7 382 108	7 311 804	7 372 476	7 434 029	7 495 103	7 565 910	7 643 910	7 730 727	7 825 226
Nøytralt		7 266 000	7 630 261	7 765 785	7 902 507	8 044 878	8 190 074	8 338 166	8 497 589	8 668 889	8 852 659	9 020 860
Optimistisk		7 266 000	7 833 970	8 195 589	8 576 365	8 833 785	9 102 436	9 381 211	9 683 571	10 007 683	10 356 932	10 553 714
+ Egenkapital	13											
Pessimistisk		2 825 000	2 895 465	2 869 126	2 841 802	2 865 383	2 889 306	2 913 043	2 940 563	2 970 878	3 004 621	3 041 348
Nøytralt		2 825 000	2 965 573	3 018 246	3 071 384	3 126 718	3 183 150	3 240 708	3 302 669	3 369 246	3 440 670	3 506 043
Optimistisk		2 825 000	3 044 747	3 185 294	3 333 286	3 433 335	3 537 748	3 646 097	3 763 612	3 889 581	4 025 320	4 101 801
+ Minoritetsinteresser	14											
Pessimistisk		163 000	167 125	165 605	164 028	165 389	166 769	168 140	169 728	171 478	173 425	175 545
Nøytralt		163 000	171 172	174 212	177 279	180 473	183 730	187 052	190 629	194 471	198 594	202 367
Optimistisk		163 000	175 741	183 854	192 396	198 171	204 197	210 451	217 234	224 505	232 340	236 754
+ Finansiell Gjeld	15											
Pessimistisk		4 279 000	4 387 286	4 347 377	4 305 975	4 341 705	4 377 953	4 413 920	4 455 619	4 501 554	4 552 681	4 608 332
Nøytralt		4 279 000	4 493 516	4 573 327	4 653 843	4 737 687	4 823 194	4 910 406	5 004 292	5 105 171	5 213 395	5 312 450
Optimistisk		4 279 000	4 613 482	4 826 442	5 050 683	5 202 280	5 360 490	5 524 663	5 702 725	5 893 597	6 099 272	6 215 158
= Sysselsatt kapital												
Pessimistisk		7 267 000	7 449 876	7 382 108	7 311 804	7 372 476	7 434 029	7 495 103	7 565 910	7 643 910	7 730 727	7 825 226
Nøytralt		7 267 000	7 630 261	7 765 785	7 902 507	8 044 878	8 190 074	8 338 166	8 497 589	8 668 889	8 852 659	9 020 860
Optimistisk		7 267 000	7 833 970	8 195 589	8 576 365	8 833 785	9 102 436	9 381 211	9 683 571	10 007 683	10 356 932	10 553 714

Figur 7.3.3: Fremtidskontantstrøm

KS (tall i 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Netto driftseiendeler										
Pessimistisk	132 787	171 330	155 434	159 043	163 887	163 622	159 904	171 855	176 504	138 470
Nøytralt	185 948	274 593	283 408	282 816	274 653	244 547	232 805	240 464	268 703	272 349
Optimistisk	242 904	328 522	364 511	351 211	337 789	325 024	333 758	364 929	421 206	425 362
- Økning i netto driftseiendeler										
Pessimistisk	-152 876	56 343	58 451	-50 443	-51 175	-50 778	-58 870	-64 850	-72 181	-78 567
Nøytralt	-302 850	-112 676	-113 671	-118 369	-120 718	-123 125	-132 546	-142 421	-152 789	-139 844
Optimistisk	-472 217	-300 654	-316 581	-214 022	-223 359	-231 777	-251 386	-269 470	-290 370	-163 606
= Fri KS fra drift										
Pessimistisk	-20 089	227 673	213 885	108 599	112 712	112 844	101 034	107 004	104 324	59 903
Nøytralt	-116 903	161 916	169 736	164 447	153 935	121 422	100 259	98 044	115 914	132 506
Optimistisk	-229 313	27 868	47 930	137 189	114 430	93 247	82 372	95 459	130 837	261 755
+ Netto finansinntekter										
Pessimistisk	58 137	60 501	61 064	61 334	62 701	64 091	65 491	66 992	68 574	70 307
Nøytralt	58 137	61 966	64 237	66 289	68 420	70 609	72 858	75 242	77 769	80 510
Optimistisk	58 137	63 620	67 793	71 941	75 130	78 475	81 972	85 743	89 780	94 191
- Økning i finansielle eiendeler										
Pessimistisk	-30 999	11 425	11 852	-10 229	-10 377	-10 296	-11 937	-13 150	-14 636	-15 931
Nøytralt	-61 411	-22 848	-23 050	-24 002	-24 479	-24 967	-26 877	-28 879	-30 982	-28 357
Optimistisk	-95 754	-60 965	-64 195	-43 398	-45 292	-46 999	-50 975	-54 642	-58 880	-33 175
Fri KS til sysselsatt kapital										
Pessimistisk	7 048	299 599	286 801	159 704	165 036	166 639	154 588	160 846	158 262	114 278
Nøytralt	-120 177	201 034	210 924	206 733	197 877	167 065	146 240	144 406	162 701	184 659
Optimistisk	-266 930	30 523	51 528	165 732	144 268	124 723	113 369	126 560	161 737	322 771
- Netto finanskostnader										
Pessimistisk	-151 014	-158 486	-160 731	-161 974	-166 114	-170 320	-174 562	-179 080	-183 825	-189 027
Nøytralt	-151 014	-162 323	-169 085	-175 059	-181 264	-187 642	-194 197	-201 132	-208 475	-216 460
Optimistisk	-151 014	-166 657	-178 443	-189 987	-199 039	-208 545	-218 489	-229 204	-240 671	-253 242
+ Økning i finansiell gjeld										
Pessimistisk	108 286	-39 909	-41 402	35 730	36 249	35 967	41 699	45 935	51 127	55 651
Nøytralt	214 516	79 811	80 516	83 844	85 507	87 212	93 885	100 880	108 224	99 055
Optimistisk	334 482	212 960	224 242	151 597	158 210	164 173	178 062	190 871	205 676	115 886
- Netto minoritetsinteresser										
Pessimistisk	-30 000	-30 285	-30 573	-30 863	-31 156	-31 452	-31 751	-32 053	-32 357	-32 665
Nøytralt	-30 000	-30 420	-30 846	-31 278	-31 716	-32 160	-32 610	-33 066	-33 529	-33 999
Optimistisk	-30 000	-30 540	-31 090	-31 649	-32 219	-32 799	-33 389	-33 990	-34 602	-35 225
+ Økning i moritetsinteresser										
Pessimistisk	4 125	-1 520	-1 577	1 361	1 381	1 370	1 588	1 750	1 948	2 120
Nøytralt	8 172	3 040	3 067	3 194	3 257	3 322	3 576	3 843	4 123	3 773
Optimistisk	12 741	8 112	8 542	5 775	6 027	6 254	6 783	7 271	7 835	4 414
FR KS TIL EK										
Pessimistisk	-61 555	69 399	52 518	3 959	5 396	2 204	-8 438	-2 602	-4 846	-49 643
Nøytralt	-78 503	91 142	94 576	87 434	73 662	37 798	16 895	14 930	33 044	37 028
Optimistisk	-100 721	54 398	74 779	101 468	77 247	53 806	46 336	61 509	99 974	154 605

Noter til fremtidsregnskap

Note 1 - *Driftsinntekter*

Note 2 – *Netto, langsiktige driftseiendeler*

Note 3 – *Avskrivninger og investeringer*

Note 4 - *Arbeidskapital*

Note 5 – *Finansielle eiendeler*

Note 6 – *Sysselsatte eiendeler*

Note 7 – *Driftskostnader og driftsmargin*

Note 8 - *Varekostnader*

Note 9 - *Personalkostnader*

Note 10 – *Andre driftskostnader*

Note 11 - *Driftsmargin*

Note 12 – *Driftsrelatert skattekostnad*

Note 13 - *Egenkapital*

Note 14 – *Minoritetenes andel av årsresultatet og minoritetsinteresser*

Note 15 – *Finansiell gjeld*

Note 16 - *Finanskostnader*

Note 17 - *Finansinntekter*

Note 1 - Driftsinntekter

For å beregne utviklingen i driftsinntekter må markedsandelene, markedets størrelse og prisutviklingen prognostiseres.

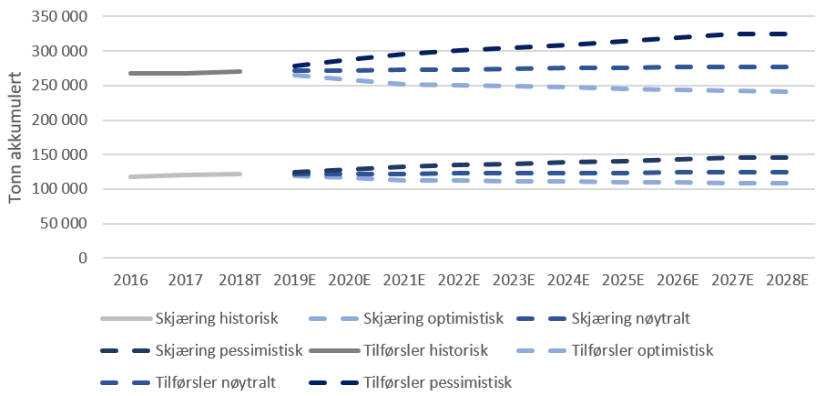
Markedsandeler

Nåværende markedsandeler legges til grunn for det nøytrale scenariet, mens det i det optimistiske og det pessimistiske scenariet legges til grunn en gradvis endring de neste tre årene. Etter tre år vil markedsandelene ligge fast. Det er ikke funnet grunner til å avvike nåværende markedsandeler i nøytralt scenario ettersom argumentene for økte markedsandeler i form av potensielt redusert overkapasitet i bransjen eller vellykkede tiltak fra Nortura oppveies av argumentene for redusert markedsandel i form av aggressiv vekststrategi fra flere av konkurrentene. Dette stiller seg imidlertid noe annerledes for kalkun ettersom Norsk Kylling avslutter sin kalkunproduksjon og Nortura er ventet å vinne deres markedsandel på 18 prosent fra og med 2018.

Norturas volum

For å estimere Norturas volum innen henholdsvis egg, tilførsler av kjøtt og skjæring av kjøtt for de ulike dyreartene multipliseres de estimerte markedsandelene med det estimerte totalmarkedet fra delkapittel 7.2. Dette gir estimater for Norturas volumutvikling som vist i tabell 7.3.4. Det fremgår av *sum kjøtt tilførsler* og *sum kjøtt skjæring* at det på ti års sikt er ventet en svak oppgang i tilførsler og skåret kjøtt målt i antall tonn. Dette til tross for at markedsandelene er estimert å ligge på dagens nivå og forventet kjøttkonsum per person i det nøytrale scenariet er forventet å synke fra 69 kilo per person til 67 kilo per person. Forklaringen på økningen (for både Nortura og markedet) er den årlige forventede befolkningsøkningen på omtrent 0,7 prosent.

Figur 7.3.4: Volumprediksjoner tilførsler og skjæring



Priser

Videre estimeres prisveksten i perioden. Historisk kan det virke som Nortura har hatt sterk prisvekst ettersom inntektsveksten har vært god til tross for begrenset eller ingen volumvekst. Noe av inntektsveksten må imidlertid tilskrives aktiviteter utenfor kjernevirksomheten. Det er som nevnt ikke tilgjengelig data for prisutviklingen og prisutviklingen vil derfor estimeres kvalitativt.

Overproduksjon i bransjen og hardt press fra dagligvareaktørene om å levere egne merkevarer, taler for begrenset prisvekst i prognoseperioden. En forutsetning om null prisvekst innebærer en realnedgang i prisene på to prosent dersom det tas utgangspunkt i Norges banks inflasjonsmål (Regjeringen, 2018). Dette vil være en i overkant pessimistisk forutsetning. Det legges til grunn en prisvekst på 1,5 prosent for de første fem årene av prognoseperioden (tilsvarende 0,5 prosent realprisnedgang). Etter 2023 antas det at presset fra egne merkevarer vil flate ut som følge av at lavprissegmentets markedsandel når et metningspunkt. Det legges derfor til grunn gradvis mindre effekt av egne merkevarer og dermed høyere prisvekst fra og med 2024 (figur 7.3.5).

Figur 7.3.5: Prisvekst

Prisvekst	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Pessimistisk	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,60 %	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %
Nøytralt	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,60 %	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %
Optimistisk	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,60 %	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %

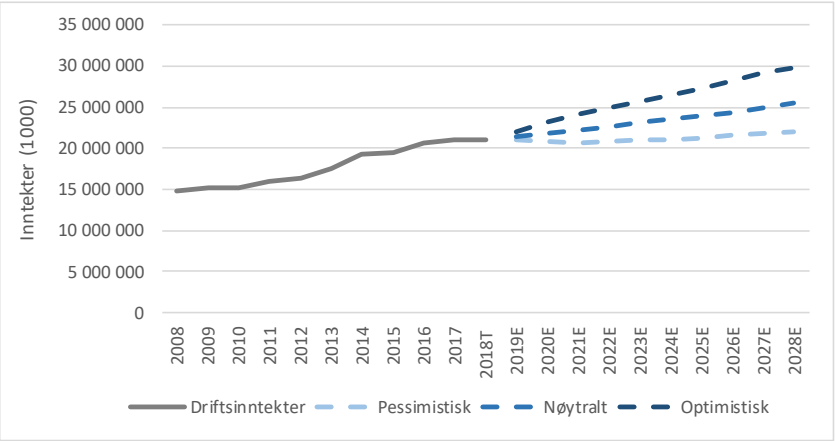
Salgsinntekter og andre driftsinntekter

Figur 7.3.6: Salgsinntekter og andre driftsinntekter

Resultatregnskap (tall i 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Driftsinntekter										
Pessimistisk	21 006 707	20 815 619	20 617 381	20 788 460	20 962 022	21 134 235	21 333 893	21 553 834	21 798 635	22 065 095
Nøytralt	21 515 346	21 897 489	22 283 007	22 684 458	23 093 874	23 511 454	23 960 984	24 444 005	24 962 190	25 436 472
Optimistisk	22 089 753	23 109 425	24 183 113	24 908 971	25 666 494	26 452 568	27 305 146	28 219 055	29 203 847	29 758 720
Andre Driftsinntekter										
Pessimistisk	2 578 445	2 590 951	2 603 517	2 616 144	2 628 832	2 644 184	2 662 244	2 683 063	2 693 031	2 705 688
Nøytralt	2 604 490	2 643 557	2 683 211	2 723 459	2 764 311	2 808 540	2 856 285	2 907 698	2 962 944	3 022 203
Optimistisk	2 612 303	2 659 442	2 707 432	2 756 288	2 806 025	2 859 474	2 916 809	2 978 220	3 043 911	3 114 103
Sum driftsinntekter										
Pessimistisk	23 585 152	23 406 569	23 220 898	23 404 604	23 590 854	23 778 419	23 996 137	24 236 897	24 491 665	24 770 783
Nøytralt	24 119 836	24 541 047	24 966 218	25 407 916	25 858 184	26 319 993	26 817 269	27 351 703	27 925 135	28 458 675
Optimistisk	24 702 057	25 768 867	26 890 545	27 665 259	28 472 519	29 312 042	30 221 955	31 197 275	32 247 758	32 872 823

Estimerte salgsinntekter og andre driftsinntekter med bakgrunn i ovennevnte pris- og volumprognoser fremgår av tabell 7.3.6 og figur 7.3.7.

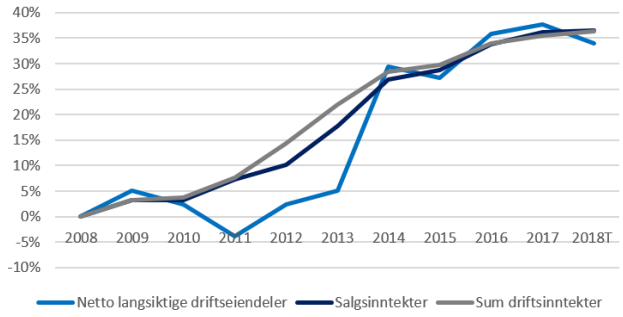
Figur 7.3.7: Grafisk fremstilling av driftsinntekter



Note 2 - Netto langsiktige driftseiendeler

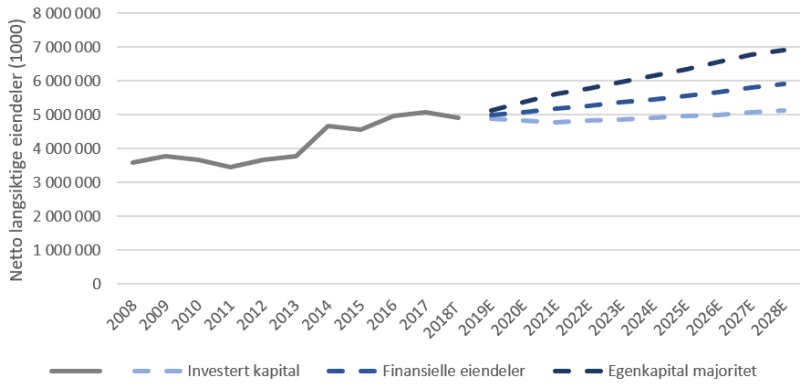
Det presiseres at selv om denne posten er en nettopost for langsiktige driftseiendeler og langsiktig driftsgjeld, er den i praksis en ren eiendelspost fordi den driftsrelaterte gjelden er svært beskjeden sammenlignet med driftseiendelene. I den videre drøftelsen vil fokus dermed være på eiendelssiden. For at en kapitalintensiv virksomhet skal kunne vokse er det rimelig at den også må investere i driftsmidler ettersom det er dem som genererer inntektene og dermed også veksten (Petersen et al, 2017). Over tid er det derfor rimelig at det er en viss proporsjonalitet i forholdet mellom omsetningsvekst og vekst i langsiktige driftsmidler. I Nortura har netto langsiktige driftseiendeler, salgsinntekter og sum driftsinntekter vokst med svært lik veksttakt de siste ti årene slik det fremgår av figur 7.3.8. Dette underbygger påstanden om at det er proporsjonalitet forholdet mellom omsetningsvekst og vekst i langsiktige driftseiendeler.

Figur 7.3.8: Sammenheng mellom netto langsiktige driftseiendeler, salgsinntekter og sum driftsinntekter



Ettersom differansen mellom akkumulert inntektsvekst og akkumulert vekst i investert kapital ikke er mer enn to prosent over ti år, anses det som rimelig å legge til grunn at forholdet vil holde også i årene som kommer. Følgelig legges det til grunn at netto langsiktige driftseiendeler vil vokse med samme veksttakt som inntektene også i den eksplisitte perioden og i terminalleddet. Samvariasjonen er lagt til grunn i alle scenariene. Det bemerkes at siden det optimistiske scenariet gir høyere vekst i driftsinntektene, krever det også større investeringer i driftseiendeler. Det motsatte er tilfellet for det pessimistiske scenariet. Dette fører til at kontantstrømmene gjerne er likere enn det forskjellen i veksttakt tilsier. For å oppklare eventuelle misforståelser knyttet til begrepsbruk er investert kapital det samme som netto driftseiendeler. Investert kapital er utledet og forklart i delkapittel 6.3.1.

Figur 7.3.9: Netto langsiktige driftseiendeler

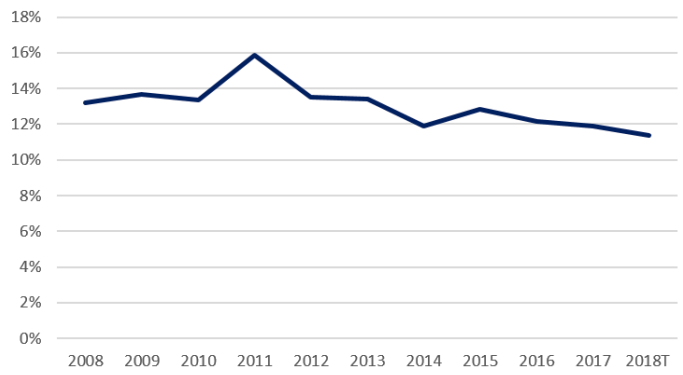


Note 3 - Avskrivninger og investeringer

Avskrivninger og investeringer er svært relatert til de fremtidige balansesummene av netto langsiktige driftseiendeler. Det må naturligvis være samsvar mellom hva som legges til grunn som netto langsiktige driftseiendeler, investeringer og avskrivninger. Følgelig er det naturlig å ta utgangspunkt i netto langsiktige driftseiendeler for å beregne årlige avskrivninger i fremtiden. Figur 7.3.10 viser hvor mye av det enkelte årets netto langsiktige

driftseiendeler som avskrives i året. Som det fremgår av figuren er andelen relativt stabil mellom hvert enkelt år, men over tid har avskrivningene som andel av de langsiktige eiendelene sunket.

Figur 7.3.10: Avskrivninger i prosent av netto langsiktige driftseiendeler



Den synkende trenden kan ha to forklaringer; at sammensetningen mellom eiendelene er endret eller at avskrivningstidene er forlenget. Endret sammensetning vil ha betydning fordi ikke alle eiendeler avskrives, og avskrives over ulike tidshorisonter. Ettersom Nortura fører regnskap etter god regnskapsskikk avskrives goodwill over fem år[61] og i Norturas balanse er det derfor kun utsatt skattefordel og investeringer i og lån til tilknyttede selskap som ikke avskrives. Common size-analysen i figur 7.3.11 viser at disse eiendelene gjennom analyseperioden har redusert sin andel av totale, langsiktige driftseiendeler, hvilket tilsier økende årlige avskrivninger. Samtidig er det en relativ reduksjon i postene i bygninger, tomt og annen fast eiendom og maskiner og anlegg. Disse (og spesielt førstnevnte) har typisk relativt lang avskrivningstid, og en reduksjon tilsier isolert sett at årlige avskrivninger bør øke. Det er derfor vanskelig å forklare de synkende avskrivningene med noe annet enn at avskrivningstiden er forlenget for enkelte typer eiendeler.

Regnskapsloven §5-3 og NRS 19 Immaterielle eiendeler krever at avskrivningsplanen for varige driftsmidler og immaterielle eiendeler skal være fornuftig (Norsk regnskapsstiftelse, 2012), og det er ikke nødvendigvis slik at de gamle avskrivningsplanene var mer fornuftige enn de nye. Selv om det altså er en viss fleksibilitet i avskrivningstider er det nok begrenset om disse kan strekkes lenger. Følgelig kan det være rimelig å avskrive elleve prosent av

[61] Regnskapsloven §7-14.

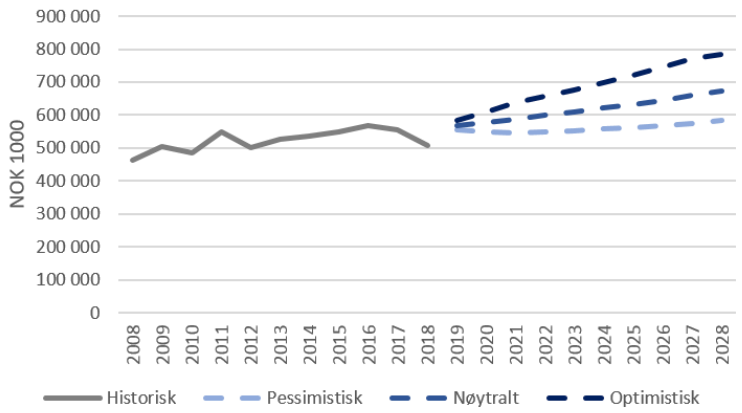
netto langsiktige driftseiendeler også i fremtiden. Dette gir opphav til estimatene i figur 7.3.12 og 7.3.13.

Figur 7.3.11: Common size-analyse langsiktige driftseiendeler

År	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Utsatt skattefordel	8 %	6 %	5 %	5 %	6 %	5 %	9 %	8 %	6 %	6 %
System, varemerker og rettigheter	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	2 %	5 %	9 %
Goodwill	1 %	1 %	-1 %	-1 %	-1 %	1 %	6 %	5 %	4 %	3 %
Bygninger, tomt og annen fast eiendom	54 %	59 %	60 %	61 %	59 %	60 %	57 %	58 %	55 %	51 %
Maskiner og anlegg	26 %	23 %	22 %	20 %	20 %	20 %	17 %	16 %	14 %	15 %
Driftsløsøre, inventar o.l.	7 %	6 %	9 %	9 %	10 %	10 %	7 %	6 %	11 %	10 %
Investeringer i tilknyttede selskap	4 %	4 %	4 %	5 %	6 %	4 %	4 %	5 %	5 %	6 %
Lån til tilknyttet selskap	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Forpliktelse ved utsatt skatt	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %	-1 %
Sum	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Sum ikke-avskrivbare eiendeler	14 %	12 %	11 %	12 %	12 %	9 %	13 %	13 %	11 %	12 %

Investeringene vil nødvendigvis være en residual når nivået for netto langsiktige driftsmidler og avskrivningene er bestemt. Høy vekst i omsetning gir en stor økning i driftsmidler, og følgelig øker investeringene. Dette vil nødvendigvis ha negativ innvirkning på fri kontantstrøm.

Figur 7.3.12: Avskrivninger/nedskrivninger på varige og immaterielle driftsmidler



Figur 7.3.13: Avskrivninger/nedskrivninger på varige og immaterielle driftsmidler

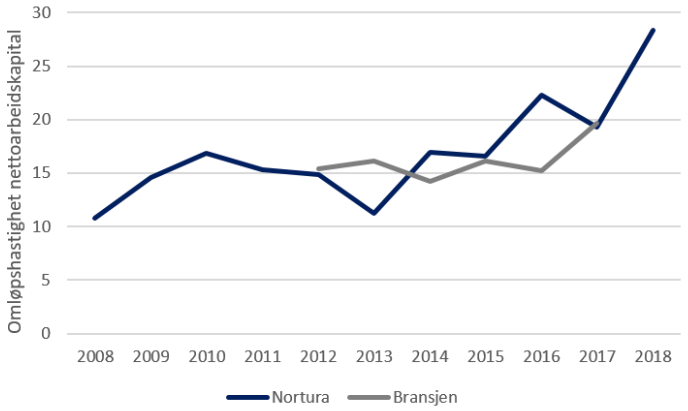
Resultatregnskap (tall i 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Avskrivninger/nedskrivninger på varige og imaterielle driftsmidler										
Pessimistisk	554 508	549 464	544 231	548 747	553 328	557 874	563 145	568 950	575 412	582 446
Nøytralt	567 934	578 022	588 198	598 795	609 602	620 625	632 491	645 241	658 920	671 439
Optimistisk	583 097	610 013	638 355	657 515	677 511	698 261	720 766	744 890	770 885	785 532

Note 4 - Arbeidskapital

Som det fremgår av regnskapsanalysen beregnes nettoarbeidskapitalens omløpshastighet ved å dividere netto arbeidskapital på inntekter. Dette er rimelig da virksomhetens størrelse vil ha

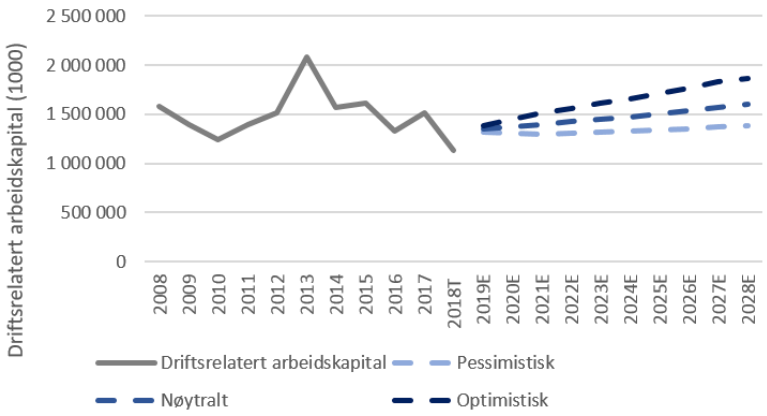
stor betydning for hvor stort varelager som er nødvendig, hvor mye kundefordringer som er utestående og omfanget av leverandørgjeld. Følgelig vil det være nærliggende å ta utgangspunkt i forholdet mellom inntekter og arbeidskapital for å beregne fremtidig binding i arbeidskapital.

Figur 7.3.14: Nettoarbeidskapitalens omløpshastighet



Som det fremgår av figur 7.3.14 har Nortura, i likhet med bransjen som helhet, trimmet sin arbeidskapital de siste årene. Dette skaper utfordringer knyttet til å estimere arbeidskapitalen i den eksplisitte perioden og i terminalleddet. Økningen i omløpshastigheten i 2018 kan kanskje delvis forklares med at andre tertial er lagt til grunn. Aktiviteten i Nortura er størst i tredje tertial (Nortura SA, 2018b), og dermed er det rimelig at arbeidskapitalen er høyere ved årsslutt enn i august. Det fremstår slik sett urimelig å legge arbeidskapital per 31.08.2018 til grunn for arbeidskapitalen i fremtiden. På den andre siden fremgår det av fremtidsregnskapet at Nortura forventes å prestere omtrent på dagens nivå i årene fremover, hvilket tilsier at de vil forsøke å redusere sin kapitalbinding ytterligere. Trenden de siste årene tilsier også økt omløpshastighet. Følgelig estimeres arbeidskapitalen fremover ved å dividere de enkelte årenes inntekter i de ulike scenariene på et snitt av de tre siste årenes omløpshastighet. Dette gir opphav til følgende utvikling:

Figur 7.3.15: Utvikling arbeidskapital



Knekken fra 2018 til 2019 skyldes som nevnt at 2018 antas å være noe undervurdert.

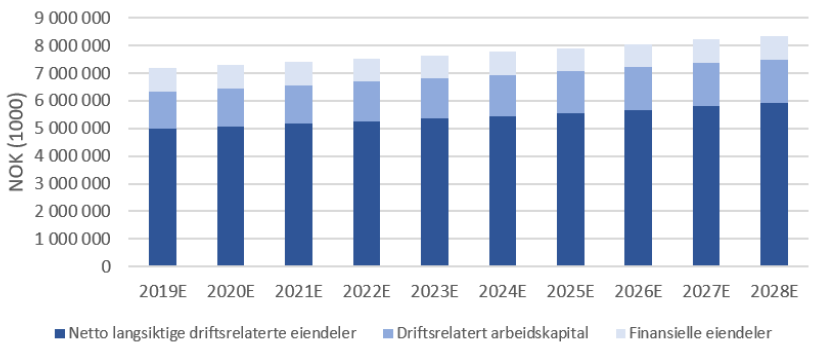
Note 5 - Finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler er eiendeler som ikke bidrar til driftsresultatet (Petersen et al, 2017). Dette innebærer at det ikke nødvendigvis er noen sammenheng med driftsinntektene, og at omfanget av dem heller bør predikeres basert på en skjønnsmessig vurdering av hva som er rimelig. De finansielle eiendelene består av finansielle kontanter og bankinnskudd, investeringer i aksjer og andeler og pensjonsmidler. Det er i utgangspunktet vanskelig å predikere hvordan finansielle kontanter og investeringer i aksjer og andeler vil utvikle seg, men det virker rimelig at pensjonsmidler vil utvikle seg i takt med personalkostnadene. I det pessimistiske scenariet legges det derfor til en grunn en svak vekst i finansielle eiendeler ettersom det også forventes en svak vekst over tid for personalkostnadene. Veksten i finansielle eiendeler er sterkere i nøytralt og optimistisk scenario fordi veksten i personalkostnadene over tid er høyere og fordi foretaket forventes å holde mer kontanter og investere mer når virksomheten går bedre (Koller m. fl., 2015).

Note 6 - Sysselsatte eiendeler

Sysselsatte eiendeler beregnes her som følger: Netto langsiktige driftseiendeler + arbeidskapital + finansielle eiendeler (som vist i fremtidsbalansen). Dette gir opphav til fremstillingen i figur 7.2.16.

Figur 7.2.16: Sysselsatte eiendeler



Note 7 - Driftskostnader og driftsmargin

Som nevnt innledningsvis fravikes en tilnærming der netto driftsmargin definerer kostnadspostene indirekte til fordel for en tilnærming der kostnadspostene estimeres

enkeltvis med utgangspunkt i tidligere analyser. Dette gir følgende prognoser for varekostnader, personalkostnader, andre driftskostnader og driftsresultat:

Tabell 7.3.17: Driftskostnader og driftsmargin

Resultatregnskap (tall i 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Varekostnader										
Pessimistisk	17 068 357	16 931 686	16 782 526	16 933 984	17 086 050	17 236 389	17 418 190	17 599 621	17 783 906	17 967 858
Nøytralt	17 511 243	17 859 273	18 220 382	18 605 428	19 008 544	19 451 858	19 904 921	20 367 996	20 841 307	21 257 491
Optimistisk	17 990 801	18 931 885	19 916 523	20 623 053	21 360 698	22 128 208	22 934 914	23 774 709	24 653 531	25 145 843
Personalkostnader										
Pessimistisk	3 883 740	3 806 065	3 814 248	3 822 449	3 830 667	3 848 671	3 866 760	3 884 934	3 903 193	3 981 257
Nøytralt	3 873 833	3 786 671	3 814 125	3 841 777	3 869 630	3 897 685	3 925 943	3 954 406	3 983 075	4 062 737
Optimistisk	3 863 925	3 767 327	3 804 247	3 841 528	3 879 175	3 917 191	3 955 580	3 994 344	4 033 489	4 114 159
Annen driftskostnad										
Pessimistisk	1 948 239	1 933 487	1 918 150	1 933 325	1 948 710	1 964 204	1 982 188	2 002 076	2 042 118	2 103 381
Nøytralt	1 957 932	1 992 124	2 012 045	2 032 165	2 052 487	2 073 012	2 093 742	2 114 679	2 135 826	2 157 184
Optimistisk	1 977 317	2 062 712	2 093 653	2 125 057	2 156 933	2 189 287	2 222 127	2 255 458	2 289 290	2 323 630
Driftsresultat før avskrivninger, nedsk. og skatt										
Pessimistisk	684 816	735 330	705 973	714 846	725 427	729 155	728 999	750 266	762 449	718 286
Nøytralt	776 829	902 979	919 666	928 546	927 523	897 439	892 663	914 622	964 926	981 263
Optimistisk	870 013	1 006 944	1 076 123	1 075 620	1 075 713	1 077 355	1 109 335	1 172 763	1 271 447	1 289 192

Note 8 - Varekostnader

For prediksjon av varekostnadene vises det til den autoregressive analysen i delkapittel 7.2. Vekstraten til prisene er i den autoregressive analysen beregnet til rundt to prosent, hvilket innebærer at realprisveksten er tilnærmet lik null. Ved å benytte denne vekstraten vil det være høyere prisvekst for varekostnadene enn salgsinntektene. Den nevnte frikoblingen mellom pris til leverandørene og pris fra grossistene taler for at dette er realistisk. I samme retning trekker det at det er politisk interesse for bøndenes inntekt, og en årlig vekst på rundt to prosent er slik sett sannsynlig.

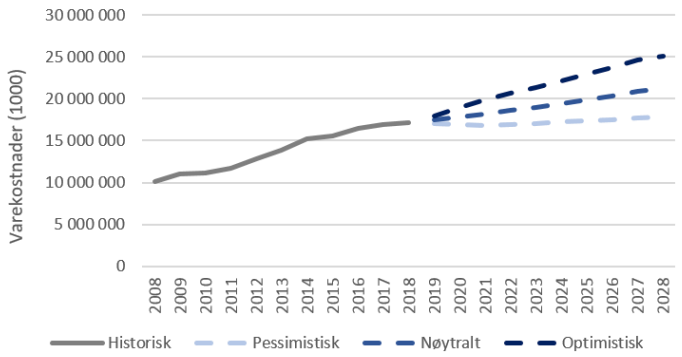
En høyere prisvekst for varekostnadene enn for salgsinntektene over tid er nok likevel ikke rimelig ettersom det vil ødelegge Norturas marginer. Nortura uttalte i rapporten for andre tertial (Nortura SA, 2018b) at kortsiktige forbedringstiltak vil innebære reduserte priser til leverandørene. Gjennomsnittsprisen fra den autoregressive prognostiseringen legges derfor kun til grunn i det optimistiske scenariet. Følgelig vil god inntektsvekst for Nortura gi god inntektsvekst for leverandørene, hvilket er å anse som sannsynlig. For det nøytrale og det pessimistiske scenariet vektes nedre prediksjonsintervall fra den autoregressive analysen høyere for de to nærmeste årene (to år ettersom tiltakene er kortsiktige) slik at prisene stiger under to prosent årlig. Dette gjøres fordi Nortura gjennom sine uttalelser viser at bøndene må ta kutt i sine priser når foretaket sliter med resultatene. Dette innebærer imidlertid ikke at det legges til grunn en direkte fremtidig sammenheng mellom priser til kunder og priser til

leverandør, hvilket ikke har vært tilfellet historisk, men at det vil være en viss sammenheng mellom prisene bøndene får og Norturas prestasjon.

Bøndene tillegges altså en realprisvekst på null i optimistisk scenario, og marginalt negativt i de to andre scenariene. Dette innebærer ikke nødvendigvis at bøndenes realinntekt reduseres. Ettersom bøndene historisk sett har blitt stadig mer effektive og gårdene stadig konsolideres, kan realinntekten deres stige selv om realprisene synker. Realprisene har sunket gjennom analyseperioden for samtlige dyrearter, hvilket tilsier at forutsetningen om noe synkende realpriser er realistisk.

For volumkomponenten er de samme volumestimatene som lagt til grunn i driftsinntektsbudsjetteringen benyttet. Dette sikrer konsistens i inntekts- og kostnadsprognosene for de ulike scenariene. Dette gir opphav til følgende estimater i budsjetteringsperioden:

Figur 7.3.18: Varekostnader

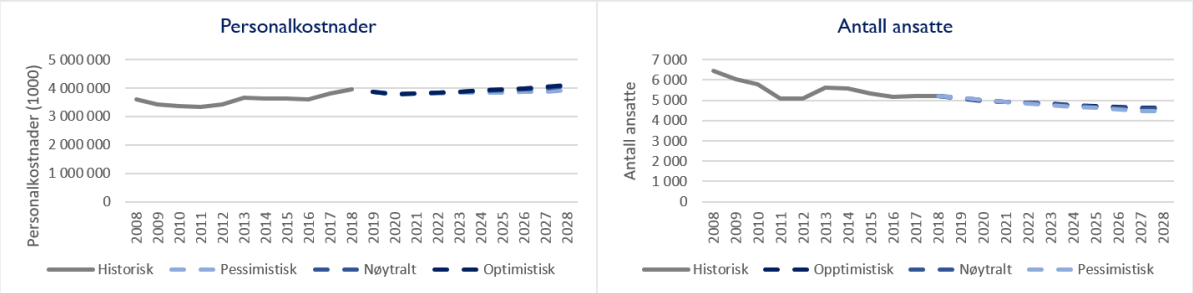


Note 9 - Personalkostnader

Personalkostnadene har gjennom analyseperioden bare steget 5,5 prosent nominelt, hvilket tilsier en betydelig realnedgang. Dette skyldes nedbemanninger og svak lønnsvekst gjennom perioden. Som det fremgikk av den aktivitetsbaserte analysen i kapittel 5.4.1 har Nortura relativt sett fortsatt høye lønnskostnader sammenlignet med sine konkurrenter, og selv om disse delvis kan tilskrives ulikheter i aktivitetssett mellom selskapene, tilsier størrelsesomfanget på forskjellene at det fortsatt er rom for kutt. En viktig del av prognostiseringen av personalkostnadene er derfor å estimere hvor mye Nortura vil evne å kutte. Nortura har uttalt at det vil gjøres kutt knyttet til både lønnsnivå og antall ansatte (Nortura SA, 2018).

De samlede kostnadskuttene estimeres av Nortura selv til 500 millioner (Kvale, 2018), uten at det spesifiseres i hvordan enkeltposter vil rammes. For lønnsvekst legges det derfor til grunn null nominell lønnsvekst for 2019 og 2020, før lønnsveksten settes til to prosent årlig for resten av prognostiseringsperioden i alle scenariene. For årene 2019 og 2020 er det lagt til grunn at Nortura vil evne å kutte 300 årsverk i det optimistiske scenariet slik det har annonsert at det skal. Det legges til grunn at det vil skje betydelige kutt også i de to andre scenariene. Fra 2021 og ut den eksplisitte perioden er det lagt til grunn konstant reduksjonsrate i antall årsverk, men raten er differensiert mellom scenariene. Det er lagt til grunn lavest reduksjonstakt i det optimistiske scenariet og høyest i det pessimistiske scenariet. Dette begrunnes med at høyere omsetningsvekst krever flere ansatte. Fortsatt reduksjon i antall årsverk er i tråd med historisk utvikling og analysen av teknologiske trender i delkapittel 5.1.4 som indikerer at digitalisering vil spille en betydelig rolle i fortsatt effektivisering av bransjen. Utover i perioden stiger personalkostnadene noe i alle scenariene ettersom den nominelle lønnsveksten overstiger nedbemanningstakten. Det er rimelig at Nortura ikke kan nedbemanne i en uendelig tidshorisont og det er ikke lagt til grunn nedbemanning i terminalleddet. Her blir lønnsveksten derfor den eneste driveren.

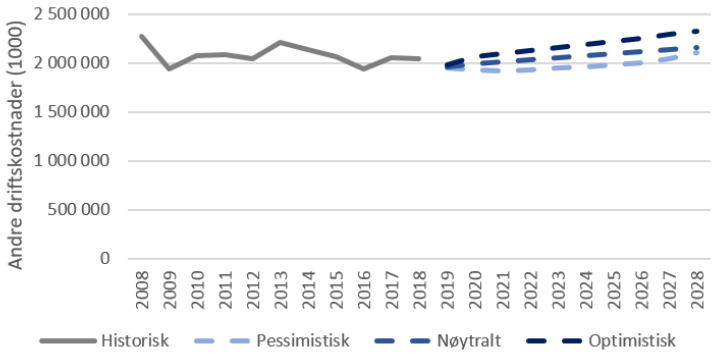
Figur 7.3.19: Antall ansatte og personalkostnader



Note 10 - Andre driftskostnader

For andre driftskostnader er 2016 brukt som utgangspunkt for fremtidsprognosene. Årsaken til det er at 2017 og 2018 har vært år med store operasjonelle problemer, deriblant utfordringer med Gilde-bakken og distribusjon. Nivåene fra 2017 og 2018 anses derfor å være høyere enn i et normalår. På grunn av Norturas varslede kostnadskutt er det sannsynlig at heller ikke denne posten vil vokse særlig i årene fremover. Det legges derfor til grunn svært lav veksttakt i det pessimistiske og det nøytrale scenariet, mens veksttakten er høyere i det optimistiske scenariet (figur 7.3.20). Noteopplysningene om andre driftskostnader er svært begrensede, og det er følgelig vanskelig å begrunne forutsetningene utover dette.

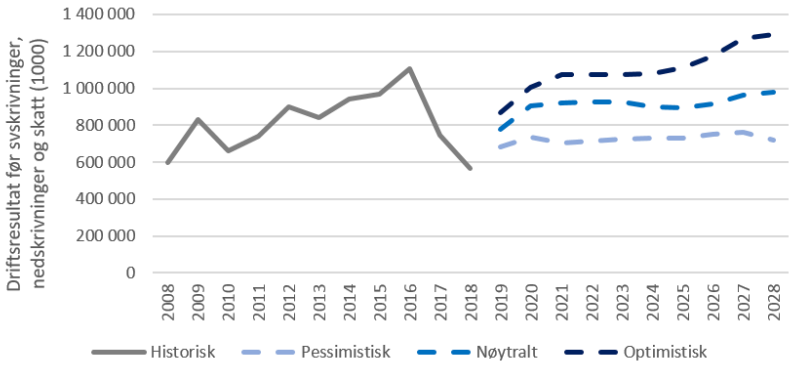
Figur 7.3.20: Andre driftskostnader



Note 11 - Driftsmarginer

Prognostisert driftsresultat før avskrivninger, nedskrivninger og skatt er illustrert i figur 7.3.21. For det optimistiske scenariet er det rimelig å legge til grunn at forbedringene må skje gradvis. Som diskutert i de foregående notene forventes Nortura å gjennomføre betydelige kutt de kommende årene. Tiltakene er ventet å gi noe margineffekt, men det er urealistisk at kuttene i sin helhet vil slå ut i resultatet. Dette skyldes at konkurrentene også vil effektivisere, ettersom det er overkapasitet i bransjen. Den økte effektiviteten er dermed nødvendig for å tåle lavere priser. I det pessimistiske scenariet er det lagt til grunn at de negative følgene av egne merkevarer og reduksjon i kjøttkonsumet blir vedvarende og følgelig at 2017 og 2018 årene er representative for Norturas prestasjon i den kommende perioden.

Figur 7.3.21: Driftsresultat før avskrivninger, nedskrivninger og skatt



Som et supplement til den grafiske illustrasjonen er en common size-prognose estimert i figur 7.3.22.

Figur 7.3.22: Driftsresultat før avskrivninger, nedskrivninger og skatt

Common size	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Varekostnader										
Pessimistisk	72,4 %	72,3 %	72,3 %	72,4 %	72,4 %	72,5 %	72,6 %	72,6 %	72,6 %	72,5 %
Nøytralt	72,6 %	72,8 %	73,0 %	73,2 %	73,5 %	73,9 %	74,2 %	74,5 %	74,6 %	74,7 %
Optimistisk	72,8 %	73,5 %	74,1 %	74,5 %	75,0 %	75,5 %	75,9 %	76,2 %	76,5 %	76,5 %
Personalkostnader										
Pessimistisk	16,5 %	16,3 %	16,4 %	16,3 %	16,2 %	16,2 %	16,1 %	16,0 %	15,9 %	16,1 %
Nøytralt	16,1 %	15,4 %	15,3 %	15,1 %	15,0 %	14,8 %	14,6 %	14,5 %	14,3 %	14,3 %
Optimistisk	15,6 %	14,6 %	14,1 %	13,9 %	13,6 %	13,4 %	13,1 %	12,8 %	12,5 %	12,5 %
Annen driftskostnad										
Pessimistisk	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,3 %	8,5 %
Nøytralt	8,1 %	8,1 %	8,1 %	8,0 %	7,9 %	7,9 %	7,8 %	7,7 %	7,6 %	7,6 %
Optimistisk	8,0 %	8,0 %	7,8 %	7,7 %	7,6 %	7,5 %	7,4 %	7,2 %	7,1 %	7,1 %
Driftsresultat før avskrivninger, nedsk. og skatt										
Pessimistisk	2,9 %	3,1 %	3,0 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	3,1 %	3,1 %	2,9 %
Nøytralt	3,2 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,6 %	3,4 %	3,3 %	3,3 %	3,5 %	3,4 %
Optimistisk	3,5 %	3,9 %	4,0 %	3,9 %	3,8 %	3,7 %	3,7 %	3,8 %	3,9 %	3,9 %

Note 12 - Driftsrelatert skattekostnad

Den historiske driftsrelaterte skattekostnaden er beregnet til 32 prosent. Som diskutert i regnskapsanalysen er denne er høy sammenlignet med selskapsskattesatsen. Det vil nok være rimelig å legge til grunn en lavere driftsskattesats i fremtiden. Gjennomsnittlig selskapsskattesats i analyseperioden var 27,1 prosent. For 2019 er det vedtatt å senke selskapsskattesatsen til 22 prosent (Regjeringen, 2018). Det er også foreslått å sette den videre ned til 20 prosent (Regjeringen, 2015). Ettersom driftsskattesatsen var betydelig høyere enn selskapsskattesatsen i analyseperioden, er det ikke åpenbart at nedsettelsen vil virke effektivt på driftsskattesatsen og at denne bør settes ned tilsvarende reduksjonen i selskapsskattesatsen. På den andre siden er driftsskattesatsen beregnet med utgangspunkt i den betalte skattekostnaden og skatt tilknyttet finansinntekter- og kostnader. Det er ingen åpenbare grunner til at en endring i selskapsskattesatsen ikke skal virke effektivt på den betalte skattekostnaden og finanspostene, og det vurderes derfor som rimelig å legge til grunn at endringen i selskapsskattesatsen virker effektivt på driftsskattesatsen. Følgelig settes forventet driftsskattesats ned tilsvarende differansen mellom selskapsskattesatsen i analyseperioden og forventet gjeldende selskapsskattesats i det enkelte året. Dette gir opphav til følgende satser:

Figur 7.3.23: Driftsskattesats

År	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Skattesats	27 %	26 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %

Note 13 - Egenkapital

Det er i beregningen av egenkapitalen vektlagt at kongruensprinsippet skal holde. Kongruensprinsippet innebærer at alle inntekter og kostnader, gevinster og tap føres over

resultatregnskapet[62]. Dermed føres alle endringer i egenkapitalen, med unntak av kapitalinnskudd og uttak, over resultatet. Dette innebærer at forskjellen mellom inngående og utgående egenkapital i prognosen er årets resultat fratrukket utdelinger eller tillagt innskudd.

Knivsflå understreker at det ligger strenge forutsetninger til grunn ved beregning av egenkapitalen for at de ulike verdsettelsesmodellene skal gi samme verdiestimat i kapittel 9[63]. Egenkapitalen er derfor beregnet residualt basert på følgende sammenheng:

$$\Delta Egenkapital = \Delta Sysselsatte\ eiendeler - \Delta Minoritetsinteresser - \Delta Finansiell\ gjeld \quad (3)$$

Utdelinger og eventuelle innskudd beregnes slik at det opprettholdes kongruens mellom resultat og egenkapital. Dette gir rimelige utfall så lenge resultatet er høyere enn økningen egenkapitalen. Dersom dette ikke er tilfellet forutsettes det i praksis kapitalinnskudd, hvilket er lite sannsynlig i henhold til diskusjonen i delkapittel 3.3.2. Dette er imidlertid kun tilfellet i 2019 og i noen år i det pessimistiske scenariet. Det kan imidlertid hevdes at det i det pessimistiske scenariet etter hvert kan være krevende å få fremmedkapitalfinansiering, og slik sett er det ikke umulig at eventuelle kapitalbehov vil finansieres gjennom egenkapital. I det store og hele virker størrelsen på egenkapitalen både absolutt og relativt å utvikle seg rimelig i de ulike scenariene.

Figur 7.3.24: Utvikling i egenkapital konsern

Balanseregnskap (tall i 1000)	Note	2018T	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
+ Egenkapital	13											
Pessimistisk		2 825 000	2 895 465	2 869 126	2 841 802	2 865 383	2 889 306	2 913 043	2 940 563	2 970 878	3 004 621	3 041 348
Nøytralt		2 825 000	2 965 573	3 018 246	3 071 384	3 126 718	3 183 150	3 240 708	3 302 669	3 369 246	3 440 670	3 506 043
Optimistisk		2 825 000	3 044 747	3 185 294	3 333 286	3 433 335	3 537 748	3 646 097	3 763 612	3 889 581	4 025 320	4 101 801

Note 14 –Minoritetenes andel av årsresultatet og minoritetsinteresser

Minoritetsinteressenes andel av årsresultatet har vært relativt stabile de siste årene, og det er lagt til grunn at de vil vokse med en fast veksttakt i årene fremover. Dette er en naiv prognose, men ettersom Nortura har et stort antall datterselskaper fremstår det mer

[62] Regnskapsloven §4-3.

[63] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

hensiktsmessig å lage en naiv prognose av disse selskapenes resultatutvikling enn å forsøke å aktivt predikere utviklingen for hvert enkelt. Det anses som rimelig å legge historien til grunn for estimatene, og siden det har vært en viss vekst i minoritetenes resultater de siste årene legges til det til grunn en viss vekst også i prognoseperioden. Hva angår fordeling mellom utbytte og tilbakeholdt resultat, varierer det betydelig hvor mye som er tilbakeholdt. I prognosen er det lagt til grunn en relativt høy utdelingsgrad for alle scenariene. Det understrekes at minoritetsinteressene utgjør relativt beskjedne verdier, og manglende presisjon i disse estimatene er dermed ikke av stor betydning. Utbytte omfatter summen av etterbetaling og allokert egenkapital, og er derfor i tråd med allokering av overskudd i samvirkeforetak.

Note 15 - Finansiell gjeld

Finansiell gjeld finansierer sammen med egenkapital og minoritetsinteresser eiendelssiden av balansen i fremtidsregnskapet. Det forventes derfor at finansiell gjeld vil vokse i takt med virksomheten som helhet, og gjeldsøkningen er derfor betydelig sterkere i de mer positive scenariene. Andelen finansiell gjeld antas å være relativt konstant i alle scenarier. I det pessimistiske scenariet vil ikke foretaket evne å øke egenkapitalandelen, og det vil nok heller ikke være rom for å øke gjeldsandelen i betydelig grad uten å komme i konflikt med lånebetingelser. I det nøytrale og det optimistiske scenariet vil det kreve betydelige økninger i egenkapitalen for å holde den konstant på grunn av vekst i investert kapital. Siden det også forventes at foretaket ønsker å dele ut noe, er det lite sannsynlig at det vil bli endringer av betydning i egenkapitalandelen også i disse scenariene. Slik sett fremstår det relativt rimelig å holde gjeldsandelen fast i alle scenariene.

Note 16 - Netto finanskostnader

Finanskostnadene består i all vesentlighet av rentekostnader. I kapittel åtte beregnes det et nettoavkastningskrav for finansiell gjeld, og det er rimelig å legge dette til grunn for beregning av netto rentekostnader. Renten er beregnet som risikofri rente pluss en premie for kredittrisiko. Siden rentekostnadene vises netto er forventet selskapsskattesats i det enkelte året trukket fra. Den risikofrie renten er basert på tiårige statsobligasjoner (Norges bank, 2018).

Kredittrisikopremien bør differensieres mellom de ulike scenariene ettersom risikoen ved å låne til foretaket er høyere når selskapets finansielle stilling er svak. En slik differensiering har vist seg vanskelig i praksis og problemstillingen er løst ved å benytte en scenariovektet kredittrisikopremie. Dette innebærer at forventningsverdien av netto rentekostnader blir lik det den ville blitt dersom kredittrisikopremien ble differensiert mellom scenariene. Rentekostnadene blir imidlertid litt for høye i det optimistiske scenariet og litt for lave i det pessimistiske. Vektingen av kredittrisikopremien forklares under vekting av netto finansielt gjeldskrav i kapittel åtte.

Note 17 - Netto finansinntekter

Finansinntekter består av renter på finansielle kontanter, avkastning på pensjonsmidler og andre finansielle investeringer. I beregningen av fremtidig netto finansielt gjeldskrav i kapittel åtte beregnes et avkastningskrav til de finansielle eiendelene basert på kravet til hver enkelt finansielle eiendel. Det vil være naturlig å ta utgangspunkt i dette kravet for å beregne netto finansinntekter.

8. Fremtidskrav

Fremtidskravene som beregnes vil benyttes til å diskontere resultatene og kontantstrømmene fra fremtidsregnskapet. Teorigrunnlaget er det samme som for beregningen av historiske avkastningskrav i kapittel 6.5. Dette vil derfor ikke bli repetert i det følgende, og det vil heller fokuseres på utfordringer ved å beregne avkastningskravene frem i tid. Fremtidskravene beregnes, i likhet med de historiske kravene, for både egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. På bakgrunn av disse kravene kan netto driftskrav beregnes. Damodaran (2012) sier at kapitalene i fremtidsregnskapet må vektes med virkelige verdier. Dette blir dermed den viktigste forskjellen mellom fremtidskravet og det historiske avkastningskravet ettersom sistnevnte er vektet med bokførte vekter.

8.1 Egenkapitalkrav

Det historiske egenkapitalkravet er beregnet med kapitalverdimodellen. Den risikofrie renten og markedspremien er estimert basert på offentlig tilgjengelige tall, mens egenkapitalbetaen er beregnet residualt. Det er også tillagt en illikviditetspremie for bransjen som helhet og for minoritetene. Med unntak av illikviditetspremien forutsettes minoritetskravet å være likt som egenkapitalkravet slik det forutsettes i kapittel 6.5.

Risikofri rente

Historisk ble det argumentert for å benytte tiårige statsobligasjoner til å beregne risikofri rente. For konsistens mellom historisk og fremtidig tilnærming benyttes tiårige statsobligasjoner også for å beregne fremtidig risikofri rente. Gjennomsnittlig rente de siste ti årene har vært 2,69 prosent (tabell 6.5.1.1). Dette er betydelig høyere enn 1,88 prosent som er gjennomsnittlig rente på tiårige statsobligasjoner i 2018 (Norges bank, 2018)[64]. Ettersom nåværende risikofri rente er lav i et historisk perspektiv (DNB, 2018), og Norges Bank mener det vil bli en gradvis økning i styringsrenten (Norges bank, 2018) virker det rimelig å legge til grunn en økt rentebane for beregning av fremtidig risikofri rente. Basert på disse resonnementene settes forventet tiårig statsobligasjonsrente i 2028 lik gjennomsnittlig rente i analyseperioden på 2,69 prosent. Renteutviklingen fremover i tid forutsettes å være lineær

[64] 1,88 prosent er gjennomsnittet per 02.12.2018

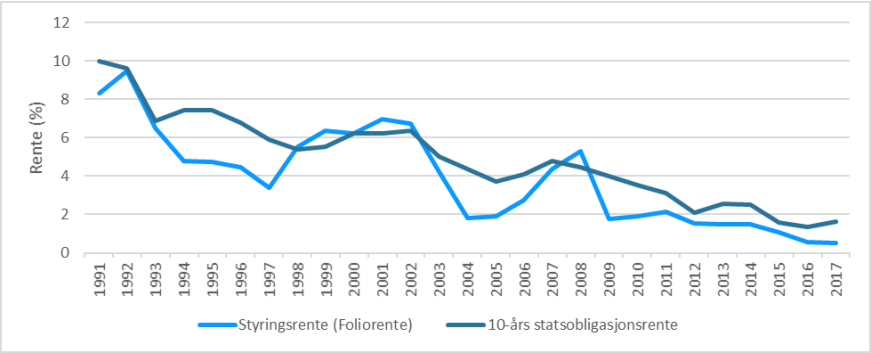
ettersom Norges Bank forventer en relativt lineær økning i styringsrenten (Norges bank, 2018). Renten korrigeres for en gradvis reduksjon i skattenivået de neste tre årene.

Figur 8.1.1: Risikofri rente

Nortura	2018T	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
10-års norske statsobligasjoner	1,88 %	1,96 %	2,04 %	2,12 %	2,20 %	2,28 %	2,36 %	2,44 %	2,52 %	2,60 %	2,69 %
x Skatt (1-s)	77,00 %	78,00 %	79,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %
= Risikofri rente etter skatt	1,45 %	1,53 %	1,61 %	1,70 %	1,76 %	1,83 %	1,89 %	1,95 %	2,02 %	2,08 %	2,15 %

I avsnittet over er det argumentert for at statsobligasjonsrenten vil stige når styringsrenten stiger. Som det fremgår av figur 8.1.2 samvarierer ikke disse rentene perfekt, men trenden er tydelig den samme i begge og det derfor rimelig å underbygge en økning i statsobligasjonsrenten med en økning i styringsrenten.

Figur 8.1.2: Sammenheng mellom styringsrente og tiårige statsobligasjoner



Markedets risikopremie

Den historiske markedspremien er basert på Knivsflås implisitte beregninger[65]. De estimerte markedspremiene er relativt konsistente med PwCs undersøkelser de siste syv årene. Verken Knivsflå eller PwC estimerer fremtidig risikopremie. Damodaran (2017) sier at markedsrisikopremien synker i perioder med lav usikkerhet og øker i perioder med høy usikkerhet. Dette kan forklares med at investorene krever høyere avkastning når usikkerheten øker. Knivsflå[66] mener at dagens risikopremie er det beste estimatet på fremtidig risikopremie. PwCs undersøkelse har i samtlige år mellom 2012 og 2017 funnet at medianen av risikopremien investorene krever er 5,0 prosent (PricewaterhouseCoopers, 2017). Gjennomsnittet har i perioden variert mellom 4,9 prosent og 5,2 prosent.

[65] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

[66] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

Undersøkelsen avviker kun marginalt fra Knivsflås implisitte beregninger for den samme perioden. Dette tilsier at markedspremien har vært relativt stabil de siste årene, hvilket underbygger Knivsflås påstand om at dagens risikopremie er et godt estimat på fremtidig risikopremie.

Det kan også argumenteres for at det burde legges til grunn et lengre historisk perspektiv siden markedspremien i teorien skal estimeres for evig tid. Damodaran (2017) har beregnet implisitt markedsrisikopremie fra 1960 til 2016 til 4,14 prosent i USA. Dette tilsier at dagens markedsrisikopremie er høyere i et historisk perspektiv og at det kan være urimelig å legge 5,0 prosent til grunn for all fremtid. På den andre siden virker det lite hensiktsmessig å vektlegge historiske, amerikanske risikopremier over stabile, nyere risikopremier fra Norge.

Det er ønskelig med konsistens i kildebruk og forutsetninger for beregning av avkastningskrav. Det virker urimelig å legge til grunn en annen beregning av markedspremien i fremtiden enn historisk når mye tyder på at den historiske er rimelig. Det legges derfor til grunn en markedsrisikopremie på 5,0 prosent.

Egenkapitalbeta

I kapittel 6.5 ble gjennomsnittlig egenkapitalbeta over analyseperioden brukt til å finne Norturas netto driftsbeta. Det er ikke ventet særlige endringer i Norturas virksomhet i perioden fremover, og det er dermed lite som taler for at netto driftsbeta vil endre seg. Denne holdes derfor på samme nivå som i analyseperioden. For å beregne egenkapitalbeta for hvert år, under forutsetning om konstant netto driftsbeta, må forventet kapitalstruktur legges til grunn.

Illikviditetspremie

Det er i kapittel 6.5 argumentert for at det ikke bør tillegges noen illikviditetspremie for Norturas eiere selv om foretaket er lite omsettelig ettersom det er en integrert del av deres egen virksomhet. For minoritetene er det imidlertid lagt til en illikviditetspremie på to prosent ettersom datterselskapene også er lite omsettelige uten at disse er direkte integrert med eiernes egen virksomhet. Minoritetseierne har heller ikke kontroll over beslutningene i selskapet (datterselskapet), hvilket også taler for en premie. Det er ingen åpenbare grunner til at dette skal endre seg, og det anses dermed som rimelig å beholde illikviditetspremien på to prosent for minoritetene.

8.2 Netto finansielt gjeldskrav

For å unngå å repetere hele fremgangsmåten for å beregne netto finansielt gjeldskrav vises kun enkelte av stegene i utregningen. Det henvises til kapittel 6.5 for mer omstendelige beregninger. Endringer i forutsetningene fra analyseperioden til prognoseperioden vil imidlertid kommenteres.

Til grunn for beregningen av historisk netto finansielt gjeldskrav ligger en historisk kredittanalyse. Nortura ble i 2018 vurdert til BB. I det nøytrale scenariet vil Norturas finansielle situasjon være noe bedre enn dagens situasjon, og det er derfor rimelig med noe bedre kredittrating. Følgelig legges BB+ til grunn. Rating og tilhørende kredittrisikopremie vil imidlertid avvike i det optimistiske scenariet og i det pessimistiske scenariet. Avkastningskravet til gjelden må derfor differensieres mellom de ulike scenariene. Nortura kredittrates til BBB- i det optimistiske og BB i det pessimistiske scenariet. Dette gir opphav til kredittrisikopremier på rundt 1,30 prosent og 2,70 prosent, mens det for BB+ legges til grunn en premie på 2,00 prosent. Ved å vekte premiene slik scenariene vektes i kapittel 9 fremkommer en scenariovektet kredittrisikopremie på 2,00 prosent. Denne holdes konstant gjennom prognoseperioden ettersom Norturas finansielle situasjon forventes å være relativt stabil i hvert scenario.

Figur 8.2.1: Netto finansiell gjeldsbeta

Nortura	2018T	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansiell gjeldsbeta	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
x Finansiell gjeldsvekt	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
- Finansiell eiendelsbeta	0,43	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,65	0,65	0,65	0,65
x Finansiell eiendelsvekt	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
= Netto finansiell gjeldsbeta	**-0,11**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**	**-0,22**

Økningen i risikofri rente fører også til at kravene til finansielle eiendeler øker, og risikofri rente er dermed den primære driveren av økningen til det netto finansielle gjeldskravet.

Figur 8.2.2: Netto finansielt gjeldskrav

Nortura	2018T	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Krav finansiell gjeld	3,45 %	3,53 %	3,61 %	3,70 %	3,76 %	3,83 %	3,89 %	3,95 %	4,02 %	4,08 %	4,15 %
x Finansiell gjeldsvekt	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
- Krav finansielle eiendeler	3,65 %	4,75 %	4,82 %	4,91 %	4,98 %	5,04 %	5,11 %	5,18 %	5,25 %	5,32 %	5,39 %
x Finansiell eiendelsvekt	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
= Netto finansielt gjeldskrav	**3,37 %**	**3,04 %**	**3,13 %**	**3,21 %**	**3,27 %**	**3,34 %**	**3,40 %**	**3,46 %**	**3,52 %**	**3,59 %**	**3,65 %**

Som nevnt i avsnittet om egenkapitalbeta, holdes netto driftsbeta fast fra analyseperioden ettersom det ikke forventes endringer av betydning i Norturas virksomhet. Netto driftsbeta

forutsettes derfor å være 0,34 også i fremtiden. Egenkapitalbeta beregnes residualt med utgangspunkt i netto driftsbeta.

8.3 Egenkapitalkrav og netto driftskrav

I fremtidskravet må kapitalene vektes med virkelige verdier (Damodaran, 2012). For å kunne vekte med virkelige verdier må imidlertid virkelig verdi beregnes, hvilket ikke er mulig uten å vekte kapitalene med virkelig verdi. Penman (2013) foreslår en løsning på problemet ved å først bruke bokførte vekter for så å følge en konvergeringsprosess der verdiestimatet basert på bokførte vekter plugges som vekting av kapitalene i det neste verdiestimatet. Dette gjøres inntil verdiestimatet ikke lenger endrer seg for hvert steg. For å kunne gjennomføre konvergeringsprosessen må imidlertid avkastningskravene først beregnes basert på bokførte vekter og dette gjøres i det følgende:

Figur 8.3.1: Netto driftsbeta

Nortura	2018T	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalbeta	0,81	0,96	0,94	0,93	0,93	0,93	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98
x Egenkapital / IC	46,76 %	45,16 %	45,78 %	46,04 %	45,87 %	45,46 %	44,89 %	44,43 %	43,93 %	43,46 %	42,93 %
+ Minoritetsbeta	0,81	0,96	0,94	0,93	0,93	0,93	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98
x Minoritet / IC	2,70 %	2,81 %	2,99 %	3,17 %	3,35 %	3,52 %	3,68 %	3,84 %	3,99 %	4,14 %	4,29 %
+ Netto finansiell beta	-0,11	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22	-0,22
x Netto finansiell gjeld / IC	50,55 %	52,03 %	51,23 %	50,79 %	50,78 %	51,03 %	51,43 %	51,73 %	52,08 %	52,41 %	52,79 %
= Netto driftsbeta	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,34**

Ettersom alle størrelsene som kreves for å kunne beregne det årlige egenkapitalkravet er kjent, beregnes dette med kapitalverdimodellen:

Figur 8.3.2: Egenkapitalkrav

Nortura	2018T	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente etter skatt	1,45 %	1,53 %	1,61 %	1,70 %	1,76 %	1,83 %	1,89 %	1,95 %	2,02 %	2,08 %	2,15 %
+ Egenkapitalbeta	0,81	0,95	0,93	0,92	0,92	0,93	0,94	0,94	0,95	0,96	0,97
x Markedsrisikopremie	5,07 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
= Egenkapitalkrav etter skatt	**5,53 %**	**6,28 %**	**6,26 %**	**6,30 %**	**6,36 %**	**6,46 %**	**6,57 %**	**6,67 %**	**6,78 %**	**6,89 %**	**7,01 %**

Det er ingen åpenbare grunner til at forholdene som lå til grunn for illikviditetspremien på to prosent i de historiske avkastningskravene skal endre seg i fremtiden, og følgelig holdes illikviditetspremien fast på dette nivået.

Figur 8.3.3: Minoritetskrav

Nortura	2018T	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Majoritetskrav etter skatt	5,53 %	6,28 %	6,26 %	6,30 %	6,36 %	6,46 %	6,57 %	6,67 %	6,78 %	6,89 %	7,01 %
+ Likviditetspremie	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
= Minoritetskrav etter skatt	**7,53 %**	**8,28 %**	**8,26 %**	**8,30 %**	**8,36 %**	**8,46 %**	**8,57 %**	**8,67 %**	**8,78 %**	**8,89 %**	**9,01 %**

Ettersom netto finansielt driftskrav, egenkapitalkrav og minoritetskrav er beregnet kan netto driftskrav beregnes for prognoseperioden. Netto driftskrav forventes å stige noe gjennom perioden, hvilket primært skyldes økende risikofri rente. Ettersom netto driftsbeta holdes konstant er de årlige endringene relativt små.

Figur 8.3.4: Netto driftskrav (WACC)

Nortura	2018T	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav etter skatt	5,53 %	6,28 %	6,26 %	6,30 %	6,36 %	6,46 %	6,57 %	6,67 %	6,78 %	6,89 %	7,01 %
x Egenkapital / IC	0,468	0,452	0,458	0,460	0,459	0,455	0,449	0,444	0,439	0,435	0,429
+ Minoritetskrav etter skatt	7,53 %	8,28 %	8,26 %	8,30 %	8,36 %	8,46 %	8,57 %	8,67 %	8,78 %	8,89 %	9,01 %
x Minoritet / IC	0,027	0,028	0,030	0,032	0,033	0,035	0,037	0,038	0,040	0,041	0,043
+ Netto finansielt gjeldskrav	3,37 %	3,04 %	3,13 %	3,21 %	3,27 %	3,34 %	3,40 %	3,46 %	3,52 %	3,59 %	3,65 %
x Netto finansiell gjeld / IC	0,506	0,520	0,512	0,508	0,508	0,510	0,514	0,517	0,521	0,524	0,528
= Netto driftskrav (WACC)	**4,49 %**	**4,65 %**	**4,72 %**	**4,79 %**	**4,86 %**	**4,94 %**	**5,01 %**	**5,09 %**	**5,17 %**	**5,24 %**	**5,32 %**

9. Fundamental verdsettelse

I dette kapittelet vil det beregnes et verdiestimat for Norturas egenkapital med utgangspunkt i de fundamentale forholdene ved foretaket. De fundamentale forholdene er representert gjennom fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Fundamental verdsettelse ble valgt som primærmetode i delkapittel 4.3. Her ble det også besluttet å benytte kontantstrøms-, superprofitt- og superprofittvekstmodeller for både egenkapital- og selskapskapitalmetoden.

Det presenteres først en verdivurdering basert på fremtidskrav med budsjetterte kapitalvekter fra fremtidsregnskapet. Disse verdiestimatene vil ikke gi sammenfallende estimater for egenkapital- og selskapskapitalmetoden ettersom kravene ikke er basert på kapitalvekter som gjenspeiler virkelig verdi. For konsistens mellom verdiestimat fra egenkapital- og selskapskapitalmetoden gjennomføres derfor en stegvis konvergeringsprosess hvor virkelige kapitalvekter innarbeides. Deretter justeres verdiestimatet for konkursrisiko slik at det fremkommer et endelig fundamentalt verdiestimat. Avslutningsvis utarbeides en analyse av usikkerhet i verdiestimatet knyttet til sentrale forutsetninger og budsjettdrivere.

I litteraturkapittelet ble det gitt en introduksjon til valgte verdsettelsesmetoder. Noe supplerende litteratur vil bli presentert i forbindelse med beregningene i det følgende. Fremgangsmåten som benyttes i dette kapittelet er basert på Knivsflås stegvise tilnærming til fundamental verdsettelse[67], som igjen er basert på verdsettelseslitteratur fra blant annet Penman (2013).

Vekting av scenarier

Før verdsettelsen kan gjennomføres må scenariene som ble introdusert i begynnelsen av kapittel syv vektes. Det kan i denne sammenhengen være relevant at Norturas konserndirektør Arne Kristian Kolberg gikk av 21. november som følge av manglende resultatoppnåelse (Nortura SA, 2018). Det er ikke utpekt noen ny permanent konserndirektør, men Kolbergs avgang kan tolkes som at styret ønsker større handlekraft og kanskje også å endre kurs. Følgelig kan det argumenteres for at usikkerheten knyttet til Norturas utvikling øker i kjølvannet av avgangen.

[67] Basert på Kjell Henry Knivsflås fag MRR413A våren 2018

De viktigste forutsetningene i det nøytrale scenariet er likevel fortsatt vekst i dagligvarekjedenes egne merkevarer, opprettholdelse av overkapasiteten og dermed lave marginer, noe margineffekt som følge av annonserte kostnadskutt, synkende kjøttkonsum per person og befolkningsøkning i tråd med SSBs nøytrale scenario. Basert på den strategiske analysen fremstår disse utfallene som de mest sannsynlige. Selv om Kolbergs avgang øker usikkerheten knyttet til for eksempel kostnadskutt, er de fleste av usikkerhetskildene utenfor Norturas kontroll og hans avgang spiller for disse liten rolle. Det nøytrale scenariet vil derfor vektes tyngst.

Det optimistiske scenariet er basert på beste mulige utfall innenfor det som anses som rimelig sannsynlig for hvert usikkerhetsmoment. Scenariet legger til grunn lav (men fortsatt) vekst i dagligvarekjedenes egne merkevarer, marginal økning i kjøttkonsum per person, merkbar margineffekt som følge av kostnadskutt, noe økning i markedsandelene, bedre marginer som følge av reduserte reguleringslager og eventuelt bortfall av konkurrenter og befolkningsvekst i tråd med SSBs høyeste scenario. Dette scenariet er basert på endringer som hver for seg er forholdsvis sannsynlige, men som i sum er for positive til at dette scenariet kan vektes tungt.

Det pessimistiske scenariet legger til grunn synkende markedsandeler, fortsatt overkapasitet, synkende kjøttkonsum per innbygger, befolkningsøkning i tråd med SSBs laveste scenario, betydelige kostnadskutt med tilhørende margineffekt og sterk vekst i dagligvarekjedenes egne merkevarer. Tilsvarende som for det optimistiske scenariet er utviklingen for hvert enkelt usikkerhetsmoment rimelig, men samlet sett er forventningene for skjeve til at dette kan vektes tungt.

Oppsummert tilsier summen av positive og negative endringer i henholdsvis optimistisk og pessimistisk scenario at disse må tillegges begrenset vekt. Det virker ikke å være noe åpenbart grunnlag for å vekte det ene tyngre enn det andre. De vektes følgelig hver som 15 prosent sannsynlig, hvilket innebærer at det nøytrale scenariet vektes som 70 prosent sannsynlig.

9.1 Verdiestimat basert på prognostiserte kapitalvekter

Som omtalt innledningsvis vil ikke verdiestimatene ved selskaps- og egenkapitalmetoden være konsistente ved bruk av prognostiserte kapitalvekter. En verdivurdering basert på

prognosevektene er likevel nødvendig som utgangspunkt for en konvergeringsprosess basert på virkelige vekter. Følgelig vil verdiestimatene ved henholdsvis egenkapital- og selskapskapitalmetoden fastsettes i dette delkapittelet, før et endelig fundamentalt verdiestimat fastsettes i neste del. Det presiseres at de ulike modellene innenfor egenkapital- og selskapskapitalmetodene skal gi like verdiestimater også med budsjetterte kapitalvekter som utgangspunkt. Verdsettelsesmodellene som vises i det følgende er, med unntak av at verdien av minoritetsinteressene trekkes fra i selskapsmodellene, teoretisk identiske med dem som er vist i kapittel fire. Her vises modellene imidlertid på den formen som er benyttet i selve utregningen av henholdsvis egenkapital – og selskapsverdi, og denne avviker noe fra slik formlene er vist i kapittel fire.

Tabell 9.1: Begrepsoversikt

Hva	Beskrivelse	Hva	Beskrivelse
FCFE	Fri kontantstrøm til egenkapitalen	BVE	Bokført verdi av egenkapital
FCFF	Fri kontantstrøm fra drift	NI	Årsresultat
V_0	Verdi av egenkapital	IC	Investert kapital
EV_0	Verdi investert kapital	NOPAT	Driftsresultat etter skatt
t	Periode	VNIBL	Verdi netto rentebærende gjeld
T	Tidshorisont	VMI	Verdi minoritet
k_e	Avkastningskrav egenkapital	WACC	Netto driftskrav/vektet avkastningskrav
g	Vekstrate i terminalledd	ReOI	Superprofitt fra drift
RI	Superprofitt til egenkapital		

9.1.1 Egenkapitalmetoden

Som diskutert i delkapittel 4.1.1 er egenkapitalmetoden en direkte verdsettelsesmetode. Innenfor egenkapitalmetoden er det flere modeller, hvorav fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen vil bli benyttet i verdivurderingen av Nortura. Førstnevnte modell er i den omgrupperte kontantstrømoppstillingen identisk med dividendemodellen, altså er det ikke nødvendig å inkludere dividendemodellen av fullstendighetshensyn.

Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

FCFE-modellen innebærer at fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen (netto utbytte) diskonteres med avkastningskravet for egenkapitalen. Den frie kontantstrømmen til egenkapital er beregnet som i ligning én[68]:

[68] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A

(1) $$FCFE = NOPAT - \Delta IC + \Delta NFI - \Delta FA - \Delta NFE + \Delta FD$$

Basert på vektet kontantstrøm fra prognoseregnskapet beregnes kontantstrøm i perioden 2019-2028 som vist i tabell 9.1.1.1. Fra 2028 forutsettes det at Nortura går inn i en stabil vekstfase, hvor det forutsettes to prosent vekst i det uendelige. Denne vekstraten benyttes for samtlige modeller.

Nåverdien av egenkapitalen per 01.01.2019 fastsettes ved en to-stegs modell bestående av prognoseperiode og terminalledd. Formelen er uttrykt i ligning to. Som det fremgår av andre ledd i ligning to beregnes verdien av egenkapitalen i terminalleddet ved bruk av Gordons vekstformel[69]:

(2) $$V_0 = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e1}) *..* (1+k_{et})} + \frac{FCFE_{T+1}}{(1+k_{e1}) *..* (1+k_{eT}) * (k_e - g)}$$

Sammenfattet scenariovektet beregning av nåverdien av egenkapitalen er vist i tabell 9.1.1.1. Som det fremgår av beregningen er ca. 74 prosent av verdien knyttet til terminalleddet, hvilket kan forklares av relativt lav lønnsomhet tidlig i prognoseperioden og et lavt egenkapitalkrav.

Tabell 9.1.1.1: Fri kontantstrøm til egenkapital-modellen

Fri kontantstrøm til egenkapital (NOK 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	T	T+1	T+2
Fri kontantstrøm til egenkapital	-79 294	82 369	85 298	77 018	63 960	34 860	17 511	19 287	37 400	41 664	85 058	86 759	88 494
Egenkapitalkrav	5,93 %	6,01 %	6,10 %	6,16 %	6,23 %	6,29 %	6,36 %	6,42 %	6,49 %	6,55 %	6,55 %	6,55 %	6,55 %
Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,19	1,26	1,34	1,43	1,52	1,62	1,72	1,83	1,95	2,08	2,22
Nåverdi	-74 854	73 346	71 588	60 886	47 599	24 407	11 528	11 930	21 726	22 714	43 519	41 659	39 879

Nåverdi fra 2019 til T+1	*27,6 %*	356 048
Terminalverdi	*72,4 %*	934 071
Verdi av egenkapital		**1 290 120**

Det fremgår av beregningene at nåverdien av egenkapitalen er betydelig lavere enn den bokførte egenkapitalen. Dette skyldes at Nortura er forventet å ha en vedvarende strategisk ulempe, hvilket innebærer at egenkapitalrentabiliteten er lavere enn egenkapitalens avkastningskrav.

Superprofitt til egenkapital-modellen

Utgangspunktet for superprofittmodellen er at virkelig verdi av egenkapitalen er lik balanseført egenkapital i dag pluss nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Matematisk innebærer også denne tilnærmingen en to-stegs modell som vist i ligning tre.

[69] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

Ved konsistente kapitalvekter og forutsetninger er egenkapitalverdien ved denne tilnærmingen identisk som ved FCFE-modellen[70].

(3) $$V_0 = \mathrm{BVE}_0 + \sum_{t=1}^{T} \frac{RI_t}{(1+k_{e1}) *..* (1+k_{et})} + \frac{RI_{T+1}}{(1+k_{e1}) *..* (1+k_{eT}) * (k_e - g)}$$

Tabell 9.1.1.2: Superprofitt til egenkapital-modellen

Superprofitt til egenkapital metoden (NOK 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	T	T+1	T+2
Nettoresultat til egenkapital	63 640	136 371	140 595	134 296	122 713	94 963	82 639	89 334	112 819	104 406	155 572	158 683	161 857
Egenkapital (IB)	2 825 000	2 966 933	3 020 935	3 076 232	3 133 510	3 192 263	3 252 366	3 317 494	3 387 541	3 462 960	3 525 702	3 596 217	3 668 141
Egenkapitalkrav	5,93 %	6,01 %	6,10 %	6,16 %	6,23 %	6,29 %	6,36 %	6,42 %	6,49 %	6,55 %	6,55 %	6,55 %	6,55 %
Superprofitt til egenkapital	-103 910	-42 065	-43 652	-55 304	-72 436	-105 900	-124 100	-123 682	-106 876	-122 549	-75 495	-77 005	-78 545
Diskonteringsfaktor	1,06	1,12	1,19	1,26	1,34	1,43	1,52	1,62	1,72	1,83	1,95	2,08	2,22
Nåverdi av superprofitt	-98 093	-37 457	-36 636	-43 720	-53 907	-74 145	-81 695	-76 507	-62 085	-66 811	-38 627	-36 976	-35 396

Nåverdi fra 2019 til T+1	-669 683
Terminalverdi	-865 197
Balanseført egenkapital (IB)	2 825 000
Verdi av egenkapital	**1 290 120**

Superprofittvekst til egenkapital-modellen

Ved å benytte superprofittvekst til egenkapital-modellen beregnes egenkapitalverdien ved å kapitalisere nettoresultatet i år en pluss nåverdi av fremtidig vekst i superprofitt. Dette innebærer en omgruppering fra superprofittmodellen til supeprofittvekstmodellen. Den nye formelen er vist i ligning fire[71].

(4) $$V_0 = \frac{NI_1}{k_{e1}} + \frac{1}{k_{e1}} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta RI_t}{(1+k_{e1}) *..* (1+k_{et-1})} + \frac{\Delta RI_{T+2}}{(1+k_{e1}) *..* (1+k_{eT+1}) * (k_e - g)} \right)$$

Tabell 9.1.1.3: Superprofittvekst til egenkapital-modellen

Superprofittvekst til egenkapital metoden (NOK 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	T	T+1	T+2	T+3
Superprofittvekst til EK		61 878	-1 517	-11 531	-16 929	-33 104	-17 704	988	17 362	-14 956	47 495	-1 060	-1 081	-1 103
Diskonteringsfaktor		1,06	1,12	1,19	1,26	1,34	1,43	1,52	1,62	1,72	1,83	1,95	2,08	2,22
Nåverdi av superprofittvekst		58 413	-1 351	-9 678	-13 383	-24 636	-12 395	650	10 740	-8 688	25 893	-542	-519	-497
Nettoresultat i år 1	63 640													

Kapitalisert verdi av NR år 1	1 073 005
Kapitalisert superprofitt 2019 til T+2	421 899
Terminalverdi (Kapitalisert)	-204 784
Verdi av egenkapital	**1 290 120**

9.1.2 Selskapskapitalmetoden

Som omtalt i litteraturdelen er selskapskapitalmetoden en indirekte verdsettelsesmetode fordi egenkapitalen verdsettes ved å beregne selskapsverdien først. Egenkapitalverdien finnes så ved å justere for netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Koller m. fl., 2015). Dette er vist i ligning fem. Fri kontantstrøm fra drift-modellen, superprofitt fra drift-modellen og

[70] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

[71] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

superprofittvekst fra drift-modellen vil alle bli gjennomgått og skal alle gi samme verdi av egenkapitalen[72].

(5) $$V_0 = EV_0 - NFD_0 - VMI_0$$

Verdien av netto finansiell gjeld kan beregnes ved å diskontere kontantstrømmene med tilhørende avkastningskrav. Dersom prognostisert rentabilitet er lik fremtidskravet er det ikke nødvendig å diskontere kontantstrømmene ettersom verdien av netto gjeld i dag vil være lik bokført verdi i dag.

Verdsettelse av minoritet

For minoritetsinteressene er ikke rentabiliteten prognostisert å være lik fremtidskravet. Det innebærer at en separat verdsettelse av minoritet er nødvendig for å finne verdien i dag. For dette formålet er fri kontantstrøm-modellen benyttet. Dette innebærer at kontantstrømmen til minoritet neddiskonteres med minoritetskravet. Dette er vist i tabell 9.1.2.1.

Tabell 9.1.2.1: Minoritetsverdi

Minoritetsinteresser (NOK 1000)		2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	T	T+1	T+2
Fri kontantstrøm til minoritet		21 750	27 301	27 650	27 965	28 316	28 680	28 839	29 010	29 161	30 361	30 592	31 204	31 828
Avkastningskrav minoritet		6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %	6,13 %
Diskonteringsfaktor minoritet		1,0613	1,1264	1,1954	1,2687	1,3465	1,4291	1,5167	1,6097	1,7084	1,8131	1,9243	2,0422	2,1674
		20 494	24 238	23 129	22 042	21 029	20 069	19 014	18 022	17 070	16 745	15 898	15 279	14 685
Nåverdi fra 2019 til T+2	233 030													
Terminalverdi	377 270													
Verdi minoritetsinteresser	**610 300**													

Som det fremgår av verdsettelsen er nåverdien av minoritetene 610 millioner kroner. Dette skyldes at prognostiseringen legger til grunn en god utvikling for minoritetene. Utviklingen for datterselskapene forventes altså å være bedre enn for morselskapet. Dette forventes på grunn av datterselskapenes positive utvikling de siste årene, og fordi «Bruk hele dyret»-strategien mange av datterselskapene er basert på passer godt til «megatrendene» som er gjennomgått i delkapittel 5.1.3.

Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Fri kontantstrøm fra drift-modellen innebærer at fremtidige kontantstrømmer fra driften diskonteres med avkastningskravet for driften. Den frie kontantstrømmen fra driften er definert i ligning seks:

[72] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

(6) $FCFF =$ NOPAT− ΔIC

Nåverdien av egenkapitalen per 01.01.2019 fastsettes ved en lignende tilnærming som FCFE-modellen, men med andre kontantstrømmer og avkastningskrav. Formlene som er benyttet er vist ligning syv[73].

(7) $$EV_0 = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_1) *..* (1+WACC_t)} + \frac{FCFF_{T+1}}{(1+WACC_1) *..* (1+WACC_T) * (WACC - g)}$$

Indirekte beregning av egenkapitalverdien er vist i tabell 9.1.2.1. Som det fremkommer av egenkapitalberegningen avviker denne betydelig fra egenkapitalberegningen ved egenkapitalmetodene fordi Nortura har en høy andel netto finansiell gjeld.

Tabell 9.1.2.1: Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Fri kontantstrøm fra drift (NOK 1000)			2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	T	T+1	T+2
Fri kontantstrøm fra drift			-119 242	151 672	158 088	151 981	141 826	115 909	97 692	99 000	116 414	141 003	178 702	182 276	185 921
Diskonteringsfaktor			1,0448	1,0924	1,1431	1,1970	1,2541	1,3147	1,3791	1,4476	1,5203	1,5977	1,6791	1,7646	1,8545
			-114 134	138 843	138 291	126 971	113 091	88 162	70 836	68 391	76 572	88 251	106 426	103 293	100 253
Nåverdi fra 2019 til T+2	*22,8 %*	1 004 993													
Terminalverdi	*77,2 %*	3 406 354												3 406 354	
Verdi av netto driftskapital		**4 411 347**													
- Netto finansiell gjeld		3 054 029													
- Verdi minoritet		610 300													
Verdi av egenkapital		**747 017**													

Superprofitt fra drift-modellen

Også for superprofitt for drift-modellen er tilnærmingen lignende som for tilsvarende egenkapitalmetode. Modellen adderer fremtidig superprofitt fra drift med verdien av investert kapital i år null. Uttrykket for dette er vist i ligning åtte[74]:

(8) $$EV_0 = \mathrm{IC}_0 + \sum_{t=1}^{T} \frac{ReOI_t}{(1+WACC_1) *..* (1+WACC_t)} + \frac{ReOI_{T+1}}{(1+WACC_1) *..* (1+WACC_T) * (WACC - g)}$$

Beregningene av nåverdien av egenkapitalen ved superprofitt fra drift-modellen er vist i tabell 9.1.2.2. Verdiestimatet til egenkapitalen er identisk med beregningen vist i fri kontantstrøm fra drift-modellen.

[73] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

[74] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

Tabell 9.1.2.2: Superprofitt fra drift-modellen

Superprofitt fra drift metoden (NOK 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	T	T+1	T+2
Netto driftsresultat	186 517	267 193	276 377	274 509	267 509	244 480	237 013	248 843	277 748	275 219	329 544	336 134	342 857
- Netto driftskrav	4,48 %	4,56 %	4,64 %	4,71 %	4,77 %	4,84 %	4,90 %	4,96 %	5,03 %	5,09 %	5,09 %	5,09 %	5,09 %
x Netto driftskapital	6 041 029	6 346 789	6 462 309	6 580 598	6 703 126	6 828 809	6 957 380	7 096 700	7 246 542	7 407 877	7 542 094	7 692 935	7 846 794
= Superprofitt fra drift	-83 845	-22 289	-23 794	-35 332	-52 354	-85 713	-103 811	-103 307	-86 434	-102 066	-54 577	-55 669	-56 782
Diskonteringsfaktor	1,0448	1,0924	1,1431	1,1970	1,2541	1,3147	1,3791	1,4476	1,5203	1,5977	1,6791	1,7646	1,8545
Nåverdi av superprofitt	-80 253	-20 404	-20 814	-29 517	-41 747	-65 194	-75 272	-71 366	-56 852	-63 881	-32 503	-31 547	-30 618

Balseført netto driftskapital	6 041 029
Nåverdi fra 2019 til T+2	-589 352
Terminalverdi	-1 040 331
Verdi netto driftskapital	**4 411 347**
- Netto finansiell gjeld	3 054 029
- Verdi minoritet	610 300
Verdi av egenkapital	**747 017**

Superprofittvekst fra drift-modellen

I denne modellen beregnes verdien av egenkapitalen som den kapitaliserte verdien av netto driftsresultat (NOPAT) i år én addert med nåverdien av fremtidig vekst i superprofitt fra drift. Dette er vist i ligning ni[75].

(9) $$\mathrm{EV}_0 = \frac{NOPAT_1}{WACC_1} + \frac{1}{WACC_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta ReOI_t}{(1+WACC_1) *..* (1+WACC_{t-1})} + \frac{\Delta ReOI_{T+2}}{(1+WACC_1) *..* (1+WACC_{T+1}) * (WACC - g)} \right)$$

Verdiestimatet fra denne modellen er vist i tabell 9.1.2.3 og verdiestimatene er identiske med selskapsmetodene brukt over.

Tabell 9.1.2.3: Superprofittvekst fra drift-modellen

Superprofittvekst fra drift metoden (NOK 1000)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	T	T+1	T+2	T+3
Superprofittvekst fra drift		61 573	-1 466	-11 459	-16 874	-33 065	-17 679	982	17 327	-15 032	47 809	-764	-780	-795
Diskonteringsfaktor		1,0448	1,0924	1,1431	1,1970	1,2541	1,3147	1,3791	1,4476	1,5203	1,5977	1,6791	1,7646	1,8545
Nåverdi av superprofittvekst		58 936	-1 342	-10 024	-14 098	-26 365	-13 447	712	11 969	-9 888	29 923	-455	-442	-429
Netto driftsresultat år 1	186 517													

Kapitalisert verdi av NDR i år 1	4 167 585
Kapitalisert superprofitt 2019 til T+2	569 332
Terminalverdi (Kapitalisert)	-325 570
Verdi netto driftskapital	**4 411 347**
- Netto finansiell gjeld	3 054 029
- Verdi minoritet	610 300
Verdi av egenkapital	**747 017**

Delkonklusjon for verdiestimat basert på budsjetterte vekter

Foreløpige fundamentale verdiestimater for selskaps- og egenkapitalmetoder er oppsummert i tabell 9.1.2.4. Etter justering av selskapskapital for minoriteter og netto finansiell gjeld fremgår det at metodene gir forskjellige verdiestimater for egenkapital. Årsaken er bruk av budsjetterte kapitalvekter, og disse funnene er ikke uventet med tanke på at Nortura har en høy andel netto finansiell gjeld. I neste delkapittel vil de budsjetterte kapitalvektene erstattes med virkelige kapitalvekter for å konvergere verdiestimatene mot hverandre.

[75] Basert på Kjell Henry Knivsflås kurs MRR413A våren 2018

Det bemerkes at en stor andel av verdiene ligger i terminalleddet for de metodene der dette er beregnet. Ettersom disse kontantstrømmene ligger langt frem i tid er det også betydelig usikkerhet til verdiestimatet, hvilket vil bli adressert i delkapittel 9.3. For mange selskaper deles gjerne den totale egenkapitalen på antall aksjer for å finne et verdiestimat per aksje. I Nortura kan egenkapitalen deles på antall medlemsandeler eller medlemmer, men siden disse andelene ikke har noe omsettelig marked eller referansenivå anses ikke dette som hensiktsmessig.

Tabell 9.1.2.4: Verdiestimater med budsjetterte vekter

Metode	Egenkapitalmetode	Selskapskapitalmetode
Kontantstrøm	1 290 120	747 017
Superprofitt	1 290 120	747 017
Superprofittvekst	1 290 120	747 017

9.2 Verdiestimat basert på virkelige kapitalvekter

I kapittel 9.1 ble det med egenkapital- og selskapskapitalmetoden beregnet verdier på henholdsvis 1 290 120 og 747 017 ved bruk av budsjetterte vekter. Dette tilsvarer et avvik på 53,32 prosent. For å finne et endelig verdiestimat må disse estimatene konvergeres ved å benytte kapitalvekter basert på virkelige verdier.

9.2.1 Konvergeringsprosessen

I konvergeringsprosessen konvergeres de beregnede verdiestimatene basert på budsjetterte kapitalvekter mot et virkelig verdiestimat. Denne prosessen innebærer løpende justeringer av virkelig verdi for egenkapital og minoritet basert på gjennomsnittlig verdiestimat og avkastningskrav fra forrige steg. Dette medfører endret egenkapitalbeta fra steg til steg ettersom netto driftsbeta forutsettes konstant. I figur 9.2.1.1 tar steg én utgangspunkt i de prognostiserte kapitalvektene. Deretter følger ytterligere syv steg der justeringene oppdateres løpende før verdiestimatene konvergerer med et svært lite avvik.

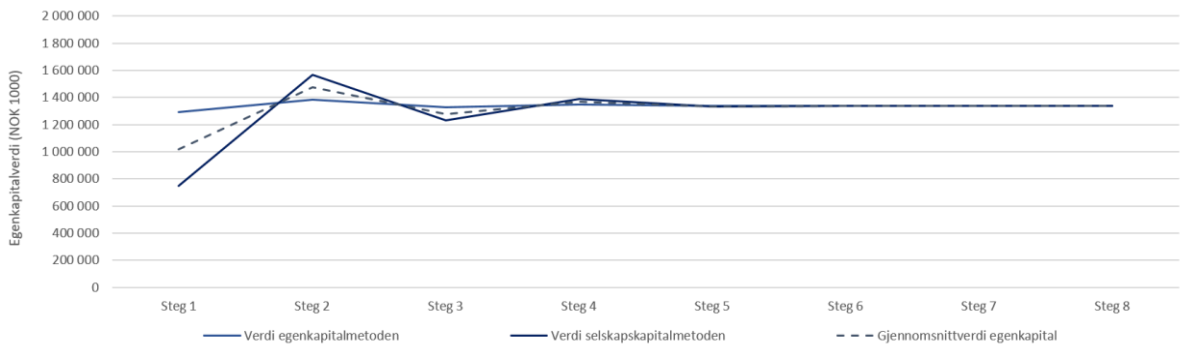
Tabell 9.2.1.1: Verdiestimater med virkelige kapitalvekter

Alle tall i NOK (1000)	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8
Verdi egenkapitalmetoden	1 290 120	1 385 016	1 325 033	1 346 143	1 335 741	1 336 893	1 336 245	1 336 252
Verdi selskapskapitalmetoden	747 017	1 565 553	1 232 013	1 389 706	1 330 778	1 337 940	1 336 174	1 336 269
Gjennomsnittverdi egenkapital	1 018 569	1 475 285	1 278 523	1 367 924	1 333 259	1 337 417	1 336 210	1 336 261
Avvik	53,32 %	-12,24 %	7,28 %	-3,18 %	0,37 %	-0,08 %	0,01 %	0,00 %

Figur 9.2.1.2 illustrerer hvordan konvergeringsprosessen gradvis reduserer avviket mellom selskaps- og egenkapitalmetoden steg for steg. I steg åtte oppnås endelig konvergert

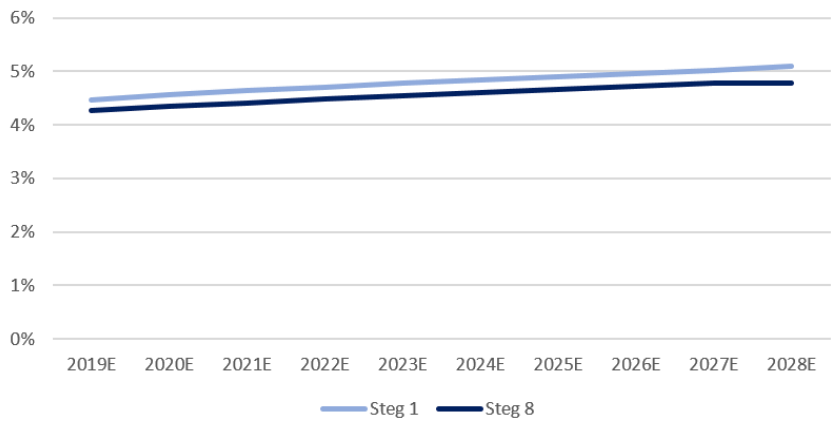
verdiestimat på 1 336 261. Det understrekes at dette er verdien av egenkapitalen tilhørende Norturas majoritetseiere, men av praktiske årsaker omtales verdien som egenkapital ellers i oppgaven.

Figur 9.2.1.2: Grafisk fremstilling av verdiestimater med virkelige kapitalvekter



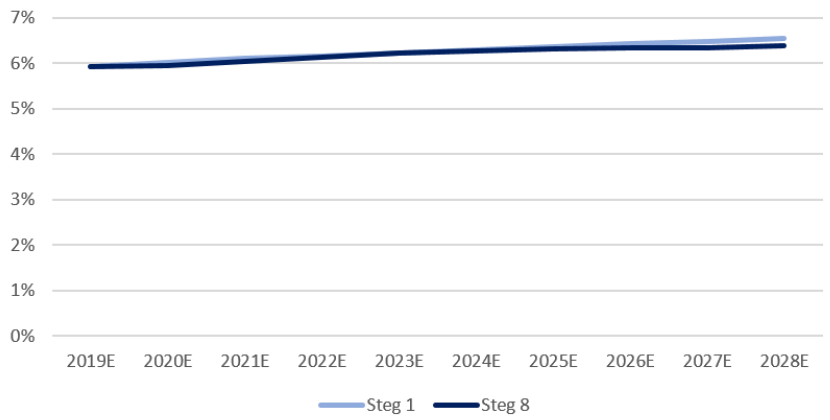
Det kan virke kontraintuitivt at det konvergerte verdiestimatet er høyere enn opprinnelig verdiestimat for både egenkapital- og selskapsmetoden. Forklaringen er at virkelige vekter gir en marginal reduksjon i egenkapitalbetaen. Som vist i figur 9.2.1.4 reduserer dette egenkapitalkravet, og reduksjonen i kravet øker verdien av egenkapitalen. Den betydelige økningen i selskapskapitalestimatet skyldes en vesentlig reduksjon i netto driftskrav. Netto driftskrav reduseres som følge av at virkelige kapitalvekter reduserer vektingen av egenkapitalkravet og øker vektingen av kravet til netto finansiell gjeld. Ettersom netto finansielt gjeldskrav er vesentlig lavere enn egenkapitalkravet, medfører endringen i vekting av kravene en reduksjon i netto driftskrav og en tilhørende økning i selskapsverdiestimatet. Reduksjonen i netto driftskrav er illustrert i figur 9.2.1.3.

Figur 9.2.1.3: Netto driftskrav



Hoveddriveren for endring i verdiestimatet er endring i netto driftskrav og egenkapitalkrav. Kravenes utvikling fra steg én til steg åtte er illustrert grafisk i figur 9.2.1.3 og 9.2.1.4.

Figur 9.2.1.4: Egenkapitalkrav



Som det fremgår av figur 9.2.1.4 er det en beskjeden reduksjon i egenkapitalkravet, hvilket forklarer hvorfor det konvergerte verdiestimatet avviker så lite fra egenkapitalestimatet med budsjetterte kapitalvekter.

Vurdering av verdiestimatet

Før usikkerheten i det konvergerte verdiestimatet analyseres kan det være nyttig å vurdere hvorvidt dette verdiestimatet er rimelig i lys av den strategiske regnskapsanalysen. En mulig tilnærming til dette er å benytte relativ prising, for eksempel en pris/bok-beregning der majoritetsverdien av bokført egenkapital per 31.08.2018 legges til grunn. Pris/bok (1 336 261 / 2 825 000) indikerer et forholdstall på 0,47. Dette er i tråd med funnene i den strategiske analysen og regnskapsanalysen, hvor det ble identifisert at bransjen vil ha en strategisk ulempe i fremtiden. Ettersom Nortura har en nøytral selskapsfordel blir foretaket skadelidende av bransjens utvikling.

9.2.2 Konkursrisiko og endelig verdiestimat

Konkursloven §§60 og 61 fastsetter at skyldnerens bo skal tas under konkursbehandling dersom skyldneren er insolvent. For å være insolvent må skyldneren ikke klare å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (illikvid), og eiendeler og inntekter antas ikke å kunne gi full dekning for skyldnerens forpliktelser (insuffisient)[76]. Ved eventuell konkurs vil eierne dermed ikke få tildelt dividende fra konkursboet og verdien av deres eierandel er

[76] Konkursloven annen del.

følgelig null. Dette vil være tilfellet også for Nortura ettersom det i delkapittel 6.4 ble konkludert med at Norturas likvidasjonsverdier ikke vil dekke utestående gjeld ved eventuelt mislighold (illikviditet).

I delkapittel 6.4 ble Nortura tildelt BB som syntetisk rating. BB-ratingen tilsvarer konkursrisiko på ca. 1,06 prosent de neste tolv månedene. Det vil være rimelig å hensynta denne risikoen i forventningsverdien til egenkapitalen, noe som ikke er gjort i den fundamentale verdivurderingen som forutsetter evig drift av foretaket. Justeringen gjøres i praksis ved å benytte følgende formel:

(10) $$Verdi\ av\ egenkapitalen = Verdi\ forutsatt\ evig\ drift \cdot (1 - sannsynlighet\ for\ konkurs)$$

Verdiestimatet vil dermed justeres 1,06 prosent ned for å hensynta Norturas konkursrisiko. Dette gir opphav til følgende verdiestimat:

Figur 9.2.2.1: Verdi av egenkapital (konkursjustert)

Alle tall i NOK (1000)	
Verdi egenkapital	1 336 261
x (1 - sannsynlighet for konkurs)	98,94 %
= Konkursjustert egenkapitalverdi	**1 322 096**

Det fundamentale verdiestimatet for egenkapitalen er altså 1 322 096 000 kroner. Begrunnelsen for å benytte tolv måneders konkursrisiko og ikke konkursrisiko for et lengre tidsrom er at dette er den praktisk enkleste måten å gjøre det på. Dersom en lengre periode legges til grunn vil ikke dagens verdi av foretaket for eierne være null i konkursscenariet fordi eierne i teorien kan motta dividende mellom i dag og konkurstidspunktet. Følgelig må det bestemmes en verdi av foretaket også i konkursscenariet, hvilket er vanskelig fordi det er knyttet usikkerhet både til foretakets levetid og omfanget av dividendeutbetalinger i et slikt scenario. Ettersom konkurssannsynligheten er justert for tidshorisonten, blir det teoretisk riktig å benytte tolv måneders konkursrisiko selv om verdsettelsen er basert på et evig drift-scenario.

9.3 Usikkerhetsanalyse

Det er hensiktsmessig å gjennomføre en analyse av usikkerheten i det utarbeidede verdiestimatet for å undersøke hvor robust det er. Usikkerheten er knyttet til prognostiserte tallstørrelser og kritiske forutsetninger. Formålet med usikkerhetsanalysen er å kartlegge

oppsiderisiko, nedsiderisiko og pålitelighetsintervaller, og få oversikt over påvirkningen enkelte verdi- og budsjettdrivere har på verdiestimatet.

Usikkerhetsanalysens sammenheng med scenariotilnærmingen

Det ble benyttet en scenariotilnærming i prognostiseringen, hvilket blant annet ble begrunnet med et ønske om å belyse usikkerhet knyttet til fremtidig vekst og lønnsomhet. Denne tilnærmingen aktualiserte usikkerheten gjennom tre utviklingsbaner for usikre budsjettdrivere. De tre scenariene ble imidlertid vektet for å beregne det endelige verdiestimatet. Dette innebærer at det endelige vektede verdiestimatet i realiteten inneholder like mye usikkerhet som en tilnærming basert på et enkelt scenario.

Ovennevnte risikoredegjørelse taler for at det er relevant å gjennomføre en usikkerhetsanalyse selv om scenariotilnærming har blitt benyttet. Den følgende usikkerhetsanalysen vil bli utarbeidet med utgangspunkt i det vektede scenariet ettersom dette er nødvendig for å knytte usikkerheten opp mot endelig verdiestimat.

9.3.1 Simulering

Det utarbeidede verdiestimatet kan omtales som et punktestimat (Kaldestad & Møller, 2016). Kaldestad & Møller (2016) foreslår å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet ved å konvertere punktestimater til stokastiske verdier, som ved gjentatte repetisjoner vil gi en fordeling av verdiestimatet. Et egnet simuleringsverktøy for dette formålet er Crystal Ball, en tilleggsapplikasjon til Excel som muliggjør integrasjon av usikkerhetsanalyse i en eksisterende verdsettelsesmodell. I det følgende vil betydningsfulle drivere indentifiseres før korrelasjon mellom disse diskuteres og beregnes. Avslutningsvis gjennomføres selve simuleringen.

Usikkerhetsanalyse ved hjelp av Crystal Ball gjennomføres ved en Monte Carlo-analyse. Dette innebærer at det må bestemmes en fordelingsfunksjon for hver usikkerhetsvariabel. Valg av fordeling for sensitivitetsanalyse er i stor grad basert på økonomisk intuisjon, ettersom den historiske perioden er for kort til fastsette frekvensfordelinger. Samme tilnærming gjelder for fastsettelse av øvre og nedre grense for de ulike driverne. Standardavvikene er beregnet med utgangspunkt i kalkulasjoner av historisk standardavvik for de variablene det er mulig, men justert for aktuelle forhold som er ventet å påvirke standardavviket i fremtiden.

Betydningsfulle drivere

Salgsinntektsvekst

Salgsinntektsvekst er inntektene fra kjernevirksomheten. Vanligvis vil salgsinntektsvekst være en viktig bidragsyter til resultatvekst ettersom salgsinntektsvekst ved konstante marginer skaper økte verdier for eierne. Norturas historiske marginer er imidlertid så lave at salgsinntektsvekst med konstante marginer i liten grad er egnet til å skape verdier for eierne. Med noe bedre marginer i fremtiden kan det imidlertid tenkes at salgsinntektsvekst i større grad vil bidra til verdiskaping, og det er følgelig nærliggende å inkludere salgsinntektsdriverne i usikkerhetsanalysen. Salgsinntektsvekst drives av vekst i volum og vekst i pris og endring av disse driverne analyseres i henholdsvis 2023 og i terminalleddet. Volumvekst kan skyldes vekst i markedet eller at Nortura vinner markedsandeler. Som forventningsverdier er estimatene som ble lagt til grunn i verdsettelsen benyttet. Normalfordeling er valgt ettersom det ikke er funnet rimelige grunner til at forventningsverdien som er benyttet skal avvike fra middelverdien i en normalfordeling. Følgende forutsetninger legges til grunn for inntektsvariablene:

Figur 9.3.1.1: Salgsinntektsvariabler

Inntektsvariabler	Forventningsverdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Prisvekst Nortura - 2023	1,50 %	0,48 %	Normalfordelt
Volumvekst Nortura - 2023	0,30 %	0,30 %	Normalfordelt
Prisvekst Nortura - terminalledd	2,00 %	0,48 %	Normalfordelt
Volumvekst Nortura - terminalledd	0 %	0,30 %	Normalfordelt

Netto driftsmargin

Nortura opererer i en bransje som typisk har lave marginer og høy omløpshastighet. Det følger at marginer er svært viktig for Norturas resultater og for å skape verdier for eierne, noe som også ble understreket av lønnsomhetsanalysen i delkapittel 6.6. Netto driftsmargin inkluderes derfor i usikkerhetsanalysen. En usikkerhetsvurdering av denne variabelen vil fange opp usikkerhet i driftskostnader, avskrivninger, skatt og tilknyttede selskaper. Blant disse er utviklingen i personalkostnader og varekostnader mest interessant.

Figur 9.3.1.2: Driftsmarginsvariabler

Marginvariabler	Forventningsverdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Gsn driftsmargin i år - 2023	1,03 %	0,40 %	Normalfordelt
Driftsmargin - terminalledd	1,13 %	0,40 %	Normalfordelt

Utvikling i investert kapital

Investert kapital ble prognostisert med utgangspunkt i salgsinntektsveksten ettersom det historisk har vært tett sammenheng mellom disse størrelsene. Dette innebærer at den allerede inkluderte salgsinntektsveksten er nært korrelert med veksten i investert kapital. Variabelen inkluderes til tross for denne problematikken, som blir omtalt ytterligere i påfølgende avsnitt om korrelasjoner. Finansielle poster inkluderes ikke fordi disse i fremtiden er ventet å være av mindre betydning enn driften.

Figur 9.3.1.3: Kapitalbindingsvariabler

Balansevariabler	Forventningsverdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Vekst i investert kapital - 2023	1,87 %	1,00 %	Normalfordelt
Vekst i investert kapital - terminalledd	2,00 %	1,00 %	Normalfordelt

Avkastningskrav

Ettersom avkastningskravet har stor betydning for verdiestimatet er det rimelig å inkludere også dette i usikkerhetsanalysen. Det utøves skjønn ved fastsettelsen av både risikofri rente, markedsrisikopremie og egenkapitalbeta, og disse parameterne vil derfor inngå i simuleringene. Netto driftsbeta kunne alternativt vært benyttet i stedet for egenkapitalbetaen med begrunnelsen at driftsbeta påvirker egenkapitalbeta og netto driftskrav. Driftsbetaen er imidlertid ikke benyttet ettersom utgangspunktet for beregning av netto driftsbeta i konvergeringen er beregnet egenkapitalbeta.

Figur 9.3.1.4: Andre kritiske variabler

Kritiske forutsetninger	Forventningsverdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Riskofri rente - 2023	1,83 %	U(1-4%)	Uniformt fordelt
Riskofri rente - terminalledd	2,15 %	U(1-4%)	Uniformt fordelt
Markedsrisikopremie (konstant)	5 %	U(4,5-5,5%)	Uniformt fordelt
Egenkapitalbeta	0,81	0,06	Normalfordelt

Korrelasjoner

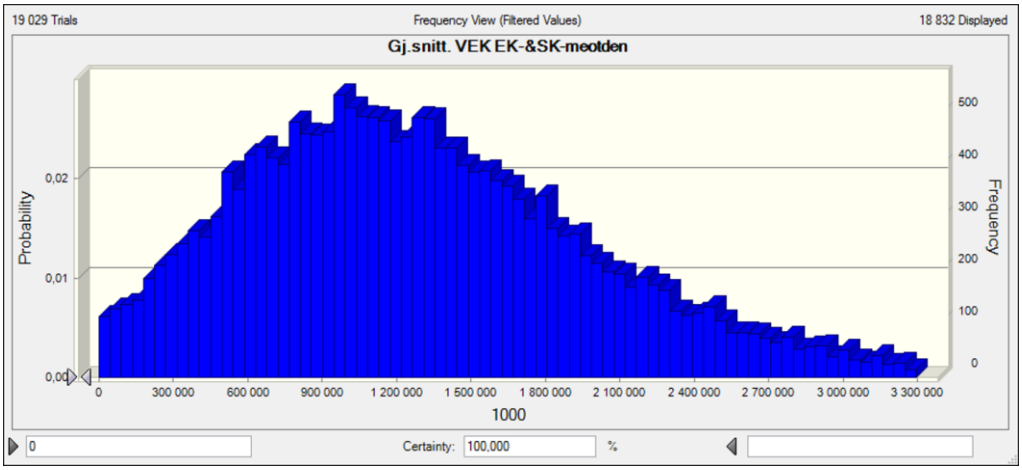
En forutsetning for Monte Carlo-analyse er at postene er stokastisk uavhengige. Hvis postene korrelerer er det nødvendig å inkludere effekten av dette (Drevland, 2013). Vekst i investert kapital og vekst i salgsinntekter antas å være korrelerte basert på figur 7.3.5. Den historiske korrelasjonen beregnes til 0,96 og legges til grunn i Monte Carlo-simuleringen.

Simuleringer

Monte Carlo-simuleringen er gjennomført i 20 000 trekninger for å få et tilstrekkelig stort utvalg. Intervallet for verdiestimatet er mellom null og fem milliarder kroner.

Argumentasjonen for å ekskludere negative verdier er at ingen av medlemmene i samvirkeforetaket vil ha personlige forpliktelser ved konkurs. Et annet poeng er at det allerede er justert for konkurssannsynlighet i verdiestimatet som benyttes i simuleringen. Dette medfører at det ville blitt gjennomført en konkursjustering på et allerede konkursjustert estimat ved å åpne for negative verdier.

Figur 9.3.1.6: Monte Carlo-simulering



Frekvensfordelingen fra simuleringen er vist i figur 9.3.1.6. Som det fremgår i tabell 9.3.1.7 er både gjennomsnittsverdi (1 291 706) og median (1 204 998) noe lavere enn verdiestimatet på 1 322 096. Det er benyttet normalfordeling for det fleste variablene, og disse kan ikke forklare avviket. Forklaringen er trolig at den uniforme fordelingen av risikofri rente gir noe høyere forventet risikofri rente i simuleringen enn det som er lagt til grunn i fremtidskravet. Dette medfører et noe lavere gjennomsnittlig verdiestimat.

Av figur 9.3.1.7 fremgår det at det er skjevhet i fordelingen på 0,73. Null representerer en perfekt normalfordeling (Keller, 2009). Skjevheten fremgår også relativt klart ved å studere figur 9.3.1.6 visuelt. Hovedårsaken til denne skjevheten er at den venstre halen avkortes som følge av at negative verdier ekskluderes.

Estimert prosentvis standardavvik er estimert til 55 prosent, og bekrefter at det er betydelig usikkerhet knyttet til det fundamentale verdiestimatet.

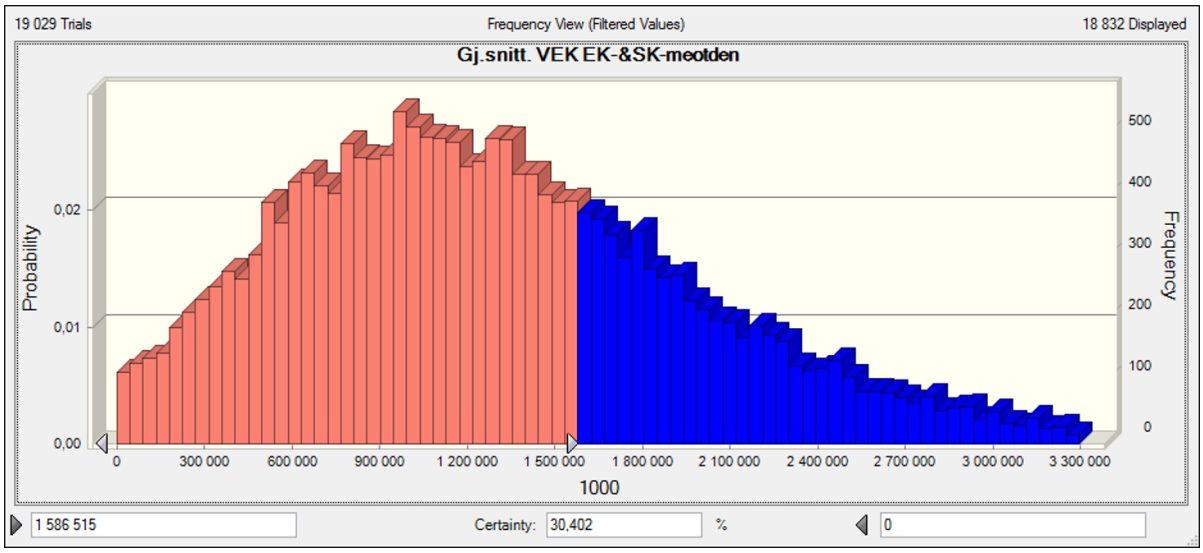
Tabell 9.3.1.7: Statistikk

Statistikk	Prediksjonsverdi	Statistikk	Prediksjonsverdi
Trials	19 029	Skewness	0,73
Base Case	1 322 096	Kurtosis	3,65
Mean	1 291 706	Coeff. of Variation	0,55
Median	1 204 998	Minimum	382
Standard Deviation	715 270	Maximum	4 993 992
Variance	516 611 276 964	Mean Std. Error	5 185
Filtered Values	971		

Videre kan simuleringen brukes til å kvantifisere oppsidepotensial og nedsiderisiko. I dette tilfellet simuleres en sannsynlighet for verdiestimater på henholdsvis over 120 prosent og under 80 prosent av det fundamentale verdiestimatet.

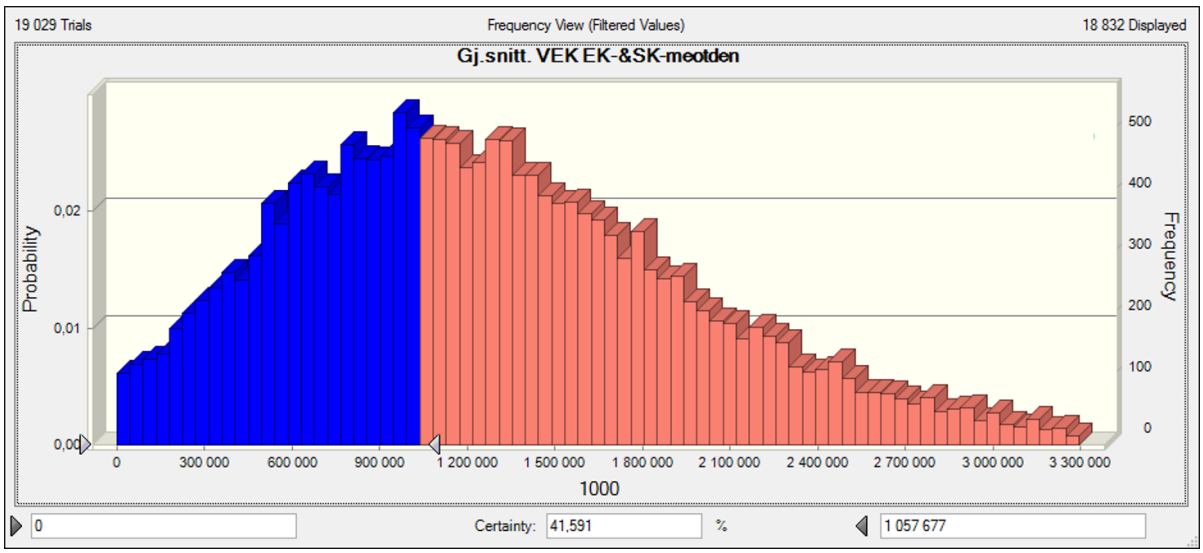
Verdien som utgjør 120 prosent av det fundamentale verdiestimatet er 1 586 515. Sannsynligheten for et verdiestimat høyere enn dette estimeres til 30,4 prosent. Dette er illustrert i figur 9.3.1.8.

Figur 9.3.1.8: Oppsidepotensial: Sannsynlighet for verdiestimat over 120% av base case



80 prosent av det fundamentale verdiestimatet utgjør 1 057 677. Som illustrert i figur 9.3.1.9 er sannsynligheten for et verdiestimat lavere enn denne verdien 41,6 prosent. Følgelig er nedsiderisikoen knyttet til verdiestimatet betydelig høyere enn oppsidepotensialet. Dette skyldes skjevheten i det simulerte estimatet som er omtalt over.

Figur 9.3.1.9: Nedsiderisiko: Sannsynlighet for verdiestimat under 80% av base case

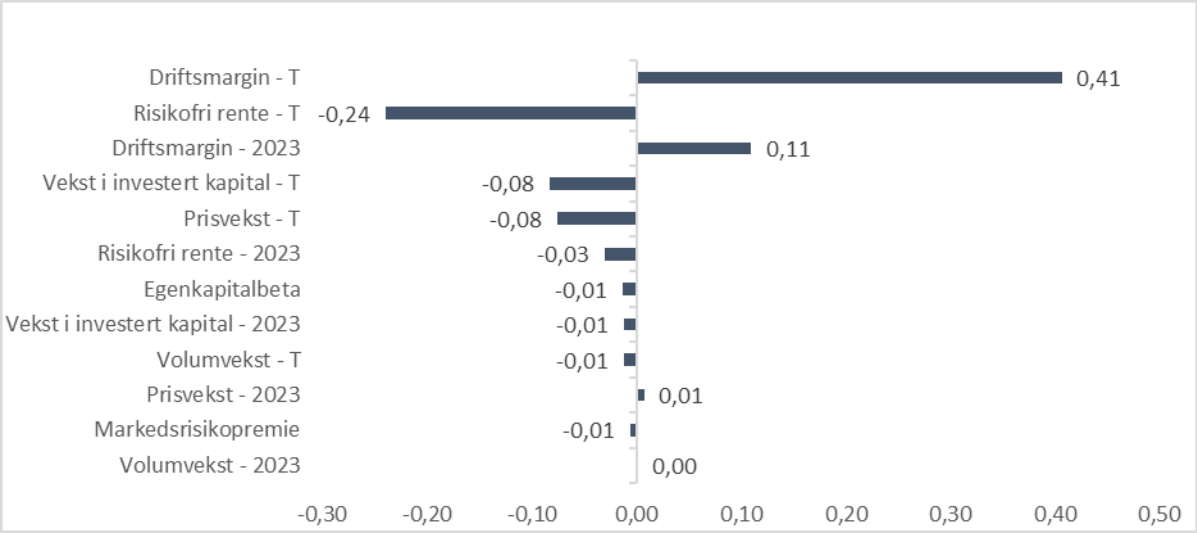


Avslutningsvis kan det være interessant å sammenligne konkurssannsynligheten ved simulering med konkurssannsynligheten som ble funnet i delkapittel 6.4 (1,06 prosent). I denne sammenligningen benyttes det fundamentale verdiestimatet før konkursjustering, og det åpnes for negative verdiestimater i konkurssimuleringen. Simuleringen estimerer at 4,63 prosent av utfallene vil gi negativ egenkapital. Sannsynligheten for negativ egenkapital er her tilsvarende sannsynligheten for konkurs, og siden denne sannsynligheten er høyere enn konkurssannsynligheten beregnet i delkapittel 6.4 kan dette være en indikasjon på at sistnevnte konkurssannsynlighet er noe lav. Avviket kan imidlertid skyldes at usikkerheten tillagt de stokastiske variablene i simuleringen er for høye. Det kan også skyldes at forhold som reduserer konkursrisiko, og som ble hensyntatt i kredittanalysen i kapittel 6.4 ikke er hensyntatt i simuleringene. Et slikt forhold er for eksempel at Nortura har betydelige utrukkede krediter. Disse forholdene taler for at en konkursrisiko på 1,06 prosent kan forsvares til tross for at usikkerhetsanalysen indikerer en konkursrisiko på 4,63 prosent.

Forklaring av usikkerhet i verdiestimatet

Ved bruk av en variasjonsanalyse kan det illustreres hvilke variabler som skaper variasjon i simuleringen. Variasjonen følger av hvor stor påvirkning variabelen har på verdiestimatet, men begrenses av forutsetninger knyttet til standardavvik og korrelasjon som er lagt til grunn i Monte Carlo-simuleringen.

Figur 9.3.1.10: Budsjettvariablers bidrag til varians



Driftsmarginsvariablene er bidrar i betydelig grad til varians i verdiestimatene. Dette henger sammen med at det historisk har vært store stanardavvik knyttet til driftsmarginene og at driftsmarginen er viktig for verdsettelsesestiamtet. Risikofri rente i terminalleddet genererer

også en vesentlig andel av variasjonen i verdiestimatet. Dette forklares av at utfallsrommet for risikofri rente åpner for store avvik fra den prognostiserte renten. Videre er det en klar trend knyttet til at variabler i terminalleddet forklarer en større andel av variasjonen enn tilsvarende variabler i prognoseperioden. Dette er rimelig ettersom kontantstrømmetodene i verdsettelsen indikerte at terminalleddet genererer større verdier enn prognoseperioden.

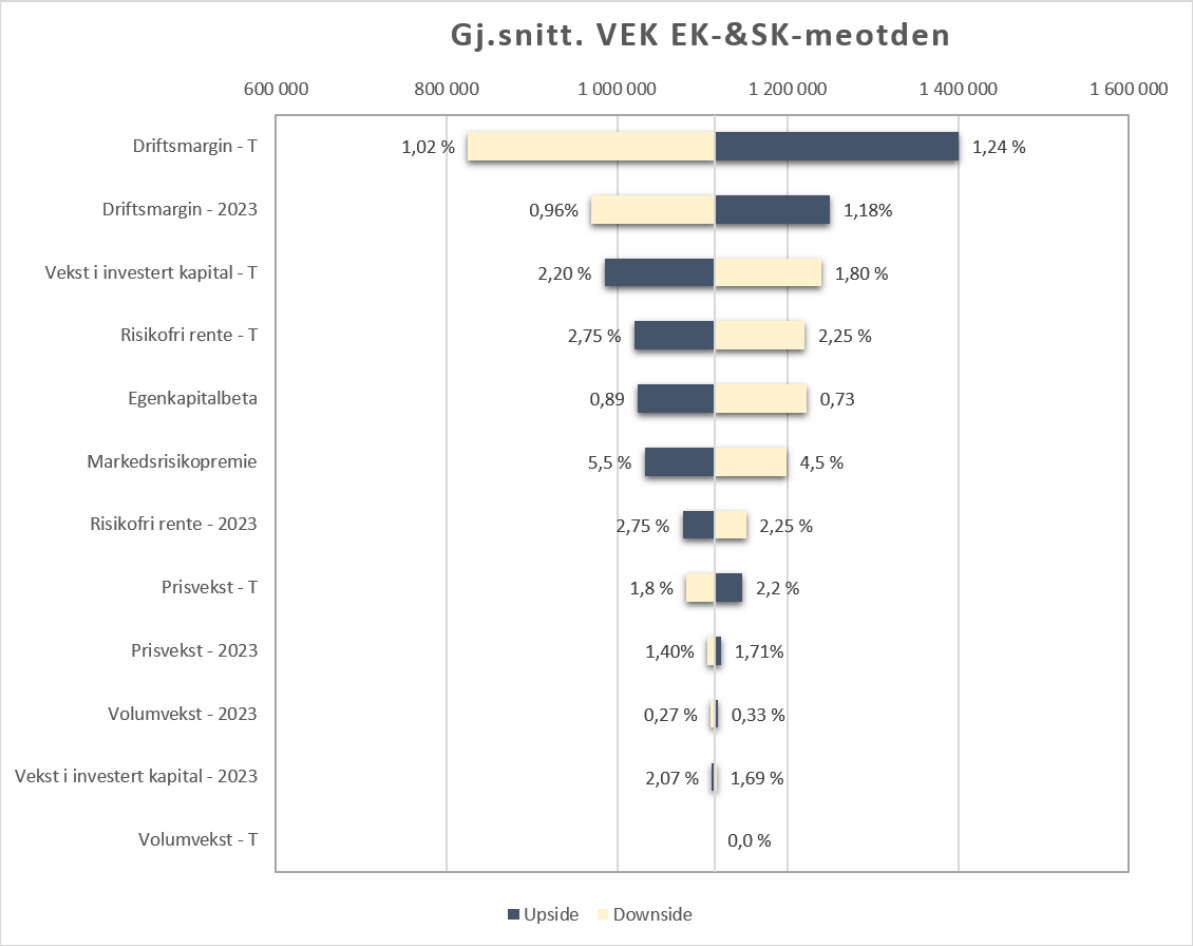
9.3.2 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse av vanlige variabler

For å synliggjøre usikkerheten knyttet til enkeltvariablenes påvirkningskraft på verdiestimatene er det være hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. For dette formålet benyttes de samme kritiske verdidriverne som ble valgt ut i simuleringen.

I figur 9.3.2.1 er variablene presentert i et tornadodiagram for å illustrere virkningen på verdiestimatet ved en ti prosent endring i en kritisk variabel, alt annet likt.

Figur 9.3.2.1: Nedsiderisiko: Sannsynlighet for verdiestimat under 80% av base case



Sensitivitetsdiagrammet viser at verdiestimatet er mest sensitivt for endringer i driftsmarginvariablene. Dette virker rimelig med utgangspunkt i driftsmarginens betydning i figur 6.6.1.6, og med bakgrunn i drøftelsen innledningsvis. Videre gir endringer i investert kapital i terminalleddet store utslag i verdiestimatet, hvilket understreker viktigheten av effektiv kapitalutnyttelse for Nortura. Deretter følger risikofri rente og egenkapitalbeta, to variabler som er av stor betydning for avkastningskravet. Det virker rimelig at variabler som påvirker avkastningskravet har stor effekt på verdiestimatene ettersom et lavt avkastningskrav innebærer at en liten endring i avkastningskravet påvirker verdiestimatet betydelig. Pris- og volumvariablene er av mindre betydning. Grunnen til at volumveksten i terminalleddet ikke gir utslag er at volumveksten er forventet å være null i terminalleddet.

9.4 Konklusjon fundamentalt verdiestimat og usikkerhet

Fundamental verdsettelse av Nortura SA gir et konkursjustert endelig verdiestimat på egenkapitalen på 1 322 096 000 kroner per 01.01.2019. Dette tilsvarer 46,8 prosent av den bokførte egenkapitalen per 31.08.2018. Siden markedsverdien er lavere enn bokført verdi, forventes det at Nortura i fremtiden vil ha en varig strategisk ulempe. Ettersom Norturas egenkapital ikke omsettes i et marked kan ikke den fundamentale verdien sammenlignes med en markedsverdi. Verdiestimatet vil derfor bli sammenlignet med prising av andre selskaper i kapittel ti.

Usikkerhetsanalysen viser at det hefter betydelig usikkerhet ved det endelige verdiestimatet. Særlig er det sårbart for endringer i driftsmargin. Også investert kapital i terminalleddet og forutsetninger knyttet til avkastningskravet medfører høy grad av usikkerhet. Simulering av tilfeldige utfall identifiserte større nedsiderisiko enn oppsidepotensiale. Det ble fastslått 41,6 prosent sannsynlighet for et verdiestimat lavere enn 80 prosent av det fundamentale verdiestimatet, mens tilsvarende sannsynlighet for en verdi høyere enn 120 prosent av egenkapitalestimatet var 30,4 prosent. Usikkerheten knyttet til det fundamentale verdiestimatet tilsier at det er hensiktsmessig med supplerende innsikt, og det gjennomføres derfor en komparativ verdivurdering i kapittel ti.

10. Komparativ verdivurdering

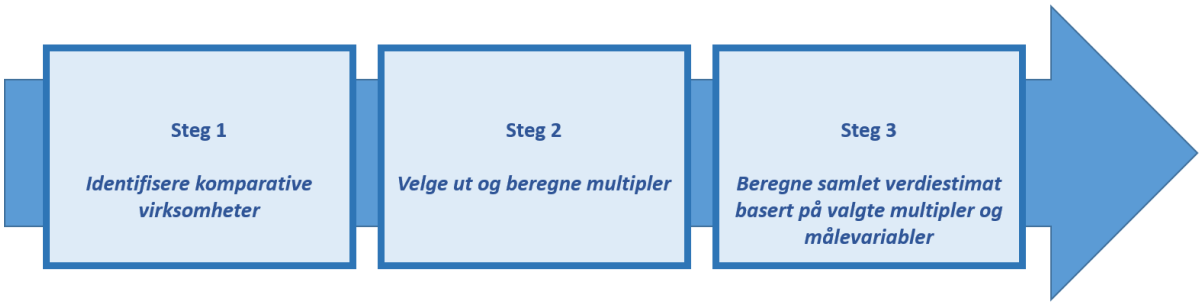
I kapittel ni ble det fastsatt et konkursjustert verdiestimat på Norturas egenkapital på 1 322 096 000 kroner. Usikkerhetsanalysen understreket imidlertid at estimatet er sensitivt for forutsetninger knyttet til driftsmargin, avkastningskrav og andre prognoseantagelser. Dette tilsier at det er hensiktsmessig å gjennomføre en komparativ verdivurdering for å øke det fundamentale verdiestimatets robusthet.

Komparativ verdivurdering er mye brukt i transaksjonsbasert verdsettelse i kjøtt- og videreforedlingsindustrien, gjerne som primærmetode istedenfor sekundærmetode (Capitalmind, 2017). Populariteten kan trolig forklares med at komparativ verdsettelse er en enkel og anvendelig metode å finne et verdiestimat på (Koller m. fl., 2015).

Tilnærming

Penman (2013) foreslår en tre-stegs tilnærming til komparativ verdsettelse. Steg én innebærer å identifisere komparative virksomheter, steg to består av å velge ut og beregne multipler og i steg tre beregnes et samlet verdiestimat basert på valgte multipler. Penman (2013) sin tilnærming vil med noen modifikasjoner bli benyttet i denne oppgaven. Modifikasjonene vil bli forklart fortløpende har sammenheng med at foretaket som verdsettes ikke er børsnotert.

Figur 10.1: Tilnærming til komparativ verdsettelse (Penman, 2013)



10.1 Identifikasjon av komparative virksomheter

Steg en innebærer å identifisere komparative selskaper (Penman, 2013). Det er tre mulige tilnærminger til for å velge disse.

Den første metoden innebærer å benytte Damodarans (2018) sektormultipler. Metoden fremstår som enkel og potensielt unøyaktig ettersom sektorene er bredt definerte og selskapene som inkluderes derfor driver med en rekke ulike aktiviteter. I mangel på en rendyrket kjøttforedlingsmultippel må en noe mer generell multippel benyttes, for eksempel ferdigmat. Det er ikke nødvendigvis slik at denne er representativ for Nortura og bruk av sektormultipler anses derfor som lite meningsfullt.

En mer hensiktsmessig tilnærming kan være å benytte komparative børsnoterte selskaper. I kapittel 2.4.3 om konjunkturfølsomhet er de finske selskapene HKScan og Atria identifisert som Norturas mest sammenlignbare, børsnoterte selskaper på bakgrunn av aktivitetene de driver med og Finlands landbrukspolitikk. Bell Food Group er også identifisert som svært relevant. Det kan innvendes at tre selskaper er relativt lite og at prisingen av selskapene i Finland og Sveits ikke nødvendigvis er overførbar til et norsk selskap. For eksempel kan det være ulikheter knyttet til regnskapsspråk og forventinger om vekst og risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2016). I likhet med i Norge er bransjen i disse landene beskyttet (le News, 2018) (Pihl, 2003), hvilket øker selskapenes sammenlignbarhet. De finske selskapene HKScan og Atria har sunket kraftig på børsen de siste årene på grunn av svak lønnsomhet (Bloomberg) (Fortune, 2018). Dette har ført til betydelige endringer i flere multipler, hvilket tilsier at disse bør benyttes med varsomhet. På bakgrunn av den strategiske analysen kan det imidlertid se ut til at Nortura sliter med de samme problemene, og det er slik sett sannsynlig at deres multipler er representative for Nortura. Ettersom tre selskaper fremstår som et vel lite sammenligningsgrunnlag inkluderes også de europeiske kjøtt- og ferdigmatprodusentene L.D.C. Group og Ter Beke. Dette vil gi analysen økt robusthet selv om selskapenes aktivitetssett avviker noe mer fra Nortura enn HKScan, Atria og Bell Food Group.

Den siste tilnærmingen innebærer å ta utgangspunkt i transaksjonsverdier for private selskaper. Ved å legge til grunn transaksjoner for perioden 2014-2018 vil antall observerbare selskapspriser i analysen øke betraktelig, noe som vil styrke robustheten av multiplene som beregnes. En mulig svakhet ved å benytte transaksjonene over tid er at multiplene kan ha

endret seg gjennom perioden slik tilfellet er for finske selskapene. Denne potensielle ulempen anses imidlertid å oppveies av fordelene som følger av å ha flere observasjoner å ta utgangspunkt i.

Det beste grunnlaget for beregning av multiplene vurderes å være en kombinasjon av de to sistnevnte tilnærmingene. Dette innebærer å benytte både sammenlignbare børsnoterte selskaper og priser fra relevante private transaksjoner. Data for relevante, private transaksjoner gjennomført i Europa i perioden 2014-2018 er innhentet fra Mergermarket[77]. Antall selskaper med oppgitte transaksjonsverdier varierer noe for ulike multipler, og vil fremgå av de enkelte beregningene.

10.2 Valg og beregning av multipler

Steg to innebærer å velge og beregne multipler (Penman, 2013). Det vil beregnes et bransjegjennomsnitt for hver multippel og et tilhørende intervall for hver av dem. Deretter plasseres Nortura i dette intervallet basert på en skjønnsmessig vurdering.

De mest benyttede multiplene ble presentert metodisk i litteraturdelen og vil ikke bli repetert i dette kapittelet. For enkelte bransjer finnes i tillegg spesifikke multipler som er nyttige fordi de er svært betydningsfulle for aktørenes prestasjon, eksempelvis knyttet til antall kunder. Det er gjennom arbeidet ikke identifisert noen sektorspesifikke multipler som burde inkluderes for kjøtt- og videreforedlingsindustrien.

Valg av multipler er derfor i stor grad basert på diskusjonen knyttet til fordeler og ulemper med metodene i delkapittel 4.1.2. Dette innebærer at selskapsmultippelen EV/EBITDA foretrekkes som primærmultippel ettersom den hensyntar kapitalstruktur og utelukker ikke-operasjonelle elementer. Som sammenligningsgrunnlag vil EV/EBIT, EV/Sales, Price/Book og Price/Earnings benyttes. Multipler som ikke er nevnt er utelatt ettersom de anses som lite hensiktsmessige i dette tilfellet. Som følge av Norturas svake lønnsomhet i inneværende år vil ikke nødvendigvis en inntjeningsbasert multippel gi en meningsfull verdi for foretaket.

[77] Multiplene ble hentet fra transaksjonsdatabasen Mergermarket 18.10.18. Mergermarket er et medieselskap som leverer finansiell informasjon.

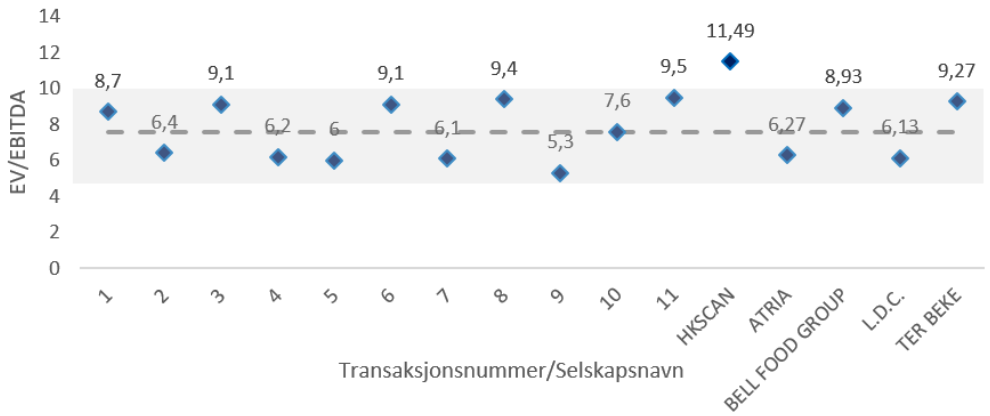
Dette gjelder kanskje spesielt P/E, men også EBITDA- og EBIT-multiplene påvirkes. Ved beregninger med disse multiplene vil det derfor bli diskutert hva verdiestimatet ville vært ved normaliserte resultater.

Selskapsmultipler

EV / EBITDA

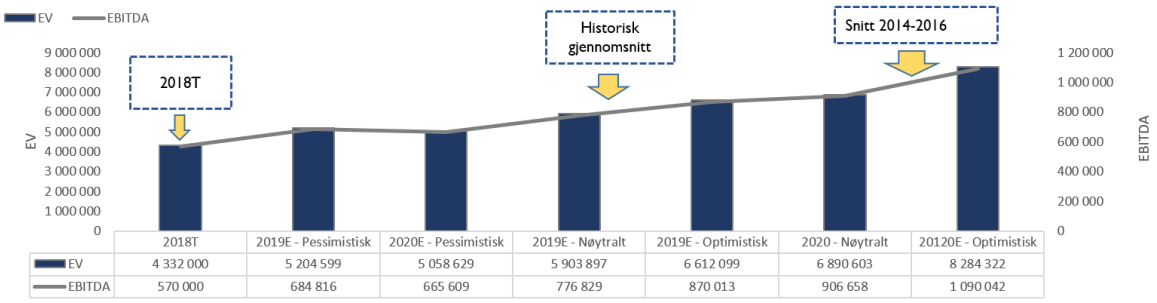
Figuren viser EV/EBITDA-multiplene til de elleve tilgjengelige transaksjonene i kjøtt- og videreforedlingsindustrien og de fem børsnoterte sammenligningsselskapene. Gjennomsnittlig EV/EBITDA estimeres til ca. 7,6. Tretten av fjorten verdier ligger i intervallet 5,3 til 9,5, hvor HKScan er det eneste selskapet som prises over 9,5.

Figur 10.2.1: EV/EBITDA



Det er ikke åpenbart hva som er en rimelig EBITDA å legge til grunn. For å illustrere usikkerheten knyttet til EBITDA-komponenten er følgende estimater beregnet med utgangspunkt i gjennomsnittlig bransjemultippel:

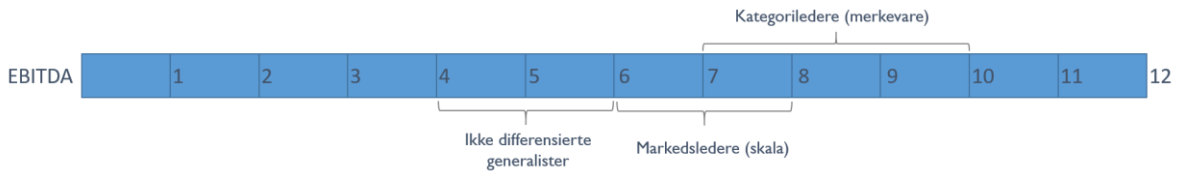
Figur 10.2.2: EV/EBITDA - sensitivitet med hensyn på EBITDA



	2018T	2019E - Pessimistisk	2020E - Pessimistisk	2019E - Nøytralt	2019E - Optimistisk	2020 - Nøytralt	20120E - Optimistisk
EV	4 332 000	5 204 599	5 058 629	5 903 897	6 612 099	6 890 603	8 284 322
EBITDA	570 000	684 816	665 609	776 829	870 013	906 658	1 090 042

Det er ikke åpenbart hvor i intervallet Nortura plasserer seg. Dette kan drøftes med utgangspunkt i kjøttprosesseringsrapportene fra finansinstitusjonen Capitalmind (Capitalmind, 2017). Capitalmind legger betydelig vekt på selskapets markedsplassering. Udifferensierte mellomstore selskaper er mest sårbare, mens aktører innen segmentene premium- og ferdigmat verdsettes noe høyere på grunn av bedre vekstutsikter i disse markedene. Best prising oppnår selskaper med ledende merkevarer eller aktører med skalafordeler store nok til å ekspandere til markeder utenfor hjemmemarkedet. Dette er illustrert i figur 10.4.

Figur 10.2.3: Capitalminds multippelintervaller



Kilde: Capitalmind, 2017

Nortura har markedets ledende merkevarer, men dagligvarekjedens egne merkevarer fører til at betydningen av disse er redusert og trolig vil reduseres ytterligere i årene fremover. Merkevarene taler likevel for prising i øvre del av intervallet ettersom dagligvarekjedenes egne merkevarer også har betydning internasjonalt (Wifstad m. f., 2018) og derfor med rimelighet kan antas å være hensyntatt av Capitalmind. Nortura er imidlertid ikke tilstede i raskt voksende segmenter eller i besittelse av skalafordeler og konkurranseevne til å ekspandere i eksterne markeder. Dette taler for at en prising opp mot ti ganger EBITDA blir noe høyt. På bakgrunn av disse momentene anses syv ganger EBITDA å være rimelig. Ved å legge til grunn estimert EBITDA i 2018T kalkuleres en selskapsverdi på 3,99 milliarder. Tilhørende egenkapitalverdi er 773 millioner. Usikkerheten knyttet selskapsverdiestimatet er illustrert i figur 10.2.4.

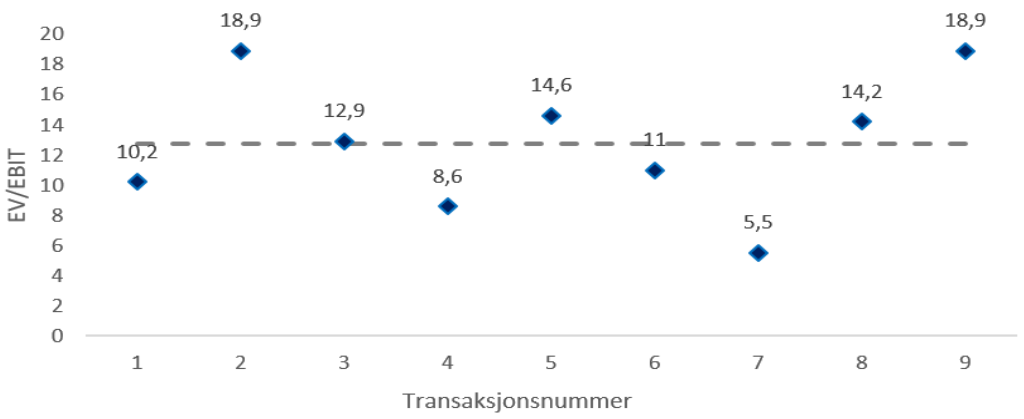
Figur 10.2.4: EV/EBITA - sensitivitetsmatrise

EBITDA / Multippel	200 000	300 000	400 000	500 000	600 000	700 000	800 000	900 000	1 000 000	1 100 000	1 200 000
4	800 000	1 200 000	1 600 000	2 000 000	2 400 000	2 800 000	3 200 000	3 600 000	4 000 000	4 400 000	4 800 000
5	1 000 000	1 500 000	2 000 000	2 500 000	3 000 000	3 500 000	4 000 000	4 500 000	5 000 000	5 500 000	6 000 000
6	1 200 000	1 800 000	2 400 000	3 000 000	3 600 000	4 200 000	4 800 000	5 400 000	6 000 000	6 600 000	7 200 000
7	1 400 000	2 100 000	2 800 000	3 500 000	4 200 000	4 900 000	5 600 000	6 300 000	7 000 000	7 700 000	8 400 000
8	1 600 000	2 400 000	3 200 000	4 000 000	4 800 000	5 600 000	6 400 000	7 200 000	8 000 000	8 800 000	9 600 000
9	1 800 000	2 700 000	3 600 000	4 500 000	5 400 000	6 300 000	7 200 000	8 100 000	9 000 000	9 900 000	10 800 000
10	2 000 000	3 000 000	4 000 000	5 000 000	6 000 000	7 000 000	8 000 000	9 000 000	10 000 000	11 000 000	12 000 000

EV / EBIT

Basert på noe færre observasjoner er EV/EBIT-multiplene beregnet til en gjennomsnittsverdi på 12,7. Som det fremgår av figur 10.6, er det større variasjon i selskapsverdiene når EBIT legges til grunn enn når EBITDA benyttes. Norturas plassering i multippelintervallet fastsettes ved samme tilnærming som for EV/EBITDA-multippelen. Dette gir en EV/EBIT på 12. Ved å benytte EBIT fra 2018T tilsvarende ti millioner fremkommer det en selskapsverdi på 120 millioner. Dette er et betraktelig lavere verdiestimat enn EBITDA-multippelen impliserte, og justert for netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser gir det en egenkapitalverdi på -3,1 milliarder. Historiske gjennomsnittsnivåer for EBIT (244 millioner) gir en selskapsverdi lik 2,93 milliarder og en tilhørende egenkapitalverdi lik -289 millioner.

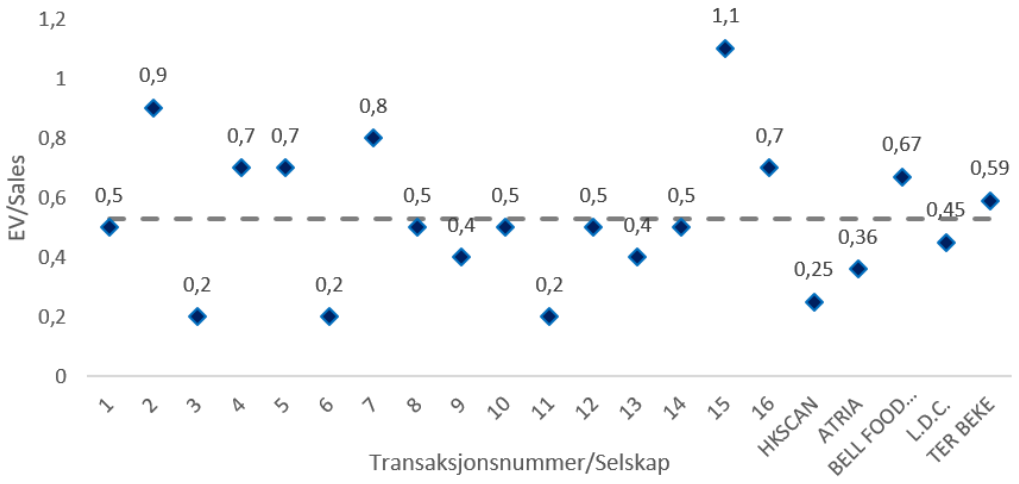
Figur 10.2.5: EV/EBIT



EV / Sales

EV/Sales benyttes primært i verdivurdering av oppstartselskaper, vekstselskaper eller såkalte «break-even»-selskaper (Koller m. fl. 2016) (Damodaran, 2012). Selv om multippelen vanligvis ikke brukes av modne selskaper og kritiseres for å være en unøyaktig verdidriver, (Kaldestad & Møller, 2016) kan den være et greit supplement til tidligere brukte metoder. Gjennomsnittlig bransjemultippel er 0,53, med et intervall fra 0,2 til 0,9 ekskludert utliggere. Ettersom Nortura har begrensede vekstutsikter og lave marginer er det rimelig å plassere foretaket i nedre del av intervallet. De to selskapene som ligner mest på Nortura, HKScan og Atria, omsettes til henholdsvis 0,25 og 0,36. Ved å legge til grunn en multippel på 0,4 og salgsinntekter for 2018T (som det ikke er særlig grunner til å justere), er estimert selskapsverdi 8,46 milliarder. Dette gir en egenkapitalverdi på 5 244 millioner, hvilket virker svært høyt. Årsaken til at estimatet er for høyt er at Nortura presterer svært lave marginer, og derfor tjener lite i forhold til omsetningen relativt til selskapene foretaket sammenlignes med her.

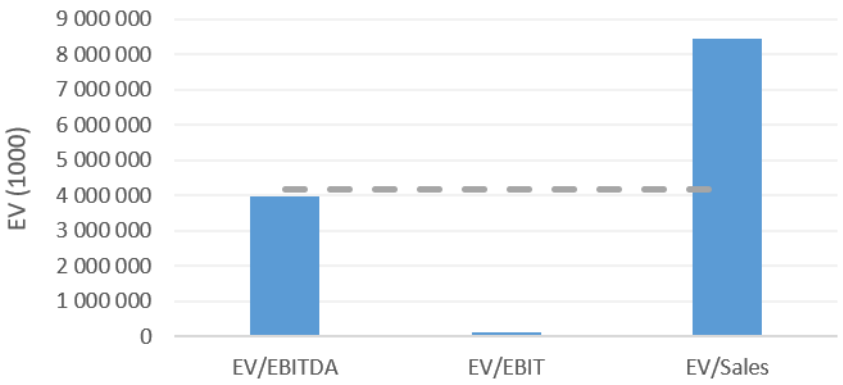
Figur 10.2.6: EV/Sales



Oppsummering selskapskapitalmultipler

Det er store forskjeller i de relative verdiestimatene basert på 2018T-verdier. Det er tidligere argumentert i favør av EV/EBITDA og denne multippelens estimat på 3,99 milliarder NOK vil benyttes som selskapsverdi i det videre. Det ville uansett gitt begrenset effekt å benytte gjennomsnittsverdien på 4,19 milliarder. Som beregnet over gir EV/EBITDA en verdi av egenkapitalen på 773 millioner.

Figur 10.2.7: Gjennomsnittlig selskapsverdi (2018T)



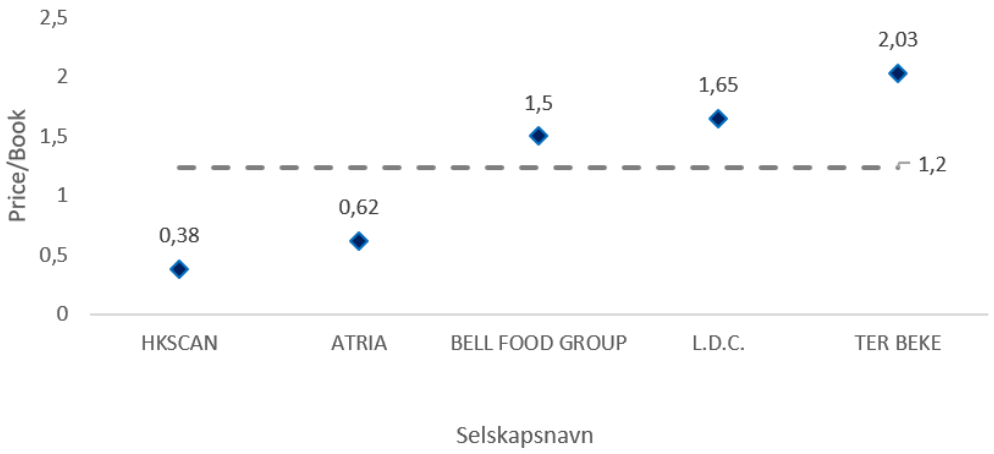
Egenkapitalmultipler

Price/Book

Price/Book-multippelen sammenligner markedsverdien av egenkapitalen med den bokførte verdien av egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). Dette innebærer en forutsetning om at forholdet mellom markedsverdien og den bokførte verdien av egenkapitalen skal være lik på

tvers av selskaper. Ettersom det er betydelige svakheter knyttet til bokført egenkapital er ikke dette nødvendigvis en god multippel[78]. Bokført egenkapital påvirkes av nedskrivninger, hensyntar ikke forskning – og utviklingskostnader og er sårbar for ulike regnskapsprinsipper mellom land. Ettersom omfanget av utviklingskostnader nok er begrenset i kjøttindustrien og Nortura ikke har foretatt betydelige nedskrivninger på en stund, er ikke nødvendigvis de førstnevnte problemstillingene relevante. Utfordringen knyttet til ulike regnskapsprinsipper er imidlertid svært relevant ettersom Nortura benytter GRS og dermed ikke samme regnskapsspråk som selskapene det sammenlignes med. På grunn av manglende datamateriale hos Mergermarket for Price/Book-multippelen, benyttes kun de børsnoterte selskapene i denne analysen. Av figur 10.2.8 fremgår det at de to rene kjøtt- og videreforedlingselskapene prises langt under bokført egenkapital, mens de tre aktørene med tilstedeværelse i ferdigmatsegmentet prises betydelig høyere. Norturas aktivitetssett ligger nærmest HKScan og Atria, og det er dermed rimelig å justere gjennomsnitt- og medianverdi i retning av disse. Ved å legge til grunn en Pris/Bok-multippel på 0,7 og egenkapital 2018T, kalkuleres en egenkapitalverdi på 1,98 milliarder.

Figur 10.2.8: Price/Book



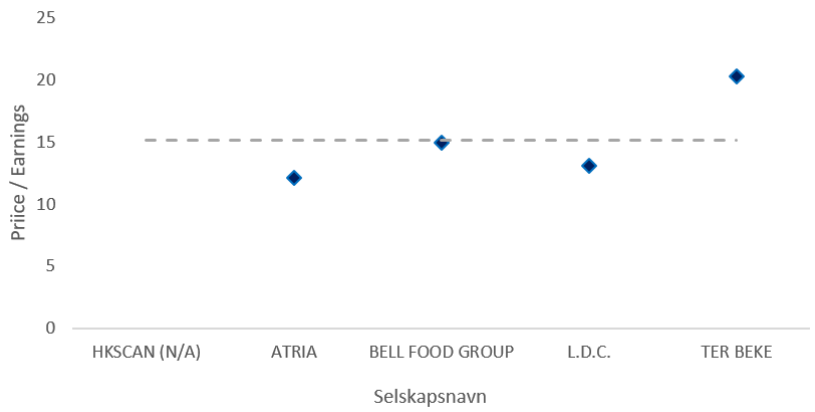
Price/Earnings

Inntjening (earnings) refererer her til resultat etter skatt. Dette er trolig den mest brukte multippelen i praksis (Kaldestad & Møller, 2016). Kaldestad & Møller (2016) mener Price/Earnings fungerer brukbart for selskaper i stabil vekstfase ettersom resultatet for disse selskapene er et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen og det kan gjøres grove betraktninger rundt kapitalkostnadene. Dette tilsier at multippelen er hensiktsmessig å

[78] Basert på Finn Kinserdals forelesninger i BUS424N våren 2018

benytte for Nortura, men i denne oppgaven vurderes svakhetene ved den som så betydelige at den likevel vil tillegges liten vekt. Årsresultat etter skatt inkluderer tilfeldige inntekter, nedskrivninger, ulik regnskapspraksis og andre engangsposter (Kaldestad & Møller, 2016). Følgelig er normalisering av resultatet en forutsetning for at multippelen skal kunne gi et rettvisende bilde. Det kan imidlertid være krevende å justere for blant annet ulike avskrivningstider, og det er dermed ikke gitt at normalisering vil gi et rettvisende bilde av årsresultatene. Svakheten knyttet til kapitalstruktur anses også som betydelig. To identiske selskaper kan ha forskjellig Price/Earnings-multippel hvis de har ulik gjeldsgrad eller lånebetingelser fordi gjeldsfinansiering og egenkapitalfinansiering påvirker resultat etter skatt ulikt (Kaldestad & Møller, 2016).

Figur 10.2.9: Price/Earnings



Med Norturas negative 2018T-resultat gir ikke multippelen noen meningsfull verdi. For et indikasjon på hvilken verdi Price/Earnings ville gitt i et normalår, kan det nevnes at historisk gjennomsnittsresultat og gjennomsnittlig multippel indikerer en egenkapitalverdi på 1,8 milliarder. Sensitivitet er illustrert i figur 10.2.10.

Figur 10.2.10: Sensitivitetsanalyse Price/Earnings

Earnings / Multippel	20 000	40 000	60 000	80 000	100 000	120 000	140 000	160 000	180 000	200 000	220 000
12	240 000	480 000	720 000	960 000	1 200 000	1 440 000	1 680 000	1 920 000	2 160 000	2 400 000	2 640 000
13	260 000	520 000	780 000	1 040 000	1 300 000	1 560 000	1 820 000	2 080 000	2 340 000	2 600 000	2 860 000
14	280 000	560 000	840 000	1 120 000	1 400 000	1 680 000	1 960 000	2 240 000	2 520 000	2 800 000	3 080 000
15	300 000	600 000	900 000	1 200 000	1 500 000	1 800 000	2 100 000	2 400 000	2 700 000	3 000 000	3 300 000
16	320 000	640 000	960 000	1 280 000	1 600 000	1 920 000	2 240 000	2 560 000	2 880 000	3 200 000	3 520 000
17	340 000	680 000	1 020 000	1 360 000	1 700 000	2 040 000	2 380 000	2 720 000	3 060 000	3 400 000	3 740 000
18	360 000	720 000	1 080 000	1 440 000	1 800 000	2 160 000	2 520 000	2 880 000	3 240 000	3 600 000	3 960 000

Oppsummering egenkapitalmultipler

Ved bruk av egenkapitalmultipler for 2018T estimeres gjennomsnittlig egenkapitalverdi for Nortura til 1,98 milliarder ved bruk av Price/Book. Price/Earnings er ikke tilgjengelig for

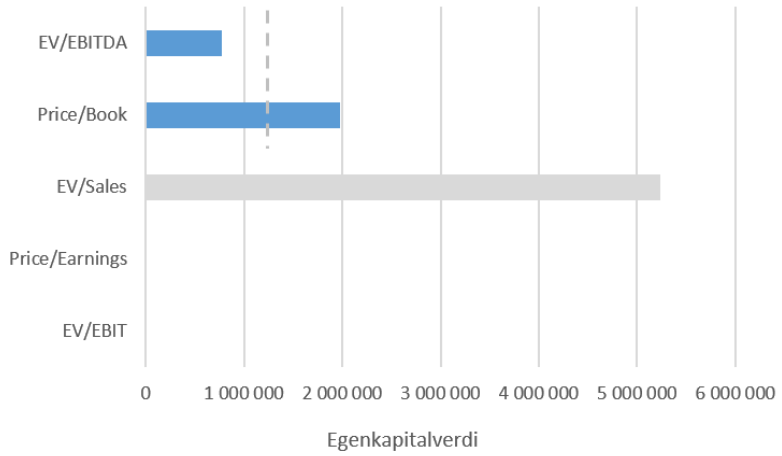
innværende år på grunn av negativt resultat. Egenkapitalestimatet ved Price/Book er hele 156 prosent høyere enn beregnet egenkapitalverdi ved bruk av EV/EBITDA, hvilket igjen illustrerer usikkerheten i estimatene.

Figur 10.2.11: Gjennomsnittlig egenkapitalverdi (2018T)

10.3 Beregning av samlet verdiestimat ved bruk av multipler

Beregning av samlet verdiestimat er steg tre i prosessen. Ved å trekke netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra selskapsverdiene kan disse sammenlignes med egenkapitalmultiplene. Siden 2018T legges til grunn når samlet verdiestimat skal fastsettes, ekskluderes Price/Earnings som følge av negativt resultat. EV/EBIT utelates fordi multippelen indikerer en negativ verdi av egenkapitalen på -3,1 milliarder. EV/Sales ekskluderes fordi multippelen er ansett som lite egnet for modne selskaper. Det har tidligere blitt argumentert for å tillegge EV/EBITDA høy vekt. Derfor er EV/EBITDA tillagt 70 prosent vekt og Price/Book 30 prosent. Dette gir et endelig komparativt verdiestimat på egenkapitalen på 1 134 329 000 kr.

Figur 10.3.1: Gjennomsnittlig egenkapitalverdi (NOK 1000 - 2018T)



10.3.1 Oppsummering og konklusjon

Det komparative verdiestimatet er 14,2 prosent lavere enn det fundamentale verdiestimatet og indikerer dermed at det fundamentale estimatet er noe høyt. I følge det komparative verdiestimatet er Norturas egenkapital verdt 40,2 prosent av bokført egenkapital per 31.08.2018. Dette impliserer at egenkapitalrentabiliteten vil være lavere enn egenkapitalkravet og støtter således konklusjonen om en fremtidig strategisk ulempe fra delkapittel 5.5.1.

Det understrekes at det er knyttet vesentlig usikkerhet til de komparative verdiestimatene. Usikkerheten skyldes betydelige endringer i bransjen i transaksjonsperioden 2014-2018 og potensielle avvik i aktivitetssett mellom Nortura og sammenligningsselskapene. Forskjeller mellom regnskapsspråk og ulik grad av subsidieordninger mellom land bidrar også til usikkerhet. 2018 er et meget svakt år for Nortura i historisk sammenheng, hvilket resulterer i lave verdiestimater for multiplene knyttet til resultatregnskapet. Siden det er ventet at Nortura presterer bedre i fremtiden, anses nedsiderisikoen som lavere enn oppsidepotensialet i det komparative verdiestimatet. Avslutningsvis understrekes det at siden Nortura i den komparative verdsettelsen sammenlignes med aksjeselskaper hensyntar heller ikke denne verdsettelsesmetoden samvirkespesifikke verdier, og estimatet er slik sett sammenlignbart med det fundamentale verdiestimatet.

11. Medlemsverdimodellen

11.1 Bakgrunn

I kapittel fire drøftes utfordringer knyttet til verdsettelse av samvirkeforetak i lys av samvirkeforetakets målsetting. Det er tilsynelatende uenighet i litteraturen hvorvidt det er rimelig å verdsette et samvirkeforetak ved hjelp av tradisjonell verdsettelsesmetodikk. Kritikerne begrunner sin skepsis til bruk av fundamentale verdsettelsesteknikker med at samvirkeforetak ikke er profittmaksimerende, og at det derfor blir meningsløst å måle verdiskaping med utgangspunkt i resultater og frie kontantstrømmer (Newman, 1999). Andre mener at samvirkeforetak priser sine tjenester til medlemmene markedsmessig (Reynolds, 2013), hvilket innebærer at fundamentale metoder kan være hensiktsmessig å bruke.

Oppgavens hypotese er i likhet med kritikerne av fundamentale metoder anvendt på samvirkeforetak, at Nortura driver med aktiviteter en profittmaksimerende aktør ikke ville drevet med, og at fundamental verdsettelse undervurderer medlemmenes verdi av foretaket. Dette problemet blir forsøkt løst ved å identifisere og kvantifisere eventuelle medlemsverdier for så å kapitalisere og addere dem til Norturas fundamentale verdi. Den samlede verdien vil være Norturas faktiske verdi for medlemmene.

Selv om medlemsverdimodellen, som ble gjennomgått i litteraturdelen i kapittel fire, i utgangspunktet skal hensynta medlemmenes verdi av å være en del av samvirkeforetaket, fremgår det ikke eksplisitt at den åpner for å korrigere for verdien av fordelaktige priser, rådgivningstjenester og andre ytelser. I denne oppgaven vil dette likevel gjøres, og det benyttes derfor en modifisert utgave av medlemsverdimodellen. Når medlemsverdimodellen omtales i det følgende er den som beskrevet i litteraturdelen med det tillegget at den også hensyntar kvantifiserbare ytelser til medlemmene. Medlemsverdier defineres som verdier som tilflyter foretakets medlemmer, og som skyldes en ytelse det ikke er rasjonelt for foretaket å tilby fra et profittmaksimerende perspektiv.

Med dette som utgangspunkt kan det virke rimelig å stille spørsmål ved de fundamentale analysenes relevans for Nortura. Det er imidlertid flere grunner til at de er relevante. For det første kan ikke medlemmenes samlede verdi for Nortura beregnes direkte, medlemsverdiene

må adderes til virksomhetens fundamentale verdi. For det andre avhenger metodespørsmålet av hva som er formålet med verdivurderingen. I dette tilfellet er verdivurderingsspørsmålet primært av teoretisk interesse, og det vil derfor være rimelig å inkludere medlemsverdiene. Dersom Nortura skal kjøpes opp av en industriell aktør stiller det seg imidlertid annerledes. Det er rimelig at aktøren er mest interessert i den fundamentale verdien av Nortura, og i så tilfelle vil nødvendigvis de fundamentale analysene være svært relevante. For det tredje er det interessant å sammenligne Norturas fundamentale verdi med medlemsverdien. Oppsummert kan det altså argumenteres for relevansen av både fundamental verdsettelse og medlemsverdiverdsettelse, hvilket nettopp er grunnen til at begge gjennomføres.

11.2 Diskusjon av medlemsverdier

I dette delkapittelet vil potensielle medlemsverdier bli drøftet, analysert og beregnet.

Noteoversikt

Note 1 – *Varekostnader*

Note 2 – *Rådgivningstjenester*

Note 3 – *Medlemsbutikker*

Note 4 – *Slakt til privat bruk*

Note 5 – *Livdyromsetning*

Note 6 – *Finansieringsløsninger*

Note 7 – *Demokrati*

Note 8 – *Et samvirkeforetaks funksjon i kjøttbransjen*

Note 9 – *Skattemessige forhold*

Note 1 *Varekostnader*

Hypotesen er at varekostnadene i Nortura er høyere enn de ville vært for et profittmaksimerende foretak. Dette anses som rimelig fordi verdiene som utbetales til eierne som varekostnader tilflyter eierne av samvirkeforetaket på samme måte som om de utbetales i form av utbytte. Det er derfor nærliggende å undersøke om prisene som betales fra Nortura til bøndene er høyere enn markedsprisene, og om en del av prisene i praksis er utbyttebetalinger. Ettersom både bondens salgsinntekter og etterbetaling fra Nortura

beskattes som næringsinntekt er det lite trolig at skattesystemet favoriserer en løsning over den andre.

For å kunne vurdere hvorvidt det er medlemsverdier innbakt i Norturas priser til leverandørene, er det nærliggende å sammenligne Norturas prisnivå med konkurrentenes. For at en slik sammenligning skal være meningsfull er det en forutsetning at konkurrentenes priser er markedsmessige. Denne forutsetningen er trolig oppfylt ettersom konkurrentene er aksjeselskaper og i teorien maksimerer profitt.

Det vil gjøres to typer prissammenligninger. Den første tar utgangspunkt i common size-analysen som ble vist i delkapittel 5.3, og viser varekostnadene på akkumulert nivå. Dette er en grov analyse, og brukes primært for å få en indikasjon på hvilke selskaper som har høye og lave varekostnader. I den andre prissammenligningen legges de ulike selskapenes prismodeller til grunn, og det beregnes avregningspriser for en besetning av svin og en besetning av småfe. Til tross for at det er enkelte utfordringer også ved en slik analyse vil denne vektlegges tyngst.

Prissammenligning basert på common size-analyse

Common size-analysen er vist i tabell 11.2.1[79].

Figur 11.2.1: Historisk common size-analyse av varekostnader

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nortura	66,7 %	67,4 %	69,2 %	70,0 %	71,2 %	71,9 %
Gjennomsnitt konkurrenter	69,9 %	69,7 %	71,6 %	70,1 %	70,2 %	70,5 %
Fatland	77,7 %	77,2 %	78,6 %	79,3 %	80,1 %	82,2 %
Nordfjord	73,9 %	73,8 %	77,1 %	77,7 %	77,4 %	77,3 %
Furuseth	76,3 %	76,0 %	75,5 %	79,1 %	78,3 %	78,1 %
Grilstad	65,7 %	63,6 %	65,1 %	60,3 %	59,6 %	59,1 %
Den Stolte Hane	65,5 %	61,5 %	56,1 %	62,0 %	68,1 %	66,8 %
Norsk Kylling	60,0 %	66,2 %	77,0 %	62,5 %	57,6 %	59,3 %

Ettersom varekostnadene i stor grad består av utbetalinger til leverandørene, vil de som andel av omsetningen være en indikator på hvordan Norturas priser er i forhold til konkurrentenes. Nortura har historisk hatt varekostnader litt lavere enn bransjesnittet i perioden 2012-2015,

[79] Tallene er hentet fra Proff Forvalt

mens de i 2016 og 2017 lå noe over bransjesnittet. Basert på dette kan det ikke avkreftes at Nortura betaler sine leverandører bedre enn markedspris. Nortura ligger imidlertid så mye som ti prosent under Fatland. Selv med analysens svakheter tatt i betraktning må dette kunne sies å trekke klart i retning av at Nortura ikke betaler høyere priser til sine medlemmer.

Prissammenligning basert på prismodeller

Det kan være nyttig å gjøre en sammenligning på mindre aggregert nivå. For å gjøre dette legges Norturas og Fatlands prismodeller for svin og småfe til grunn. En slik prissammenligning er relativt krevende. Dette skyldes at selskapenes prismodeller ikke er helt transparente og at flere av de private aktørene benytter en forhandlingsbasert komponent i sin prismodell. En sammenligning basert på offentlig tilgjengelige priser på selskapenes hjemmesider vil altså ikke hensynta forhandlingskomponenten hos de private aktørene. Sammenligningen vil likevel gi en indikasjon på om private selskaper betaler bedre enn Nortura før denne komponenten hensyntas.

Medlemsverdi med svinepris som eksempel

Med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon fra Nortura og Fatlands hjemmesider, og ved hjelp av noen forutsetninger, kan prisene for en eksempelbesetning med svin kalkuleres. I kalkulasjonene forutsettes det 230 årlige fødsler, samt en fordeling av leveransen på 800 slaktegris og 1 700 smågris. Det er også gjort forutsetninger om normale vektklasser og størrelser på leveransene. Ettersom avregningsprisen er tilnærmet lik for de to slakteriene, kan prisdifferansen beregnes ved å se på tilleggsytelsene hos aktørene.

Nortura og Fatland tilbyr tilsynelatende forskjellige tillegg, men Fatlands optitillegg tilsvarer Norturas kombitillegg ettersom begge tilleggene er basert på at grisen blir født og fôres opp samme sted. Av tabell 11.2.2 framgår det at Nortura betaler noe bedre enn Fatland før Fatlands optitillegg innregnes. Basert på samtaler med leverandører er optitillegget av en slik størrelsesorden at differansen etter optitillegget normalt er klart i favør av Fatland. Dette trekker i retning av at Norturas priser ikke er bedre enn konkurrentenes, og at prisene til leverandørene er markedsmessige (Fatland AS, 2018) (Nortura Medlem, 2018).

Figur 11.2.2: Gjennomsnittsvolumer for eksempelbesetning svin

	Fatland	Fatland pr. år	Nortura	Nortura pr. år
Antallstillegg min.56 stk./gang	kr.2,10 pr. kg kr. 168 pr. gris	134 400	kr.0,65 pr. kg. kr.52 pr. gris	41 600
Kombitillegg	-	-	kr.70 pr. gris	56 000
Optitillegg	Kan forhandles		-	-
Kvantumstillegg slaktegris	-	-	kr.50,- pr. gris	40 000
Antallstillegg smågris	kr.90 pr. gris	152 460	kr.45,-pr. gris	76 230
Kvantumstillegg smågris			kr.50,- pr. gris	85 000
Tilleggsytelser pr.år.		**286 860**		**298 830**

Medlemsverdi med småfepris som eksempel

Med utgangspunkt i at avregningsprisene for småfe er identiske for Nortura og Fatland, kan en sammenligning baseres på de tilleggene som ytes utover denne prisen. Dette gjøres med utgangspunkt i en normalbesetning på 65 årssøyer med gjennomsnittlig slaktevekt 18,9 kilo og gjennomsnittlige verdier for slaktedato, slakteklasse, fettklasse, årsleveranse og utrangering av mordyr (tabell 11.2.3). Antall leveringer per år forutsettes å være tre. Fatland har kvalitetstilleggene «Elitelam» og «Elitelam Pluss», mens Nortura har «Stjernelam» og «Gourmetlam». Med de ovennevnte forutsetningene lagt til grunn, estimeres totalt tillegg for Fatland å være 8 318 årlig (tabell 11.2.4) mot Norturas 4 758. Beregningene er før transportkostnader (tabell 11.2.5) (Fatland AS, 2018) (Nortura Medlem, 2018).

Tabell 11.2.3: Gjennomsnittsvolumer for gjennomsnittsbesetning småfe

	Levering 1		Levering 2		Levering 3		Totalt	
	Antall	Kg	Antall	Kg	Antall	Kg	Antall	Kg
Lam	25	473	50	945	34	643	109	2 061
Sau	4	160	0		19	760	23	920
Totalt	**29**	**633**	**50**	**945**	**53**	**1 403**	**132**	**2 981**

Tabell 11.2.4: Beregnet tillegg Fatland

Fatland (NOK)	Kr/kg	Beløp	Kr/kg	Beløp	Kr/kg	Beløp	Beløp per tillegg
Puljetillegg	1	633	2	1 890	2	2 806	5 329
Estimert bonus optilam	(Antar årsbonus kr 1 pr.kg lammekjøtt)						2 061
Estimert kvalitetstillegg							928
Sum tillegg							**8 318**

Tabell 11.2.5: Beregnet tillegg Nortura

Nortura(NOK)	Kr/kg	Beløp	Kr/kg	Beløp	Kr/kg	Beløp	Beløp per tillegg
Puljetillegg	10	290	20	1 000	20	2 060	2 350
Kvantumstillegg	Kr 0,80 pr.kg levert pr.år						2 385
Sesongtillegg							473
Stoppesats per levering		-150		-150		-150	-450
Sum tillegg							**4 758**

Dette er en relativt beskjeden forskjell som også kan bli redusert noe ved etterbetaling fra Nortura. Det bør altså tas et visst forbehold knyttet til hvorvidt det er Fatland eller Nortura som betaler best for småfe. Det er imidlertid klart at heller ikke dette eksempelet taler for at det er noen medlemsverdier i form av høyere priser ved å være medlem i Nortura.

Kylling, kalkun og egg

Det er ikke mottaksplikt for kalkun, kylling og egg. Dette innebærer at markedet for disse produktene fungerer noe annerledes enn for rødt kjøtt. Kontraktene er typisk lengre og bøndene har ikke den samme sikkerheten i at de alltid kan levere til Nortura dersom de ikke får kontrakt med noen andre (Juul-Hansen, 2016). Det er vanskelig å gjøre en analyse av prisene i disse segmentene, men det er ingen åpenbare grunner til at det vil være merpris for disse varene når det ikke er det for andre kjøttarter. Sistnevnte poeng gjelder også for storfeprisen, som ikke er eksemplifisert selvstendig.

Merpris gjennom nybrukerpakken

Nortura tilbyr gjennom «nybrukerpakken» en merpris på ca. to prosent i året. Dette er et tilbud til en produsent som starter med kjøtt- eller eggproduksjon (Nortura Medlem, 2017). Tilbudet kunne i utgangspunktet dannet grunnlag for medlemsverdier på linje med høyere priser, men ettersom Fatland har et tilsvarende tilbud kan det argumenteres for at dette er på linje med vilkårene i markedet.

Konklusjon om merverdier i form av priser

På grunn av mottaksplikten ville Nortura om de betalte høyere priser over tid trolig vinne hele markedet ettersom alle bønder kan få levert det kvantum de til enhver tid ønsker til en høyere pris enn markedet ellers tilbyr (gitt at det ikke flyter andre verdier enn varebetaling fra selskapet til bøndene hos konkurrentene). Derfor fremstår det relativt klart, både fra undersøkelsene og rent logisk, at Nortura ikke har eller kommer til å utbetale merverdier til eierne gjennom høyere priser enn sine konkurrenter. Av bransjeanalysen fremgår det også at Nortura fungerer som en slags prissetter i markedet og at prisen Nortura setter trolig brukes i prisfastsettelsen hos de andre aktørene.

Note 2 *Rådgivningstjenester*

Rådgivning har i mange år vært en del av totalpakken bøndene får som medlemmer av kjøtt- og eggsamvirket (Nortura SA, 2018). Nortura yter rådgivningstjenester til sine medlemmer innen drift, bygg, fôring, økonomi, husdyrkontroll og avl, gjennom sine tilførsel-, spesial- og

verdikjederådgivere. Som følge av at strukturen i landbruket har endret seg endrer også rådgivningen seg. Historisk har rådgivningen dreid seg om gårdsdrift, mens den de siste årene i større grad preges av hendelsesbaserte rådgivningstjenester. Hendelsesbasert rådgivning er rådgivning knyttet til smitteutbrudd, fôrkriser og andre hendelser som kan inntreffe (Nortura SA, 2018).

Finansiering av rådgivningstjenestene

Det har de siste årene vært diskutert internt i Nortura hvordan rådgivningstjenestene skal finansieres (Nortura SA, 2018). Per i dag er det meste av rådgivningstilbudet fellesfinansiert og følgelig en gratistjeneste for brukeren av rådgivningstjenesten. Dette ytes altså som et tjenestetilbud overfor medlemmene. En modell med mer brukerbetaling har vært diskutert, men ikke blitt innført så langt. Det eksisterer også noe egenbetaling på utvalgte tjenester i dag. Dette dreier seg typisk om spesialrådgivning av større omfang, der det er behov for spesialkompetanse[80]. Nortura fakturer i disse tilfellene en egenandel på 2 000 - 20 000 for annonserte rådgivningspakker (Nortura SA, 2018).

Verdi av rådgivningstilbud for Nortura

Det kan argumenteres for at rådgivningstilbudet har en verdi for Nortura som foretak. For eksempel bidrar rådgivningstilbudet til at Nortura får besøkt sine egne leverandører. Disse besøkene gir Nortura innsikt i dyrevelferd og produksjonskvalitet og fungerer slik som en kvalitetssikring av driften. Videre kan rådgivningen bidra til bedre avl, tiltak mot smitte og andre tiltak som fremmer Norturas lønnsomhet (Nortura SA, 2018).

Til tross for at rådgivningstjenestene trolig skaper verdier for Nortura, kan de også påvirke lønnsomheten negativt. Dette er tilfellet i perioder med overproduksjon ettersom rådgivernes bidrag til høyere produktivitet (f.eks. flere leverte per kull) fører til ytterligere overproduksjon, og dermed presser prisene ytterligere nedover (Nortura SA, 2018).

Medlemsverdien av rådgivningstjenestene

Som forklart i kapittelets introduksjon er medlemsverdier verdier som tilflyter foretakets medlemmer og som skyldes en ytelse det ikke er rasjonelt for foretaket å tilby fra et

[80] Basert på mailuteksling med Nortura

profittmaksimerende perspektiv. Det er ikke åpenbart hvorvidt rådgivningstjenestene oppfyller denne definisjonen eller ikke. Mot at rådgivningstjenestene er medlemsverdier kan det anføres at Nortura har en egeninteresse ved å tilby tjenestene og at også Fatland har et rådgivningstilbud til sine tilknyttede bønder. Dette tilsier at det fra et profittmaksimerende perspektiv er rasjonelt av Nortura å tilby rådgivningstjenestene, og det vil i så fall ikke være grunnlag for medlemsverdier selv om dette er verdier som tilfaller medlemmene som følge av medlemsytelser.

På den andre siden kan det argumenteres for at det er mindre rasjonelt for Nortura å tilby rådgivningstjenestene i dagens situasjon. Bransjen preges av overproduksjon, og flere typer rådgivningstjenester bidrar til å øke produksjonen, hvilket fører til ytterligere overproduksjon og svekket lønnsomhet for Nortura. Samtidig leverer Nortura svake resultater, og det er sannsynlig at en aktør som ikke hensyntok leverandørene sine på samme måte ville redusert omfanget av tjenestene for å kutte kostnader. Alle tjenestene er naturligvis ikke knyttet til økt produksjon, men når omfanget av rådgivningstjenestene opprettholdes i dagens situasjon tilsier det at hensynet til medlemmene har betydning og at det dermed kan være grunnlag for medlemsverdier. Hvis nettoeffekten av tjenestene er negativ for Nortura som foretak spiller det naturligvis ingen rolle at også Fatland tilbyr dem for hvorvidt det er tale om medlemsverdier.

Det finnes også andre argumenter for at rådgivningstjenestene gir opphav til medlemsverdier. Når Nortura tilbyr rådgivningstjenestene, svekker det resultatet med tjenestenes kostpris og kostpris blir dermed i praksis også kostnaden for bøndene. Dersom Nortura la ned rådgivningen ville de bøndene som trengte tjenestene måttet kjøpe dem til markedspris. Det er rimelig å anta at rådgivning i markedet prises med en betydelig profittmargin, og at det derfor er langt dyrere for bøndene enn at Nortura tilbyr det. Slik sett kan det argumenteres for at rådgivning ved å være medlem hos Nortura er underpriset også når kostnaden for foretaket hensyntas, hvilket tilsier at det er tale om medlemsverdier.

Det er imidlertid ikke åpenbart hvor stor andel av kostnadene til rådgivningstjenestene som kan regnes som medlemsverdier. Det kan argumenteres for at enkelte av rådgivningstjenestene alltid vil være rasjonelle å tilby, og disse vil ikke gi opphav til medlemsverdier. På den andre siden vil verdien av de tjenestene som gir opphav til medlemsverdier være hele kostnaden ved tjenesten pluss markedets profittmargin. Det følger

av dette at medlemsverdien av tjenestene ikke kan beregnes nøyaktig uten en detaljert oversikt over omfanget av de enkelte typene tjenester og markedets profittmargin. Dette er ikke tilgjengelig. Medlemsverdien settes i mangel av bedre estimater til halvparten av nettokostnaden ved rådgivningstjenestene. Nettokostnaden beregnes ved å trekke fakturerte egenandeler fra rådgivningskostnadene.

Nettokostnaden ved rådgivningstjenestene er beregnet ved å trekke fakturerte egenandeler (regnskap 2017) fra kostnadene (budsjett 2018).[81] Trailet kalkulering av disse verdiene for 2018 med fremtidsestimater for prognoseperioden er estimert i tabell 11.2.6. Driveren til rådgivningstjenestene er ventet å være lik den estimerte lønnsveksten for Norturas ansatte ettersom en stor andel av disse kostnadene er personalkostnader. Det forutsettes altså at Nortura verken vil redusere eller øke omfanget av tilbudet. Om lønnsomhetsproblemene i foretaket fortsetter er det imidlertid mulig at fremtidige kostnadskutt også vil omfatte rådgivningsavdelingen. Dette gir opphav til er feilmargin i beregningene.

Tabell 11.2.6: Beregnet medlemsverdi av rådgivningstjenestene

Alle beløp i NOK (1000)	2018T	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Kostnader rådgivning	-65 721	-65 721	-65 721	-67 036	-68 376	-69 744	-71 139	-72 562	-74 013	-75 493	-77 003
Beløp fakturert rådgivning	1 227	1 251	1 276	1 302	1 328	1 354	1 381	1 409	1 437	1 466	1 495
Nettokostnader rådgivning	-64 495	-64 470	-64 445	-65 734	-67 049	-68 389	-69 757	-71 152	-72 575	-74 027	-75 508
Medlemsverdi rådgivning	**32 247**	**32 235**	**32 222**	**32 867**	**33 524**	**34 195**	**34 879**	**35 576**	**36 288**	**37 013**	**37 754**

Note 3 *Medlemsbutikker*

Nortura har gjennom sine medlemsbutikker og fabrikkutsalg 20 steder hvor medlemmer og ansatte kan kjøpe Norturaprodukter. Dette er i hovedsak overskuddsvarer eller varer med kort holdbarhet, og de selges derfor til reduserte priser. Butikkene bidrar dermed til å selge unna varer med kort gjenværende holdbarhet (utgått liggetid på internt lager) og til å redusere mengden kasserte varer ved ekspedisjonene (Nortura Medlem, 2018). På den andre siden koster det penger å drive butikkene i form av personalkostnader, driftskostnader og bundet kapital. Akkumulert tapte Nortura 1,5 millioner på å drifte medlemsbutikkene i 2017[82]. Resultatet hensyntar ikke kapitalbinding.

[81] Inntekter og kostnader er her beregnet fra ulike år ettersom dette er tallene som er tilgjengelig. I praksis spiller det imidlertid liten rolle ettersom inntektene er meget små sammenlignet med kostnadene, og det er derfor er av liten betydning hvilket år de er hentet fra.

[82] Basert på tall fra mailutveksling med Nortura

For medlemmene er det åpenbart fordeler knyttet til medlemsbutikkene ettersom de gjennom utsalgene kan kjøpe kjøttprodukter til lavere pris enn i butikkene. Det er imidlertid en forutsetning for at det skal foreligge medlemsverdier at det ikke er rasjonelt å drive medlemsbutikkene fra et profittmaksimerende perspektiv. Følgelig kan det ikke foreligge medlemsverdier dersom butikkene gir forventet avkastning på kapitalen. Dette er tilsynelatende ikke tilfellet ettersom butikkene driver med underskudd, og medlemsbutikkene virker følgelig å gi opphav til medlemsverdier.

Det er rimelig å problematisere varekostnadene som legges til grunn i medlemsbutikkenes regnskaper. Et varelager skal vurderes til det laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi (netto realiserbar verdi) (Norsk regnskapsstiftelse, 2009), og under normale omstendigheter vil anskaffelseskost være det laveste. Det er imidlertid sannsynlig at varene som selges i medlemsbutikkene er nedskrevet, og at varekostnadene som legges til grunn er basert på varenes netto realiserbare verdi. Netto realiserbar verdi er salgsverdi minus nødvendige salgskostnader. En slik tilnærming tilsier at varenes margin i medlemsbutikkene blir svært lav, og det blir dermed vanskelig for å butikkene å drive med overskudd. Det kan også tenkes at varenes netto realiserbare verdi er lavere dersom de ikke selges i medlemsbutikkene, og at varekostnadene som belastes medlemsbutikkene er for høye fra et alternativkostnadsperspektiv. Dersom varekostnadene var satt lavere ville butikkene fått bedre resultater, og slik sett er det ikke åpenbart at det ikke er rasjonelt for Nortura å drive butikkene. Det er imidlertid ikke kjent hvordan varekostnadene settes, og det blir dermed mest nærliggende å legge det rapporterte resultatet til grunn og anta at butikkene er et tapsprosjekt for Nortura som foretak. Dette tilsier at det foreligge medlemsverdier.

Det understrekes at selv om det foreligger medlemsverdier er ikke medlemsbutikkene nødvendigvis lønnsomme for medlemmene. For at det skal være lønnsomt for medlemmene er det en forutsetning at Norturas eventuelle tap ved å drifte medlemsbutikkene er mindre enn medlemmenes gevinst ved å handle i utsalgene istedenfor i en vanlig butikk. Dersom Nortura taper mer enn medlemmene sparer vil det være bedre for medlemmene om butikkene legges ned og nettogevinsten utbetales i form av etterbetaling. Medlemsverdiene beregnes som verdiene som tilfaller medlemmene som følge av Norturas medlemsytelser, under forutsetning av at det ikke er rasjonelt å tilby ytelsene fra et profittmaksimerende perspektiv. Forutsetningen er oppfylt siden Nortura taper på å drive medlemsbutikkene. Siden det er verdien for medlemmene og ikke Norturas kostnader som legges til grunn for

medlemsverdiberegningen, påvirkes ikke omfanget av medlemsverdiene av størrelsen på Norturas økonomiske tap.

Beregning av medlemsverdier

Figur 11.2.7: Summert rabatt på solgte varer for alle Norturas medlemsbutikker (2017)

Konto	Post	Summert beløp
4370 I- Rabatt v/internt varekjøp		-kr 73 615 688

Som et utgangspunkt vil det være naturlig å regne årlig medlemsverdi som samlet, årlig besparelse for medlemmene ved å handle i medlemsbutikkene sammenlignet med vanlige butikker. Denne rabatten er oppgitt til ca. 73,6 millioner i 2017[83]. Det er imidlertid knyttet usikkerhet til hva rabatten er regnet i forhold til. Rabatten kan for eksempel være regnet i forhold til varenes pris i butikkene eller i forhold til prisen Nortura selger tilsvarende varer for til grossistene. Flere forhold taler imidlertid for at rabatten må justeres ned for å finne den faktiske medlemsverdien. Det er sannsynlig at deler av rabatten er gitt på kjøp til ansatte som ikke nødvendigvis er medlemmer. Varene har også avvik som gjør at de ikke kan selges i butikken, og det vil dermed være rimelig å redusere rabatten betydelig. Medlemsverdiene vurderes derfor til 50 prosent av den samlede rabatten. For fremtidsprediksjonene benyttes samme veksttakt som for rådgivningstjenestene. Dette gir opphav til følgende årlige medlemsverdier.

Figur 11.2.8: Beregnede medlemsverdier ved Norturas medlemsbutikker

Alle beløp i NOK (1000)	2018T	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Medlemsverdi medlemsbutikker	kr 36 808	kr 37 463	kr 38 130	kr 38 809	kr 39 500	kr 40 203	kr 40 919	kr 41 647	kr 42 389	kr 43 144	kr 43 912

Note 4 *Slakt til privat bruk*

Nortura har etablert en ordning som gjør det mulig for produsenter å ta hjem slakt fra egen produksjon. Det skilles mellom "returslakt" og "nisjeslakt". Returslakt er firbeinte slaktedyr som tas i retur til forbruk i egen husholdning. Dette kan gjøres for inntil 300 kilo per år for all dyreslakt. Hvis slaktet skal selges til andre, eksempelvis gjennom en gårdsbutikk, kategoriseres det som nisjeslakt. Formålet med returslakt er å gi produsentene muligheten til konsumere egenprodusert kjøtt til en fordelaktig pris, mens nisjeslakt skal gi medlemmene i

[83] Informasjon fra mailutveksling med Nortura

Nortura en mulighet til å øke verdiskapingen på egen gård med utgangspunkt i eget slakt (Nortura Medlem, 2018).

Prising av slakt til eget bruk

Produsentene får ingen kompensasjon for dyrene de ønsker tilbake, de avregnes til kr null. Det faktureres også en returkostnad. Dette er returkostnad per stykk for returslakt og per kilo for nisjeslakt. Satsene er sammenfattet i tabell 11.3.9 for de ulike dyreslagene og gjelder for medlemmer i samvirkeforetaket. Ikke-medlemmer får et påslag på 50 prosent på disse satsene (Nortura Medlem, 2018).

Tabell 11.2.9: Prising av slakt til privat bruk

Dyreslag	Retur kr/stk		Nisje kr/kg	
Gris	kr	493	kr	6,4
Purke	kr	493	kr	8,6
Ung okse/kvige/kastrat	kr	2 953	kr	10,8
Okse/ung ku/ku	kr	2 953	kr	11,9
Kalv	kr	1 515	kr	13,0
Sau	kr	397	kr	22,9
Lam	kr	397	kr	26,2
Lam av villsau	kr	397	kr	26,2
Geit	kr	397	kr	17,0
Kje	kr	397	kr	45,5
Kje over 9 kg	kr	397	N/A	

Kilde: (Nortura Medlem, 2018)

Priser gjeldende fra 17. september 2018.

Videreforedling av slakt til eget bruk

Partering og annen bearbeiding av kjøttet kommer i tillegg til slaktekostnadene. Prisene faktureres per kilo kjøtt uavhengig av om det er nisjeslakt eller returslakt. Også her faktureres 50 prosent høyere priser for ikke-medlemmer enn for medlemmer (Nortura Medlem, 2018). Andre kostnader knyttet til privat slakt er frakt, ekspedering, vakuumering og levering. Disse antas å faktureres til selvkost. Det er følgelig ikke er grunnlag for medlemsverdier for de sistnevnte kostnadene. Ulike kostnadssatser er vist i tabell 11.3.10.

Tabell 11.2.10: Kostnadsoversikt for videreforedling av privat slakt

Dyreslag	Kostnad kr/kg		Kostnad kr/stk	
Grovpartering storfe bakpart	kr	3,5		
Grovpartering storfe forpart	kr	3,5		
Finpartering storfe bakpart	kr	10,0		
Finpartering storfe forpart	kr	10,0		
Grovpartering svin	kr	4,5		
Finpartering svin	kr	8,0		
Finpartering svin steik	kr	10,0		
Grovpartering småfe	kr	4,0		
Finpartering med pinnekjøtt	kr	6,0		
Finpartering med fårikålkjøtt	kr	8,0		
Finpartering med fårikålkjøtt omf.	kr	9,0		
Nedskjæring småfe antall			kr	300
Kløyving småfe			kr	40
Emballering svin/storfe (per part)			kr	50
Emballering småfe (per stk)			kr	20
Ekspedering (per leveranse)			kr	100
Frakt	kr	2,5		

Beregning av medlemsverdi for privat slakt

Det er flere mulige tilnærminger for beregning av medlemsverdier knyttet til privat slakt. Den mest nærliggende er å ta utgangspunkt i differansen i betingelser mellom medlemmer og ikke-medlemmer og anta at dette er en merverdi Nortura tilbyr sine eiere. Altså forutsettes det 50 prosent differanse mellom medlem og ikke-medlem, og summen av disse fordelene antas å være medlemsverdier. Som utgangspunkt for volumberegningene benyttes private slaktevolum for 2017. Dette er vist i tabell 11.2.11.

Tabell 11.2.11: Volumfordeling privat slakt

Dyreart	Antall totalt	Vekt totalt	Antall ikke med.	Vekt ikke med.	Antall medlemmer	Vekt medlemmer
Gris	790	70 412	215	19 539	575	50 873
Småfe	3 191	56 577	900	15 014	2 291	41 563
Storfe	308	62 418	33	7 131	275	55 287
Sum	**4 289**	**189 407**	**1 148**	**41 684**	**3 141**	**147 723**

Fordelingen mellom retur- og nisjeslakt for beregning av medlemsverdier i slakteleddet er ikke tilgjengelig. En beregning der 100 prosent forutsettes å være henholdsvis retur- eller nisjeslakt viser imidlertid at det er av liten betydning for medlemsverdien hvilken fordeling som legges til grunn. I videre kalkulasjoner legges gjennomsnittet til grunn, altså en forutsetning om at det er like mye privat – og nisjeslakt i hver kategori.

Figur 11.2.12: Beregnet medlemsverdi av privat slakt i slakteledd

Dyreart	Retur		Nisje	
Svin	kr	141 738	kr	163 556,7
Småfe	kr	454 764	kr	544 059,7
Storfe	kr	406 038	kr	329 234,1
Sum	**kr**	**1 002 539**	**kr**	**1 036 850,5**

For medlemsverdier i videreforedlingsleddet er satsene like for nisje- og returslakt. For beregning av medlemsverdi i videreforedlingsleddet er derfor gjennomsnittssatsene av de tilgjengelige prisene for hver art benyttet. Dette fører til at det er større usikkerhet i videreforedlingsverdiene enn i slakteverdiene.

Figur 11.2.13: Beregnet medlemsverdi totalt inkludert slakt og videreforedling

Dyreart	Gsn. medlemsverdi slakt		Gsn. medlemsverdi videreforedling		Gsn. medlemsverdi per art	
Svin	kr	152 647	kr	190 774	kr	343 421
Småfe	kr	499 412	kr	140 275	kr	639 687
Storfe	kr	367 636	kr	186 594	kr	554 229
Sum	**kr**	**1 019 694**	**kr**	**517 643**	**kr**	**1 537 337**

Totalt akkumulerer medlemsverdiene for samtlige arter til rundt 1,5 millioner for både slakt og videreforedling. Dette er et relativt beskjedent beløp sammenlignet med rådgivningstjenestene og medlemsbutikkene. Det er imidlertid så stor sikkerhet knyttet til faktisk medlemsverdi i disse estimatene at det er ønskelig å inkludere verdiene i den samlede medlemsverdiverdsettelsen. For prognostisering av medlemsverdi av privat slakt er inflasjonsmålet lagt til grunn. Dette er vist i tabell 11.2.14.

Tabell 11.2.14: Beregnet medlemsverdi privat slakt

Alle beløp i NOK	2018T	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Medlemsverdi privat slakt	kr 1 568 084	kr 1 599 445	kr 1 631 434	kr 1 664 063	kr 1 697 344	kr 1 731 291	kr 1 765 917	kr 1 801 235	kr 1 837 260	kr 1 874 005	kr 1 911 485

Note 5 *Livdyromsetning*

En av tjenestene Nortura yter overfor sine medlemmer er omsetning av livdyr. Dette innebærer typisk salgsformidling fra en bonde som driver en avlsbesetning eller med smågris til en bonde som driver fôringsdrift for slakting. Omsetning innebærer avregning, fakturering og transport. Omfanget av livdyromsetningen for Nortura er rundt en milliard kroner[84].

Det er utfordrende å tallfeste medlemsverdien av denne tjenesten. I dag tilbys den for å sikre effektiv flyt av livdyr mellom Nortura og kunde, og for å opprettholde et effektivt marked for kjøp og salg mellom produsenter. Det er usikkert hvordan markedet ville fungert uten Nortura i denne rollen. Historisk har bøndene til dels ordnet opp selv[85]. Et potensielt scenario

[84] Basert på mailutveksling med Nortura

[85] Basert på mailutveksling med Nortura

dersom Nortura faller bort er at en privat aktør vil etablere seg. Det er altså vanskelig å si hvordan prisene vil være hvis Nortura slutter å tilby tjenestene.

Finansiering av livdyromsetningen

Livdyromsetningen skal være et null-sum-spill for Nortura. Dette innebærer at Nortura skal ha full kostnadsdekning for å tilby tjenesten, altså dekning av både direkte og indirekte kostnader[86]. Prisfastsettelsen av tjenestene gjøres i samarbeid med Totalmarked kjøtt og egg basert på fremtidig pris. Totalmarked kjøtt og egg har det operative ansvaret for markedsregulering i Nortura (Totalmarked kjøtt og egg, u. d.).

Oppsummering

Det følger av diskusjonen at det vil være vanskelig å beregne en verdi av disse tjenestene for medlemmene, selv om flere forhold taler for at det kan ligge medlemsverdier i tilbudet. Med tilgang på et omfattende datamateriale kunne medlemsverdiene vært kartlagt med en alternativpristankegang. Slikt datamateriale er imidlertid ikke tilgjengelig, og det anses som lite hensiktsmessig å estimere verdier som ikke kan underbygges av kvantitative tallstørrelser.

Note 6 *Finansieringsløsninger*

Driftskreditt

Det foreligger flere former for finansieringsløsninger i form av kreditt som er av verdi for Norturas medlemmer. Den mest utbredte løsningen er “driftskredittordningen”, ofte omtalt som "oppgjørs- og driftskredittordningen i landbruket". Denne ordningen, som normalt er organisert gjennom en bank som tredjepart, går ut på at bonden innvilges en kreditt (normalt 40 prosent av omsetningen), mot pant i fremtidige oppgjør for leveranser (Sparebank 1, u.d.). Driftskreditten er typisk billigere enn for eksempel kassekreditt ettersom det ikke kreves noen provisjonsrente. Begrunnelsen for kreditten er at gårdsdrift er en kapitalintensiv virksomhet, og at mange bønder derfor trenger kapital til å finansiere for eksempel kapitalbinding i besetningen. Norturas rolle i driftskredittordningen er i stor grad knyttet til sikkerhetsstillelse mot medlemmene (Norsk landbrukssamvirke, 2017). Det er i utgangspunktet nærliggende at det kan foreligge medlemsverdier ettersom medlemmene har

[86] Basert på mailutveksling med Nortura

tilgang på kreditt til en rente som er fordelaktig sammenlignet med markedsrenten, eller at de kan få lån de ellers ikke ville fått. Dette er imidlertid ikke tilfeller ettersom alle bønder har tilgang til driftskreditten til likeverdige vilkår gjennom deres relasjon til et slakteri og en bank. Driftskredittordningen er derfor ikke spesiell for Nortura og anses derfor ikke for å gi opphav til medlemsverdier.

Livdyrkreditt

En annen finansieringsløsning Nortura yter sine medlemmer er såkalt livdyrkreditt. Denne kreditten kommer i tillegg til driftskreditten. Ordningen innebærer at Norturas leverandører (vanligvis) innvilges tjue ordinære, rentefrie kredittdager. De kan også søke om utvidet kredittid ved behov og det kan innvilges opp til maksimalt 365 dager[87]. Ved utvidet kredittid belastes bonden for renter på kreditten, en kontraktsrente som av Nortura oppgis å være 5,9 prosent årlig (Nortura Medlem, 2017). Dette er ikke ment å være et gunstig finansieringsalternativ sammenlignet med kreditt fra en bank, men et alternativ for de som ikke får driftskreditt eller økt finansiering gjennom bank. Nortura er klare på at de råder medlemmene til å benytte andre finansieringskilder enn livdyrkreditten. Dette skyldes at ordningen kan gi en høy grad av gjeldsfinansiering ettersom kreditt til livdyr innvilges i tillegg til ordinære lån i bank og maksimalt benyttet driftskreditt. Nortura oppgir at det er svært lave, tilnærmet ubetydelige tap, på utlån til bøndene gjennom livdyrkreditten[88].

Medlemsverdi av livdyrkreditt

Ettersom livdyrkreditten er et finansieringstilbud for de som ikke har andre alternativer er det vanskelig å si hva verdien av tjenesten er. Det kan tenkes at bortfall av tilbudet ville umuliggjort drift for noen aktører, mens det for de fleste vil ha liten betydning. Videre er det sannsynlig at tjenesten er markedsmessig priset med en så høy rente som 5,9 prosent, og at en så høy rente kompenserer Nortura for risiko. Det er rimelig med høy kredittrisikopremie for denne type utlånsvirksomhet ettersom låntakerne typisk allerede er høyt belånt. På grunn av den høye renten legges det ikke til grunn noen medlemsverdi knyttet til rentebærende livdyrkreditt.

---

[87] Basert på mailkorrespondanse med Nortura

[88] Basert på telefonsamtale med Nortura

Det stiller seg annerledes for livdyrkreditten det ikke løper rente på. I dette tilfellet innvilger Nortura låntakerne (kjøperne av livdyr gjennom Nortura) kreditt som i praksis betyr at Nortura for en kortere periode stiller kapital til dispensasjon. Nortura er tilsynelatende det eneste foretaket i bransjen som tilbyr en slik gunstig løsning gjennom livdyromsetningen. Dette er altså ikke noe medlemmene ville fått tilgang på ved å levere til en privat aktør, hvilket taler for at en medlemsverdi burde beregnes. Bøndene som selger livdyr gjennom Nortura har ti dager rentefri kredittid til Nortura. Det forutsettes at kapitalen Nortura gir tjue dager rentefri kredittid på er identisk med den medlemmene gir ti dager rentefri kreditt på. Norturas til enhver tid utestående rentefrie kapital er derfor dobbelt så høy som medlemmenes utestående rentefrie kapital, hvilket gir opphav til medlemsverdier.

Beregning av medlemsverdi for livdyrkreditt

Nortura har anslagsvis 150-200 millioner utestående som rentefri kreditt til sine medlemmer. Omtrent 100 millioner av disse er utestående relatert til ordinær kredittid med tjue dagers rentefri kreditt[89]. For resterende beløp er det vanskelig å beregne omløpshastigheten ettersom det ikke fornyes kontinuerlig på linje med en ordinær ordning. Ved å forutsette at gjennomsnittlig utestående rentefri kapital gjennom året er 175 millioner med tjue dagers rentefri kreditt og at Nortura har tilsvarende kapital utestående med ti dagers rentefri kreditt kan et anslag på medlemsverdiene kalkuleres (tabell 11.2.15).

Tabell 11.2.15: Beregnet medlemsverdi prognoseperiode

Alle beløp i NOK (1000)	2018T	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Kapital base (20 dagers kredittid)	175 000	178 116	181 287	184 514	187 799	191 143	194 546	198 009	201 534	205 122	208 774
Kalulert fremtidsrente (årlig effektiv)		3,36 %	3,58 %	3,80 %	4,00 %	4,20 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %
Årlig kalkulert rente fra Nortura til eiere		5 985	6 490	7 012	7 512	8 028	8 365	8 514	8 666	8 820	8 977
Kapital base (10 dagers kredittid)		89 058	90 643	92 257	93 900	95 571	97 273	99 005	100 767	102 561	104 387
Kalkulert fremtidsrente (årlig effektiv)		3,36 %	3,58 %	3,80 %	4,00 %	4,20 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %	4,30 %
Årlig kalkulert rente fra eiere til Nortura		2 992	3 245	3 506	3 756	4 014	4 183	4 257	4 333	4 410	4 489
Kalkulert netto medlemsverdi livdyrskreditt		**2 992**	**3 245**	**3 506**	**3 756**	**4 014**	**4 183**	**4 257**	**4 333**	**4 410**	**4 489**

Medlemsverdien av den rentefrie driftskreditten estimeres til rundt tre millioner i 2019. Det er benyttet samme renteestimater som i det nøytrale verdsettelsesestimatet av Nortura benyttet.

[89] Basert på mailkorrespondanse med Nortura

Note 7 *Demokrati*

Medlemsdemokrati omhandler eierrollen til Norturas medlemmer og deres innsikt og påvirkningsevne gjennom foretaket. Mer konkret kan disse verdiene knyttes til Norturas evne til å påvirke landbruks- og handelspolitikk, Norturas bidrag i landbruksforhandlinger og tett politisk arbeid mot Stortinget/regjeringen for rammevilkår for norsk landbruk[90].

Det er vanskelig å kvantifisere disse verdiene, men for mange bønder er dette likevel av stor betydning. Om bøndenes og Norturas demokratiske innflytelse over tid reduseres er det sannsynlig at deres vilkår også vil bli dårligere. Dette er forhold som trolig ligger til grunn for den omtalte samvirketankegangen og som underbygger argumentasjonen for et noe lavere avkastningskrav.

Note 8 *Et samvirkeforetaks funksjon i kjøttbransjen*

I gjennomgangen av samvirkemodellen i delkapittel 2.3 diskuteres det hva som skal til for at samvirkemodellen er en hensiktsmessig organisasjonsmodell og hvorfor samvirkemodellen er så populær akkurat i landbruket. Det pekes på at bøndene gjennom å organisere seg i samvirkeforetak kan forhandle samlet med kundene sine fremfor å forhandle som enkeltstående aktører med homogene produkter. Det er nærliggende at dette gir en langt bedre forhandlingsposisjon og dermed bedre priser.

Analysene knyttet til prisene som tilbys bønder fra Nortura og fra private aktører tyder imidlertid på at de private aktørene betaler litt mer enn Nortura. Med utgangspunkt i dette kan det virke rart at ikke alle bøndene velger de private aktørene istedenfor Nortura når disse betaler bedre. Med unntak av lojalitet er det tross alt vanskelig å se noen grunn til at bøndene skal bli i Nortura hvis de kan tjene bedre andre steder.

Det kan imidlertid tenkes at samvirkeforetakets eksistens har en egenverdi for bøndene. Nortura er prissetter i bransjen, og de andre aktørene blir nødt til å sette prisene sine like høye eller kanskje litt høyere ettersom de gjerne ikke tilbyr medlemstjenester slik som Nortura. Siden Nortura er eid av bøndene har foretaket insentiver til å holde prisene rimelig høye, og dette vil følgelig føre til at de private aktørene også holder prisene rimelig høye.

[90] Basert på mailkorrespondanse med Nortura

Dette innebærer at det på kort sikt vil være lønnsomt for bøndene å gå til en privat aktør, mens det ikke vil være lønnsomt på lengre sikt dersom det fører til at Nortura forsvinner og det dermed ikke er noen aktører i bransjen som har insentiver til å holde prisene oppe. Slik sett kan det argumenteres for at Norturas eksistens i seg selv har en stor verdi for bøndene, og at det er innbakt i medlemsverdier i dagens priser selv om de trolig er lavere enn de andre aktørenes. Ettersom det er svært vanskelig å tallfeste denne verdien og den også er usikker, vil den ikke bli forsøkt kvantifisert.

Mot dette resonnementet kan det innvendes at prisene mellom bøndene og slakteriene er regulerte og at Norturas tilstedeværelse slik sett ikke har noe å si. Det er imidlertid usikkert hvordan en slik regulering ville fungert dersom markedet bestod utelukkende av private aktører ettersom det er usikkert hvorvidt en privat aktør kan pålegges å betale en bestemt pris. Følgelig er det mye som tyder på at Norturas tilstedeværelse i bransjen har stor verdi for bøndene enten de selv er en del av Nortura eller ikke.

Note 9 *Skattemessige forhold*

For å kunne vurdere hvorvidt og eventuelt hvordan det bør justeres for skatt er det nødvendig å ha klart for seg hva som egentlig menes med medlemsverdier. I denne oppgaven anses medlemsverdier som verdier av ytelser det ikke er rasjonelt å tilby fra et profittmaksimerende perspektiv. Verdiene som er drøftet i de foregående notene tilflyter medlemmene uten at de må skatte for dem, og disse tillegges derfor ingen skattekostnad i beregningen av Norturas samlede verdi for sine medlemmer. Slik sett kan de identifiserte medlemsverdiene anses som en form for skattefritt utbytte. Et alternativt syn på omfanget av medlemsverdiene er å beregne hva Nortura ville spart ved å ikke tilby tjenestene som gir opphav til medlemsverdier. I så tilfelle ville det vært nødvendig å justere medlemsverdiene for skatt. Dette er fordi kostnadene ved disse tjenestene er fradragsberettigede, og dersom de falt bort ville nettoeffekten på Norturas resultat vært kostnadsbesparelsen justert for den gjeldende skattesatsen. En slik tilnærming er imidlertid i uoverensstemmelse med tankegangen som har blitt lagt til grunn for resten av medlemsverdianalysen, og de praktiske implikasjonene av slike justeringer vil derfor ikke drøftes.

11.3 Verdsettelse og oppsummering av medlemsverdier

11.3.1 Konklusjon for hypotese

Som forklart innledningsvis er oppgavens hypotese at Nortura som et samvirke driver med aktiviteter en profittmaksimerende aktør ikke ville drevet med, og at fundamental verdsettelse undervurderer medlemmenes verdi av foretaket. Analysene i delkapittel 11.3 viser at Nortura yter sine medlemmer flere tjenester som ikke er rasjonelle fra et profittmaksimerende perspektiv, og at disse gir opphav til betydelige medlemsverdier. Hypotesen har altså vist seg å være riktig. Siden det foreligger medlemsverdier fra Norturas tilleggsytelser må disse beregnes for å besvare underproblemstillingen fra delkapittel 1.2.

11.3.2 Verdsettelsesmetodikk

Norturas beregnede medlemsverdier vil i det følgende kapitaliseres og verdivurderes. I delkapittel 4.2.4 ble følgende modell fra Kenkel & Walker (2016) gjennomgått:

(1) $$MV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{1 + k_t}$$

Kenkel & Walker (2016) legger til grunn en kontantstrømmodell for å beregne medlemsverdiene. I denne oppgaven vil fri kontantstrøm til egenkapitalen-modellen (FCFE-modellen) benyttes. Begrunnelsen for å benytte en egenkapitalmodell er at verdiene som her beregnes, i sin helhet tilfaller majoritetseierne. Det vil være urimelig å benytte et vektet avkastningskrav ettersom verken minoritetseiere eller fremmedkapitalinvestorer har interesse av medlemsverdiene. Derfor legges det konvergerte (virkelige kapitalvekter fra steg åtte) avkastningskravet til egenkapitalen til grunn. Ved å benytte en kontantstrøm-modell forutsettes det implisitt at kontantstrømmen er lik det beregnede resultatet til medlemsverdiene i året. Dette virker som en rimelig forutsetning ettersom resultatet i liten grad påvirkes av periodiseringer og tjenestene som ligger til grunn for resultatet tilfaller medlemmene i det enkelte året. Siden det anses som lite hensiktsmessig å benytte selskapskapitalmodeller vil verdiestimatet fra fri kontantstrøm til egenkapital-modellen ikke konvergeres mot andre verdiestimater.

11.3.3 Verdsettelsesestimater medlemsverdier

I figur 11.3.3.1 er de kvantifiserbare medlemsverdiene summert for hvert år. Med unntak av rådgivningstjenestene som forventes å vokse i takt med personalkostnadene, er det lagt til

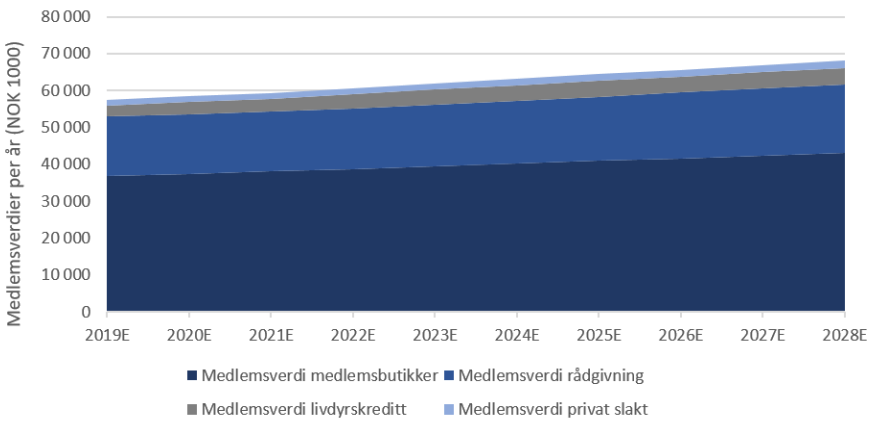
grunn samme veksttakt for medlemsverdiene som for driftsinntektene i det nøytrale scenariet under begrunnelsen av at dette er foretakets forventede veksttakt.

Figur 11.3.3.1: Samlede medlemsverdier

Alle beløp i NOK (1000)	2018T	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Medlemsverdi rådgivning	kr 16 124	kr 16 117	kr 16 111	kr 16 433	kr 16 762	kr 17 097	kr 17 439	kr 17 788	kr 18 144	kr 18 507	kr 18 877
Medlemsverdi privat slakt	kr 1 568	kr 1 599	kr 1 631	kr 1 664	kr 1 697	kr 1 731	kr 1 766	kr 1 801	kr 1 837	kr 1 874	kr 1 911
Medlemsverdi livdyrskreditt	kr -	kr 2 992	kr 3 245	kr 3 506	kr 3 756	kr 4 014	kr 4 183	kr 4 257	kr 4 333	kr 4 410	kr 4 489
Medlemsverdi medlemsbutikker	kr 36 808	kr 37 463	kr 38 130	kr 38 809	kr 39 500	kr 40 203	kr 40 919	kr 41 647	kr 42 389	kr 43 144	kr 43 912
Sum medlemsverdier	**kr 54 500**	**kr 58 172**	**kr 59 118**	**kr 60 412**	**kr 61 715**	**kr 63 046**	**kr 64 307**	**kr 65 494**	**kr 66 703**	**kr 67 934**	**kr 69 189**

Dette gir opphav til følgende utvikling i samlede medlemsverdier:

Figur 11.3.3.2: Medlemsverdier per år



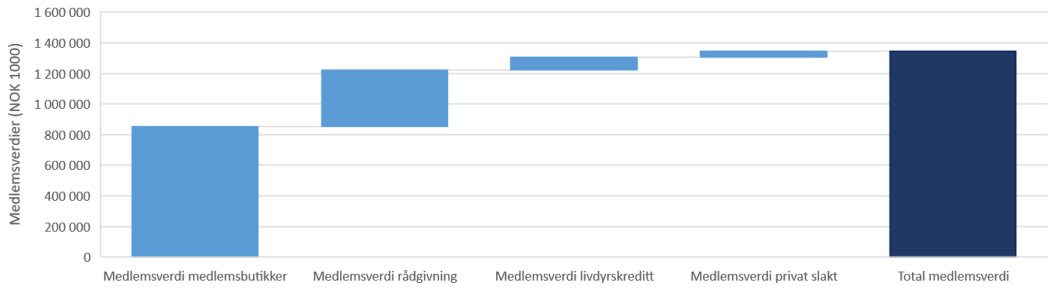
I figur 11.3.3.3 beregnes nåverdien av medlemsverdiene. Som forklart i delkapittel 11.3.2 diskonteres de årlige «kontantstrømmene» med egenkapitalkravet ettersom medlemsverdiene i sin helhet tilfaller Norturas medlemmer. Nåverdien av medlemsverdiene beregnes til 1 344 482 000 kr, hvilket også er svaret på underproblemstillingen fra delkapittel 1.2.

Tabell 11.3.3.3: Verdsettelse av medlemsverdier

Alle beløp i NOK (1000)		2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Medlemsverdier		kr 58 172	kr 59 118	kr 60 412	kr 61 715	kr 63 046	kr 64 307	kr 65 494	kr 66 703	kr 67 934	kr 69 189
Egenkapitalkrav		5,93 %	5,94 %	6,05 %	6,14 %	6,22 %	6,28 %	6,31 %	6,33 %	6,34 %	6,38 %
Diskonteringsrate		1,059	1,122	1,190	1,263	1,342	1,426	1,516	1,612	1,714	1,823
		kr 54 914	kr 52 679	kr 50 764	kr 48 861	kr 46 994	kr 45 102	kr 43 208	kr 41 388	kr 39 637	kr 37 946
Verdi 2019-T	kr 461 492										
Terminalverdi	kr 882 990										
Sum medlemsverdi	**kr 1 344 482**										

Figur 11.3.3.4 sammenligner verdiene fra de ulike ytelsene. Det fremgår at medlemsverdiene primært er knyttet til medlemsbutikker og rådgivning, og at livdyrkreditt og privat slakt kun gir opphav til relativt begrensede verdier for medlemmene.

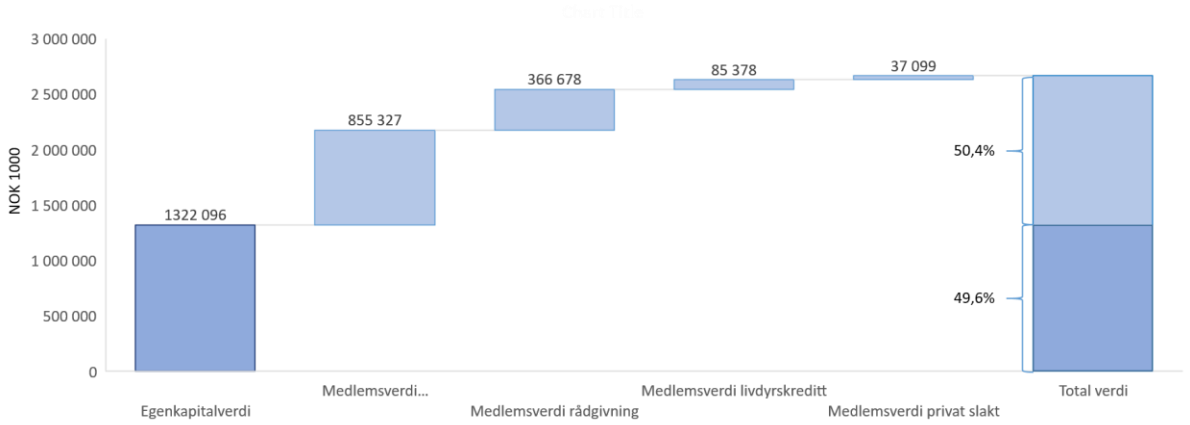
Figur 11.3.3.4: Nåverdier av medlemsverdier fordelt på verdienes opphav



11.3.4 Samlet verdiestimat Nortura

Det har blitt argumentert for at egenkapital og medlemsverdier må sees samlet for Norturas majoritetseiere, ettersom begge deler tilflyter dem. Samlet verdi av egenkapital og medlemsverdier beløper seg til 2 666 578 000 kroner. Det er illustrert i figur 11.3.4.1 at hele 50,4 prosent av Norturas verdi tilflyter medlemmene i form av medlemsverdier.

Figur 11.3.4.1: Samlet egenkapitalverdi og medlemsverdi Nortura



Det er interessant at knapt halvparten av verdiene som tilflyter medlemmene fremkommer gjennom en fundamental verdsettelse. Ettersom det er benyttet en konservativ tilnærming til beregningen av medlemsverdier og ikke alle indentifiserte medlemsverdier er kvantifiserbare, kan medlemsverdienes andel av medlemmenes samlede verdi av Nortura være enda høyere.

Implikasjoner

Funnene i medlemsverdiverdsettelsen antyder at fundamental verdsettelse ikke er en fullstendig verdsettelsesteknikk for et samvirkeforetak som Nortura. Ettersom antallet samvirkeforetak er relativt lavt og de ikke handles på børs, vil imidlertid ikke verdsettelsesproblematikken aktualisere seg ofte. Det mest nærliggende tilfellet er trolig i

forbindelse med private transaksjoner. I disse tilfellene burde ikke medlemmene av et samvirkeforetak gjennomføre en transaksjon (salg eller fusjon) med mindre summen av egenkapitalen og medlemsverdien er større etter enn før transaksjonen.

12. Konklusjon

Denne oppgaven er skrevet med utgangspunkt i to problemstillinger; hva som er verdien av Norturas egenkapital og hva som er verdien av Norturas medlemsytelser. Problemstillingene er interessante både enkeltvis og sett i forhold til hverandre. Funnene knyttet til hver problemstilling vil derfor først diskuteres hver for seg, før de drøftes i lys av hverandre.

Verdien av Norturas egenkapital er med fundamental analyse beregnet til 1 322 096 000 kroner per 01.01.2019. Dette utgjør 46,8 prosent av bokført egenkapital per 31.08.2018 og tilsier at Nortura vil ha en strategisk ulempe i fremtiden. Denne strategiske ulempen forklares med at foretaket har prestert betydelig under avkastningskravet i 2017 og 2018, og at flere forhold taler for at Norturas konkurranseforhold vil bli tøffere i årene fremover. De mest fremtredende er at kjøttkonsumet ventes å synke som følge av endring i sosiokulturelle trender og at dagligvarekjedenes egne merkevarer forventes å ta ytterligere markedsandeler. Det virker også sannsynlig at kjøttbransjens overkapasitet vil vedvare. Samtlige faktorer påvirker bransjen som helhet. Nortura forventes å gjøre betydelige kostnadskutt de kommende årene. Denne forventningen er basert på foretakets egne uttalelser og på analyser av foretakets operasjonelle effektivitet. Rasjonaliseringen ventes å ha en viss margineffekt, og foretakets strategiske ulempe vil i fremtiden skyldes en bransjeulempe fremfor en foretaksulempe slik den har gjort historisk. Konvergens mot bransjens gjennomsnittlige lønnsomhet er også i tråd med «mean reversal»-teoremet. Regnskapsanalysen viser at Norturas kortsiktige likviditetssituasjon er god, men at den vil bli utfordrende på sikt dersom lønnsomheten ikke bedres i årene som kommer.

Det er utført en komparativ verdivurdering for å øke det fundamentale estimatets robusthet. Verdiestimatet fra denne analysen tilsier at egenkapitalen er verdt 40,2 prosent av bokført egenkapital per 31.08.2018, hvilket er noe lavere enn den fundamentale analysen tilsier. Siden det er knyttet usikkerhet til hvorvidt de sammenlignbare selskapene faktisk er sammenlignbare, og avviket mellom den komparative og den fundamentale verdien ikke er større enn 14,2 prosent, anses det som unaturlig å justere estimatet på egenkapitalens verdi på bakgrunn av den komparative analysen.

Oppgavens sekundære problemstilling er hva som er verdien av Norturas medlemsytelser. Problemstillingen er basert på hypotesen om at Nortura driver med aktiviteter en profittmaksimerende aktør ikke ville drevet med, og at foretaket skaper verdier for eierne

som ikke fremgår gjennom fundamental verdsettelse. Medlemsverdier er verdier som tilflyter foretakets medlemmer, og som har opphav i ytelser det ikke er rasjonelt for foretaket å tilby fra et profittmaksimerende perspektiv. Disse verdiene er estimert til 1 344 482 000 kroner og er beregnet med utgangspunkt i Norturas tilbud av rådgivningstjenester, medlemsbutikker, finansieringsløsninger og privat slakt. For disse tjenestene anses Nortura å ha et tilbud utover det som er rasjonelt for en privat aktør, hvilket kommer medlemmene til gode.

Ved å addere verdien av egenkapitalen med medlemsverdiene fremkommer et samlet verdiestimat på 2 666 578 000 kroner. Medlemsverdiene utgjør i overkant av halvparten av den samlede verdien. Dette er meget interessant, særlig i lys av at det i litteraturen er omdiskutert hvorvidt det er hensiktsmessig å verdsette samvirkeforetak ved bruk av fundamentale metoder. Ettersom det fundamentale verdiestimatet i denne oppgaven gir opphav til under halvparten av foretakets samlede verdi for medlemmene, er oppgavens konklusjon at fundamental analyse alene er en lite egnet verdsettelsesmetode for samvirkeforetak. Det understrekes at fundamental analyse likevel er relevant for samvirkeforetak, fordi det er nødvendig å fastslå egenkapitalens verdi og addere denne til medlemsverdien for å kunne fastslå samvirkets samlede verdi for medlemmene.

Damodaran (2012) mener at en eiendels teoretiske verdi tilsvarer dens neddiskonterte frie nettokontantstrøm gjennom levetiden. Ved å addere medlemsverdiene til Norturas fundamentale verdi og forutsette at resultatene medlemsverdiene er basert på er like kontantstrømmene i hvert år, fremkommer i teorien Norturas frie kontantstrøm til medlemmene. Det følger at denne metoden gir Norturas teoretisk riktige verdi, hvilket nok ikke er tilfellet for substansverdimetoden, komparativ metode og fundamental metode som ellers er foreslått i litteraturen.

13. Litteraturliste

Aae, E., Hansen, M., Pelja, I., Stemland, T., & Kinserdal, F. (2018). *Er tradisjonelle regnskapsnøkkeltall relevante i en "moderne" IFRS-verden?* Retrieved from Magma - Econas tidsskrift for økonomi og ledelse : https://www.magma.no/er-tradisjonelle-regnskapsnokkeltall-relevante-i-en-moderne-ifrs-verden

Almås, R. (2015). *Landbrukssamvirket*. Retrieved from Store norske leksikon: https://snl.no/landbrukssamvirket

Altman, E. (1968). *Financial ratios, discriminant anaylysis and the prediction of corporate bankruptcy.* Retrieved from JSTOR: https://www.jstor.org/stable/2978933?seq=1#metadata_info_tab_contents

Andreassen, K. (2010). - *Norske subsidier er sløsing.* Retrieved from Forskning.no: https://forskning.no/landbruk-landbrukspolitikk-okonomi/2010/09/norske-subsidier-er-slosing

Andressen, K. (2010). - *Norske subsidier er sløsing*. Retrieved from Forskning.no: https://forskning.no/landbruk-landbrukspolitikk-okonomi/2010/09/norske-subsidier-er-slosing

Animalia. (2016). *Kjøttets tilstand.* Retrieved from Animlia.no: http://flashbook.no/animalia/kjottetstilstand16/#/1/

Animalia. (2017). *Kjøttforbruk*. Retrieved from Animalia: https://www.animalia.no/no/samfunn/kjott-og-helse/sa-mye-kjott-spiser-vi/

Animalia. (2018). *Kjøttets tilstand 2018*. Retrieved from Animalia: https://www.animalia.no/contentassets/3dce35cde68a47b091097fa8c6ec2dd5/kjottets-tilstand-2018.pdf

Arbeiderpartiet. (n.d.). *Jordbruk - Vi skal ha verdens tryggetse mat*. Retrieved from Arbeiderpartiet.no: https://www.arbeiderpartiet.no/politikken/jordbruk/

Aspøy, A. (2018). *Regjeringen Solberg.* Retrieved from Store norske leksikon: https://snl.no/Regjeringen_Solberg

Atria. (n.d.). *Atria Finland*. Retrieved from Atria: https://www.atria.fi/en/group/company/international-atria/atria-finland/

Bakken, J. D. (2017). *Tre ganger så mange vegetarianere på åtte år*. Retrieved from Nationen.no: https://www.nationen.no/verden/tre-ganger-sa-mange-vegetarianere-pa-atte-ar/

Barney, J. (1986). *Organizational Culture: Can It Be a Source of Sustained Competitive Advantage?* Retrieved from JSTOR: https://www.jstor.org/stable/258317?seq=1#metadata_info_tab_contents

Barney, J. (1991). *Firm Recources and Sustained Competitve Advantage.* Retrieved from Business Illinois: https://www.business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202015/Barney%20(1991).pdf

Bell Food Group. (2018). *Management report 2017*. Retrieved from Bell Food Group: file://penny/Stud$/s145242/Downloads/JB17_E_web.pdf

Bjørnland, H., & Thorsrud, L. (2015). *Applied time series for macroeconomics.* Gyldendal Akademisk.

Black, F., Jensen, M., & Scholes, M. (1972). *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*. Retrieved from https://pdfs.semanticscholar.org/ca5c/1407b5cf8257a7efbe425e72e9d8e17897c1.pdf

Blymke, H. (2015). *Credit Research Nortura.* Retrieved from SEB: https://webapp.sebgroup.com/mbs/research.nsf/alldocsbyunid/E7699F97A24269F8C1257ED6004CE5A6/$FILE/NorturaCredit071015.pdf

Bodie, S., Kane, A., & Marcus, A. (2014). *Investments.* New York: McGrw-Hill Education.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2010). *Investments and Portfolio Management.* McGraw-Hill Europe.

Box, G., & Jenkins, G. (1970). Time Series Analysis, Forecasting and Control. *Holden-Day*.

Brønnøysundregistrene. (2018). *Samvirkeforetak (SA)*. Retrieved from Brønnøysundregistrene: https://www.brreg.no/bedrift/andre-organisasjonsformer/samvirkeforetak-sa/

Capitalmind . (2017). *Meat processing* . Retrieved from Capitalmind: https://capitalmind.com/wp-content/uploads/2017/11/Capitalmind-2017-Meat-Processing-Report-t.pdf?fbclid=IwAR00Fp_4ze9K7NFJ07cDDU_96KKFnUx9YIX4J3e2VtdNsE5Bwl9nuCXzaLI

CAPM. (2016). *Kapitalverdimodellen.* Retrieved from CAPM.no: http://capm.no/

Cecchetti, Stephen, L. P.-s., & Clark, N. (1991). *The equity premium and the risk free rate: Matching the moments*. Retrieved from The National Bureau of Economic Research: https://www.nber.org/papers/w3752.pdf

Chaddad, F., & Cook, M. (2004). *Understanding New Cooperative Models: An Ownership-Control Rights Typology.* Retrieved from Review of Agricultural Economics: http://web.missouri.edu/cookml/CV/RAE04.pdf

Chaddad, F., & Cook, M. (2005). *Testing for the Presence of Financial Constraints in US Agricultural Cooperatives: An Investment Behaviour Approach*. Retrieved from http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.469.7503&rep=rep1&type=pdf

Coltrain, D., Barton, D., & Boland, M. (2000). *DIFFERENCES BETWEEN NEW GENERATION COOPERATIVES AND TRADITIONAL COOPERATIVES* . Retrieved from Kansas State University: https://www.agmanager.info/sites/default/files/DiffTrad3.pdf

Cook, M. L. (1995). The Future of U.S. Agricultural Cooperatives: A Neo-Institutional Approach. *American Journal of Agricultural Economics*.

Daft, R., Murphy, J., & Willmott, H. (2010). *Organizational Theory and Design.* CENGAGE Lrng Business Press.

Dalseng, E. (2017). *Salg av vegetarmat eksploderer: Her er høstens nyheter*. Retrieved from Dagbladet.no: https://www.dagbladet.no/mat/salg-av-vegetarmat-eksploderer-her-er-hostens-nyheter/68752314

Damodaran. (2018). *Enterprise Value Multiples by Sector (US)*. Retrieved from NYU Stern School of Business: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation.* Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran, A. (2017). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications - The 2017 Edition.* Retrieved from Stern School of Business: https://psc.ky.gov/pscecf/2017-00179/rateintervention%40ky.gov/10272017125503/Woolridge_Binder2_D_-_H.pdf

De Rosa, M. (2014). *Flere velger norsk lokalmat*. Retrieved from Nationen.no: https://www.nationen.no/article/flere-velger-norsk-lokalmat/

Den stolte hane AS. (n.d.). *Informasjon om oss*. Retrieved from Den stolte han AS: https://www.denstoltehane.no/informasjon-om-oss/

DNB. (2018). *Styringsrenten årsgjennomsnitt*. Retrieved from DNB: https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsgrente-arlig/

Drevland, F. (2013). Kostnadsestimering under usikkerhet. *Concept*. Retrieved from NTNU.no: https://www.ntnu.no/documents/1261860271/1262010610/CONCEPT_kostnadsestimering_til+WEB.pdf/7fe95f32-0477-4468-b0e5-54589687c16d

Dyrevernalliansen. (2018). *Fakta om griser og produksjon av svinekjøtt*. Retrieved from Dyrevern.no: https://www.dyrevern.no/resources/files/gris-faktaark.pdf

Dyrevernalliansen. (2018). *Fakta om kyllinger og kyllingoppdrett*. Retrieved from Dyrevern.no: https://www.dyrevern.no/resources/files/kylling-faktaark.pdf

E24. (2013). *Norge på verdenstoppen i landbrukssubsidier.* Retrieved from E24: https://e24.no/makro-og-politikk/landbruk/norge-paa-verdenstoppen-i-landbrukssubsidier/21610533

Ekberg, E. (2017). *Coop*. Retrieved from Store norske leksikon: https://snl.no/Coop

Enke, G. (2013). *Top.*

Fama, E. (1968). *Risk, return and equilibrium: Some clarifying comments.* Retrieved from JSTOR: https://www.jstor.org/stable/pdf/2325308.pdf

Fama, E., & French, K. (1993). *Common risk factors in the returns on stocks and bonds.* Retrieved from Science direct: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X93900235

Fama, E., & French, K. (2004). *The Capital Asset Pricing Model:*. Retrieved from https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/0895330042162430

Fardal, A. (2007). *IFRS og norske regnskapsregler*. Retrieved from Magma - Econas tidsskrift for økonomi og ledelse: https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler

Fatland AS . (n.d.). Retrieved from Fatland AS: http://www.fatland.no/livdyr/smaafe/raadgivning

Fatland AS . (2015). *Fatland kan bli "Årets bedrift"*. Retrieved from Fatland AS: http://www.fatland.no/aktuelt/nyheter/fatland-kan-bli-aarets-bedrift

Fatland AS. (2018, 10). *Avregningspriser gris*. Retrieved from Fatland.no: http://www.fatland.no/livdyr/gris/priser/avregningspriser-gris?fbclid=IwAR3VtwiYa7xW4EAjCNJ19Z72CyXM4kwUYfoysyh_D6lW770RMrBLxMUnd7s

Fatland AS. (2018, 11). *Bonus og leveringstillegg*. Retrieved from Faltnad AS: http://www.fatland.no/livdyr/storfe/priser/bonus-og-leveringstillegg?fbclid=IwAR3xVb2-Yq8az22u3fRXChVTn9JrCcrtk0X78P_uY-ZS_MYoZmF-mBOUDGM

Fatland AS. (n.d.). *Historien om Fatland*. Retrieved from Fatland AS : http://www.fatland.no/om-fatland/hvem-vi-er

Fatland. (n.d.). *Fatland*. Retrieved from Fatland: http://www.fatland.no/newsread/index.aspx

Finanskomiteen på Stortinget. (2006). *Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006.* Retrieved from Stortinget.no: https://www.stortinget.no/globalassets/pdf/innstillinger/stortinget/2006-2007/inns-200607-228.pdf

Fortune, A. (2018). *HKScan and Atria see poor half-year results*. Retrieved from GLobaleMeat: https://www.globalmeatnews.com/Article/2018/07/19/Finnish-processors-see-half-year-dip

Fremskrittspartiet. (2017). *Prinsipp- og handlingsprogram.* Retrieved from FrP.no: file://penny/Stud$/s145242/Downloads/FRP-Program-2017-2021.pdf

Furuseth AS. (n.d.). *Om oss*. Retrieved from Furuseth AS: http://www.furuseth.no/om-oss

Furuseth. (n.d.). *Om oss*. Retrieved from Furuseth: http://www.furuseth.no/om-oss

Gordon, M. (1962). *The investment, financing and valuation of the corporation.* Homewood: Irwin.

Grilstad AS. (n.d.). *Grilstad*. Retrieved from Grilstad AS: https://www.grilstad.no/om-grilstad/historie

Grilstad AS. (n.d.). *Produkter*. Retrieved from Grilstad AS: https://www.grilstad.no/produkter/spekepolser

Hansen, R. (2004). *Fangens dilemma*. Retrieved from https://www.uio.no/studier/emner/sv/oekonomi/ECON1210/h04/undervisningsmateriale/Oppsummering101104.pdf

Hatlevik, S. E. (2012). *Mattilsynet bekymret for økning i antall vanskjøtsel-saker*. Retrieved from Nationen.no: https://www.nationen.no/article/mattilsynet-bekymret-for-okning-i-antall-vanskjotsel-saker/

Hatlevik, S. E. (2018). *Brekk kritiserer konkurransedirektør for "politiske uttalelser"*. Retrieved from Nationen: https://www.nationen.no/article/brekk-kritiserer-konkurransedirektor-for-politiske-uttalelser/

Haugen, S. O. (2012). *Trygve Hegnar: - Mer tull om mat*. Retrieved from Hegnar: https://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2012/06/Trygve-Hegnar-Mer-tull-om-mat

Haukvik, H. (2017). *«Norsk gris har altfor ofte svinaktig dårlig dyrevelferd»*. Retrieved from Karmøynytt: https://hnytt.no/2017/12/28/norsk-gris-altfor-ofte-svinaktig-darlig-dyrevelferd/

Helsedirektoratet. (2017). *Utviklingen i norsk kosthold 2017*. Retrieved from Helsedirektoratet: https://helsedirektoratet.no/Lists/Publikasjoner/Attachments/1414/Utviklingen-i-norsk-kosthold-2017-IS-2680.pdf

HKScan. (n.d.). *Our brands*. Retrieved from HKScan: https://www.hkscan.com/en/about-us/our-brands/

HKScan. (n.d.). *Responsible from meat to fork*. Retrieved from HKScan: https://www.hkscan.com/en/about-us/strategy/

Høyre. (2017). *Vi tror på Norge - Høyres program for 2017-2021*. Retrieved from Hoyre.no: file://penny/Stud$/s145242/Downloads/Program_2017-2021.pdf

Joakim, T. (2018). *Nortura kutter 300 stillinger: Ansatte over hele landet blir berørt*. Retrieved from Vestviken24.no: https://www.vestviken24.no/vv24naringsliv/okonomi-og-naringsliv/tonsberg/nortura-kutter-300-stillinger-ansatte-over-hele-landet-blir-berort/s/5-83-93865

Johnsen, T. (2017). *Risikotillegget i kapitaliseringsrenten i eiendomsskatten for vannkraftverk.* Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/contentassets/eee491aa42f6465e87969ec892936898/johnsen_kapitalkostnad_kraftverk.pdf

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Regner, P. (2017). *Exploring Strategy.* Pearson Education Limited.

Juul-Hansen, B.-O. (2016). *Kyllingutfordringene - nok en gang*. Retrieved from Kjøøtbransjen.no: http://kjottbransjen.no/Administrerende/Kyllingutfordringene-nok-en-gang

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering.* Oslo: Fagbokforlaget.

Kantar TNS. (2017). *Kantar TNS sin årlige syndikerte omdømmemåling*. Retrieved from Kantar: https://kantar.no/globalassets/ekspertiseomrader/kunde--medarbeider-og-omdommeutvikling/omdommevinnere-2017.pdf

Keller, G. (2009). *Mangerial Statistics Abbreviated.* Cengage Learning, Inc.

Kenkel, P., & Walker, J. (2016). *Valuing the Cooperative Firm.* Retrieved from http://agecon.okstate.edu/faculty/publications/5513.pdf

Kim, W. C., & Renee, M. (2005). *Blue Ocean Strategy.* Paris: Harvard Business Review.

Knudsen, O., Hermansen, O., & Tvedt, K. (2018). *EFTA.* Retrieved from Store norske leksikon: https://snl.no/EFTA

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation.* Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons Inc. .

Kristelig Folkeparti. (n.d.). *KrFs stortingsprogram 2017-2021*. Retrieved from krf.no: https://www.krf.no/globalassets/vedlegg/politiske-dokumenter/krfs-vedtatte-stortingsprogram-2017-2021-ikke-korrekturlest.pdf

Kristofersen, M. J. (2014). *Enorme forskjeller i antibiotikabruken*. Retrieved from Nationen.no: https://www.nationen.no/article/enorme-forskjeller-i-antibiotikabruken/

Kvale, A. (2018). *Slakter kostnader - kutter 300 stillinger*. Retrieved from Dagens næringsliv: https://www.dn.no/industri/nortura/arne-kristian-kolberg/kenneth-johansen/slakter-kostnader-kutter-300-stillinger/2-1-254649

Lanbruksdirektoratet. (2018). *Prisutvikling på egg - oktober 2018*. Retrieved from Lanbruksdirektoratet:

https://www.landbruksdirektoratet.no/no/statistikk/prisutvikling/egg?fbclid=IwAR3064TUQkqid2C5qW31eTXzHtVTuVhq5K2AYFAe2VKMNef0hp6PwF6lkFc

Landbruks - og matdepartementet. (2015). *Evaluering av markedsbalansering*. Retrieved from Landbruks - og matdepartementet: https://www.regjeringen.no/contentassets/8c5c52e805264b72b5b0600422ab728a/m-0747-b_evaluering-av-markedsbalansering.pdf

Landbruksdirektoatet. (2018). *Import av landbruksvarer*. Retrieved from Landbruksdirektoatet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/internasjonal-handel/import-av-landbruksvarer/import-av-landbruksvarer#center

Landbruksdirektoratet. (2017). *MEr om de enkelte tilskuddsordningene*. Retrieved from Landbruksdirektoratet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/tilskuddsbase/undersider/mer-om-de-enkelte-tilskuddsordningene--51298

Landbruksdirektoratet. (2017). *Tilskudd til jordbruksforetak*. Retrieved from Landbruksdirektoratet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/tilskuddsbase?navn=&utbetalingsaar=2018&fylke=&sort=NAVN&sortOrder=ASC

Landbruksdirektoratet. (2018). *Prisutvikling på kylling - oktober 2018*. Retrieved from Landbruksdirektoratet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/statistikk/prisutvikling/kylling?fbclid=IwAR1Y7-QGcJqwfIiELmju65tk_e9zpE8W9_yCsP4sLFWiIPQxsi7HDxWVKgw

Landbruksdirektoratet. (2018). *Prisutvikling på storfe - oktober 2018*. Retrieved from Landbruksdirektoratet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/statistikk/prisutvikling/storfe?fbclid=IwAR1gCzd65xO-waMVrZswOPEBTY45GiAwLUoTetQzo_JZSnde_6j_6tDW9Fo

Landbruksdirektoratet. (2018). *Prisutvikling på svin - oktober 2018*. Retrieved from Landbruksdirektoratet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/statistikk/prisutvikling/svin?fbclid=IwAR3064TUQkqid2C5qW31eTXzHtVTuVhq5K2AYFAe2VKMNef0hp6PwF6lkFc

Landbruksdirektoratet. (n.d.). *Eksport av viktige norske landbruksvarer*. Retrieved from Landbruksdirektoratet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/statistikk/eksport/viktige-landbruksvarer

Landbruksdirektoratet. (n.d.). *Om målprissystemet*. Retrieved from Landbruksdirektoratet: https://www.landbruksdirektoratet.no/no/9579/om-m%C3%A5lprissystemet

Larsen, T. (2018). *Credit Research Nortura* . Retrieved from DNB Markets : file://penny/Stud$/s145242/Downloads/CRNI_6_114844.pdf

le News. (2018). *Swiss agricultural policy costs households 2,500 francs a year, according to study*. Retrieved from le News: https://lenews.ch/2018/09/13/swiss-agricultural-policy-costs-households-2500-francs-a-year-according-to-study/?fbclid=IwAR3G5kLD5l44khr1u89FWI7t5qb_ThLndMrTlgbnNXXKLvJnwyh3xhQzLqA

Lederkilden. (n.d.). *Betaverdi*. Retrieved from Lederkilden: https://www.lederkilden.no/ordliste/beta-verdi

Lien, L. B., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. Ø. (2016). *Strategiboken.* Fagbokforlaget.

Limnios, E., Watson, J., Mazzarol, T., Soutar, & Geoffrey. (2016). *Financial instruments and equity structures for raising capital in co-operatives*. Retrieved from Emerald Insight: https://www.emeraldinsight.com/doi/full/10.1108/JAOC-01-2013-0006

Lintner, J. (1965). *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets.* Retrieved from JSTOR: https://www.jstor.org/stable/1924119?seq=1#metadata_info_tab_contents

Loen, R. (2014). *Samvirke*. Retrieved from Store norske leksikon: https://snl.no/samvirke

Long, J. (1972). *Wealth, Welfare, and the Price of Risk.* Retrieved from JSTOR: https://www.jstor.org/stable/2978485?seq=1#metadata_info_tab_contents

Makridakis, S., Wheelwright, S., & Hyndman, R. (1998). *Forecasting methods and applications.* New York: Wiley.

Markowitz, H. (1952). *Portfolio selcetion*. Retrieved from JSTOR: https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf

Marr, B. (2018). *What is Industry 4.0? Here's A Super Easy Explanation For Anyone*. Retrieved from Forbes: https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2018/09/02/what-is-industry-4-0-heres-a-super-easy-explanation-for-anyone/#1ac587a69788

Martin, R. (2015). *Strategy Is About Both Resources and Positioning*. Retrieved from https://hbr.org/2015/04/strategy-is-about-both-resources-and-positioning

Matmerk. (2014, 10 10). *Eventyrlig lokalmatsalg*. Retrieved from Matmerk: https://www.matmerk.no/no/matmerk/aktuelt/eventyrlig-lokalmatsalg

Miljødirektoratet. (2018). *Klimagassutslipp fra jordbruk*. Retrieved from Miljøstatus.no: http://www.miljostatus.no/tema/klima/norske-klimagassutslipp/klimagassutslipp-jordbruk/

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory og investment* . Retrieved from American Economic Association: https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf

Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a Capital Asset Market.* Retrieved from JSTOR: https://www.jstor.org/stable/1910098?seq=1#metadata_info_tab_contents

Mullins, D. (1982). *Does the Capital Asset Pricing Model Work?* Retrieved from Harvard Business Review: https://hbr.org/1982/01/does-the-capital-asset-pricing-model-work

Nasjonal digital læringsarena. (2017). *Skalfordeler i markedsføringssammenheng*. Retrieved from Nasjonal digital læringsarena: https://ndla.no/subjects/subject:7/topic:1:183189/topic:1:111121/resource:1:76563

Newman, D. L. (1999). *The Performance Appraisal and Valuation of Cooperative Organisations:*. Retrieved from http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/124093/2/Newman.pdf

Nielsen. (2018). *Rekordlav vekst i norsk dagligvare 2017*. Retrieved from Nielsen.com: https://www.nielsen.com/no/no/insights/news/2018/dagligvarerapporten-2018.html

Nissim, D., & Penman, S. (2001). Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice. *Review of Accounting Studies*.

Nissim, D., & Penman, S. (2008). *Principles for the Application of Fair Value Accounting*. Retrieved from Columbia Business School: file://penny/Stud$/s145242/Downloads/CEASA-WP3822.pdf

Nofima. (2018). *Kan blockchain brukes for sporing av matvarer?* Retrieved from Nofima.no: https://nofima.no/nyhet/2018/09/kan-blockchain-brukes-for-sporing-av-matvarer/

Nordfjord Kjøtt AS . (n.d.). *Produkter*. Retrieved from Nordfjord Kjøtt AS: https://nordfjordkjott.no/produkter

Nordfjord Kjøtt AS. (n.d.). *Nordfjord Kjøtt*. Retrieved from Nordfjord Kjøtt: https://nordfjordkjott.no/om-nordfjord

Norges Bank. (2018). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet september 2018.* Retrieved from Norges-bank.no: https://static.norges-bank.no/contentassets/6a3f42a04d854db89a77206c8b2db996/ppr_318.pdf?v=09/20/2018142502&ft=.pdf

Norges bank. (2018). *Statsobligasjoner daglige noteringer* . Retrieved from Norges bank: https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/

Norges bank. (2018). *Styringsrenten*. Retrieved from Norges bank: https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/

Norsk institutt for bioøkonomi. (2018). *Matpriser*. Retrieved from Norsk institutt for bioforskning: https://www.nibio.no/tema/landbruksokonomi/matpriser?fbclid=IwAR2lqC5wQElbFG-sROS3FaiYWdfUwb_nu2cGFzDUf8hdcPv5ZDPfvYwN88w

Norsk kylling AS . (n.d.). *Si hei til Hubbard!* Retrieved from Norsk kylling AS: http://www.norsk-kylling.no/si-hei-til-hubbard/

Norsk Kylling AS. (n.d.). *Norsk kylling*. Retrieved from Norsk kylling AS: http://www.norsk-kylling.no/om-oss/

Norsk landbrukssamvirke. (2017). *Derfor ønsker bøndene å styre sin egen industri*. Retrieved from Norsk landbrukssamvirke: Norsk landbrukssamvirke

Norsk landbrukssamvirke. (2017). *Landbrukets driftskredittordning – en viktig bidragsyter i bondens økonomi i 50 år*. Retrieved from Norsk landbrukssamvirke: https://www.landbruk.no/samvirke/landbrukets-driftskredittordning-viktig-bidragsyter-bondens-okonomi-50-ar/

Norsk regnskapsstifelse. (2012). *Norsk RegnskapsStandard 19 Immaterielle eiendeler*. Retrieved from Norsk regnskapsstifelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2015/01/NRS-19-Immaterielle-eiendeler-desember-2012.pdf

Norsk regnskapsstiftelse . (2012). *Norsk RegnskapsStandard 19 Immaterielle eiendeler*. Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse : http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2015/01/NRS-19-Immaterielle-eiendeler-desember-2012.pdf

Norsk regnskapsstiftelse. (2008). *Norsk RegnskapsStandard 14 Leieavtaler*. Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2015/01/NRS-14-Leieavtaler-2008.pdf

Norsk regnskapsstiftelse. (2008). *Norsk RegnskapsStandard 4 Offentlige tilskudd* . Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2008/06/NRS-4-Offentlige-tilskudd-2008.pdf

Norsk regnskapsstiftelse. (2009). *Foreløpig Norsk RegnskapsStandard Nedskrivning av anleggsmidler* . Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2015/01/NRSF-Nedskrivning-av-anleggsmidler-2009.pdf

Norsk regnskapsstiftelse. (2009). *Varer*. Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2014/11/NRS-1-Varer-sept-2009.pdf

Norsk regnskapsstiftelse. (2010). *Veiledning Regnskapsføring av inntekt.* Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2014/12/NRSV-Regnskapsf%C3%B8ring-av-inntekt.pdf

Norsk regnskapsstiftelse. (2013). *Norsk RegnskapsStandard 13 Usikre forpliktelser og betingede eiendeler.* Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2008/06/NRS-13-Usikre-forpliktelse-og-betingede-eiendeler-2013.pdf

Norsk regnskapsstiftelse. (2014). *Norsk RegnskapsStandard 6 Pensjonskostnader*. Retrieved from Norsk regnskapsstiftelse: http://wpstatic.idium.no/www.regnskapsstiftelsen.no/2012/12/2014.1-NRS-6-Pensjonskostnader-med-vedlegg.pdf

Norsvin. (2018). *9 millioner kroner til forskning på genredigering.* Retrieved from Norsvin.no: http://norsvin.no/9-millioner-kroner-forskning-pa-genredigering/

Nortura Medlem. (2016). *Engros - målpris og nettonotering*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/nyheter/engrospris-malpris-og-nettonotering-article27540-11885.html

Nortura Medlem. (2017). *Forsinkelsesrente/kontraktsrente*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/leveringsvilkar/forsinkelsesrente-kontraktsrente-article23315-11916.html

Nortura Medlem. (2017). *Norsk kylling faser ut kalkunproduksjon*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/organisasjon/nyheter/arkiv-2017/norsk-kylling-faser-ut-kalkunproduksjonen-article40893-18482.html

Nortura Medlem. (2017). *Nybrukerpakken*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/organisasjon/start-nybruker/nybrukerpakken/

Nortura Medlem. (2018, 10). *Avregningspriser gris - vilkår gris*. Retrieved from Nortura MEdlem: https://medlem.nortura.no/prislister/avregningspriser-gris-vilkar-gris-article16792-11969.html?fbclid=IwAR3nC-d7xKFYqeBp3JnlehF8VaQt8Ss9SxopnjY_g7ET81wi0ggne_3DV4Q

Nortura Medlem. (2018, 11). *Avregningspriser priser - vilkår småfe*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/prislister/avregningspriser-smafe-vilkar-smafe-article16785-11969.html?fbclid=IwAR1_SvE7fdfJZN6QpB56slmew-xqmFt8okotQLEqGcjrkxrEWV5ID6KEIgc

Nortura Medlem. (2018). *Her finner du Nortura sine medlemsbutikker*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/nyheter/her-finner-du-nortura-sine-medlemsbutikker-article42485-11885.html

Nortura Medlem. (2018). *Kostnader retur - og nisjeslakt*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/leveringsvilkar/kostnader-retur-og-nisjeslakt-article16654-11916.html

Nortura Medlem. (2018). *Medlembutikker i Nortura*. Retrieved from Nortura Medlem: https://docs.google.com/document/d/10Gvnt33qk3M3Mbp3FM-qhmLrm7Yp9JNvK02sUKY5it8/edit

Nortura Medlem. (2018). *Retur av slakt, nisjeslakt og medlemskjøp*. Retrieved from Nortura MEdlem: https://medlem.nortura.no/leveringsvilkar/retur-av-slakt-nisjeslakt-og-medlemskjop-article16721-11916.html

Nortura SA. (2017). *Bærekraftsrappor 2017*. Retrieved from Nortura SA: http://www.nortura.no/contentassets/7b3298321e5b452f92497246dbc4e484/barekraftsrapport_2017.pdf

Nortura SA. (2017). *Gilde blant Norges aller sterkeste merkevarer*. Retrieved from Nortura.no: http://www.nortura.no/pressesenter/2017/gilde-blant-norges-aller-sterkeste-merkevarer-viser-yougovs-brandindex/

Nortura SA. (2017). *Vedtekter for Nortura SA*. Retrieved from Nortura: http://www.nortura.no/om/vedtekter/

Nortura SA. (2018). *Arne Kristian Kolberg går av som konsernsjef i Nortura*. Retrieved from Nortura SA: http://www.nortura.no/pressesenter/arne-kristian-kolberg-gar-av-som-konsernsjef-i-nortura/

Nortura SA. (2018, 05). *Credit Investor Presentation*. Retrieved from file://penny/Stud$/s145242/Downloads/Investor%20Presentation%20-%20Hybrid%20Issue%20May%202018%20(2).pdf

Nortura SA. (2018). *Grunnlagsdokument storfe, sau/lam og egg*. Retrieved from Totalmarked, Nortura: http://totalmarked.nortura.no/getfile.php/13333637-1527599644/Totalmarked/Grunnlagsdokument/180529%20GrD%20endelig.pdf

Nortura SA. (2018). *Hvilken type rådgivning trenger Norturabonden?* . Retrieved from Nortura SA: file://penny/Stud$/s145242/Downloads/Nortura-og-R%C3%A5dgiving.pdf

Nortura SA. (2018). *Konsernledelsen*. Retrieved from Nortura SA: http://www.nortura.no/om/konsernledelsen/

Nortura SA. (2018). *Mer miljøvennlige middagsfavoritter*. Retrieved from Nortura.no: http://www.nortura.no/pressesenter/mer-miljovennlige-middagsfavoritter/

Nortura SA. (2018). *Nortura løfter dyrevelferden til GIlde-grisen*. Retrieved from Norutra.no: http://www.nortura.no/pressesenter/nortura-lofter-dyrevelferden-til-gilde-grisen/

Nortura SA. (2018). *Rådgivningspakker*. Retrieved from Nortura Medlem: https://medlem.nortura.no/radgivingstilbud/radgivningspakker-article28442-11996.html?fbclid=IwAR2DvJ587OEnhPipvZd1HRwheL6IzAQkvfq4PD5bO0wLltmCZaGThtgNbJ4

Nortura SA. (n.d.). *Bondens selskap*. Retrieved from Nortura: http://www.nortura.no/naturlig-kvalitet-fra-norske-bonder/#link_361669

Nortura SA. (n.d.). *Dyrehold i Norge*. Retrieved from Nortura: http://www.nortura.no/naturlig-kvalitet-fra-norske-bonder/#link_361837

Nortura SA. (n.d.). *Historie*. Retrieved from Nortura SA: http://www.nortura.no/om/historie/

Nortura SA. (n.d.). *Industri 4.0*. Retrieved from Nortura.no: http://www.nortura.no/aktuelle-saker/industri-4.0/

Nortura SA. (n.d.). *Vi utnytter hele dyret for miljøets skyld*. Retrieved from Nortura SA: http://www.nortura.no/gir-matglede-rundt-spisebordet/bruker-hele-dyret/

Nortura SA. (n.d.). *Våre produksjonssteder* . Retrieved from Nortura.no: http://www.nortura.no/tatt-hand-om-av-stolte-fagfolk/#link_361647

Nortura Tønsberg. (2018). *Velkommen til Nortura Tønsberg!* Retrieved from Nortura Tønsberg: https://www.vfk.no/globalassets/vfk/dokumenter/regional/naring/orientering-om-nortura-sa.pdf

Ohlson, J. (1980). *Financial Rations and the Probalistic Prediction of Bankruptcy.* Retrieved from JSTOR: https://www.jstor.org/stable/pdf/2490395.pdf

Ohlson, J., & Juettner-Nauroth, B. (2005). *Expexted EPS and EPS Growth as Determinants of Value*. Retrieved from https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s11142-005-1535-3.pdf

Olsen, T. (2017). *Stadig flere steller dårlig med dyrene sine. Mattilsynet med rekordmange tips om vanskjøtsel*. Retrieved from Aftenposten.no: https://www.aftenposten.no/norge/i/wa12P/Stadig-flere-steller-darlig-med-dyrene-sine-Mattilsynet-med-rekordmange-tips-om-vanskjotsel

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Rohan, W. (1999). *The determinants and implications of corporate cash holdings*. Retrieved from Science Direct: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X99000033

Penman, S. (2013). *Financial Statement Analalysis and Security Valuation.* McGraw-Hill Education.

Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis.* Vigmostad & Bjørke AS.

Pihl, L. H. (2003). *Commission and Finland clash on farm subsidies*. Retrieved from EUobserver :

https://euobserver.com/news/13031?fbclid=IwAR1l4d9tdzRTfuICpR06vV6D8Glqc6yivGkIY9NlaU1GsrIWCmDkprCCklw

Porter, M. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Retrieved from SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1496175

Porter, M. (1996). *What is Strategy?* Retrieved from https://iqfystage.blob.core.windows.net/files/CUE8taE5QUKZf8ujfYlS_Reading+1.4.pdf

PricewaterhouseCoopers. (2014). *Risikopremien i det norsk markedet 2013-2014*. Retrieved from PricewaterhouseCoopers: https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2013-2014.pdf

PricewaterhouseCoopers. (2017). *Risikopremien i det norske markedet 2017*. Retrieved from PricewaterhouseCoopers: https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf

Ramamurthy, S., & de Lavigne, C. (2017). *KPMG M&A Report Agriculture.* Retrieved from KPMG: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/sg/pdf/2017/01/Eight-key-trends-driving-MA-in-Agribusiness.pdf

Regjeringen. (2011). *Mat, makt og avmakt - om styrkeforholdene i verdikjeden for mat.* Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/contentassets/a46b6fc6d9e44882a47be0621ed899a4/no/pdfs/nou201120110004000dddpdfs.pdf

Regjeringen. (2011). *NOU 2011: 4*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2011-4/id640128/sec4

Regjeringen. (2015). *Bedre skatt - En skattereform for omstilling og vekst*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-4-20152016/id2456324/sec1

Regjeringen. (2015). *Bedre skatt- En skattereform for omstilling og vekst*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-4-20152016/id2456324/sec1

Regjeringen. (2015). *Endringer i statsbudsjettet 2016 under Landbruks - og matdepartementet*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-133-s-20152016/id2501799/sec1

Regjeringen. (2015). *Endringer i statsbudsjettet 2016 under Landbruks- og matdepartementet*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-133-s-20152016/id2501799/sec1

Regjeringen. (2015). *Hovedavtalen for jordbruket*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/hovedavtalen-for-jordbruket-/id87386/

Regjeringen. (2015). *Slutt på eksportsubsidier*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/slutt-pa-eksportsubsidier/id2414005/

Regjeringen. (2016). *Perspektivmeldingen 2017*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-29-20162017/id2546674/sec1

Regjeringen. (2016). *Samtykke til inngåelse av avtale med Den europeiske union (EU) om utvidet handel med landbruksvarer etter EØS-avtalens artikkel 19.* Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-115-s-20162017/id2549547/sec1

Regjeringen. (2017). *Endringer i statsbudsjettet 2018 under Landbruks- og matdepartementet*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-94-s-20172018/id2602222/sec5

Regjeringen. (2017). *Jordbruksavtale 2017-2018*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/contentassets/4e46f99082e64722a0809fb0f69325d2/jordbruksavtale-2017-2018.pdf

Regjeringen. (2017). *Prop. 94 S (2017-2018).* Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-94-s-20172018/id2602222/sec5

Regjeringen. (2018). *Importvernet for jordbruksvarer*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/jordbruk/innsikt/handel-med-jordbruksprodukter/importvernet-for-jordbruksvarer/id2364459/

Regjeringen. (2018). *Importvernet for jordbruksvarer*. Retrieved from Regjeringen: https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/jordbruk/innsikt/handel-med-jordbruksprodukter/importvernet-for-jordbruksvarer/id2364459/

Regjeringen. (2018). *Jordbruksoppgjøret*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/jordbruk/innsikt/jordbruksoppgjoret/jordbruksoppgjoret/id2354585/

Regjeringen. (2018). *Ny forskrift for pengepolitikken*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-forskrift-for-pengepolitikken/id2592551/

Regjeringen. (2018). *Skattesatser 2019*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/

Regjeringen. (2018). *Skattesatser 2019*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/

Regjeringen. (n.d.). *Endringer i statsbudsjettet 2018 under Landbruks- og matdepartementet* . Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-94-s-20172018/id2602222/sec5

Regjeringen.no. (2016). *Enringer i statsbudsjettet 2017 under Landsbruks- og matdepartementet*. Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-141-s-20162017/id2554106/sec1

Rema 1000. (2010, 02 01). *Rema 1000 kjøper Norsk Kylling*. Retrieved from Rema 1000: https://www.rema.no/nyheter/rema-1000-kjper-norsk-kylling/

Rema 1000. (2018). *Bedre dyrevelferd for folk flest*. Retrieved from Rema.no: CjwKCAjwoMPcBRAWEiwAiAqZh5Ag3R9CQW5KUrNZFW_3K9BTL87mm5wSv3eVsCt2xZGAAbBgmMlVXRoCo

Retailmagasinet. (2018). *God start for årets tre første måneder*. Retrieved from Retailmagasinet: http://retailmagasinet.no/nyhetsarkiv/god-start-arets-tre-forste-maneder

Reynolds, A. (2013). Defining the value of the cooperative business model: An introduction. http://www.uwcc.wisc.edu/pdf/Reynolds_WhitePaper_values.pdf.

Ripegutu, H. (2018). *Kiwi knuser konkurrentene* . Retrieved from Nettavisen.no: https://www.nettavisen.no/na24/kiwi-drar-fra-konkurrentene/3423526831.html

Roger, J. (2014). *The Neoclasical Theory of Cooperatives: Part 1*. Retrieved from Journal of Cooperatives: https://ageconsearch.umn.edu/bitstream/244008/2/PARTI_FINALVERSION.pdf

Ross, S. (1976). *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing.* Retrieved from Science Direct: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0022053176900466

Rumelt, R. (2012). Good strategy/bad strategy: The difference and why it matters. *Strategic Direction 28 (8)*.

Rålm, P. C., & Pettersen, I. (2011). *Konkurranse, matmakt eller politikk av en annen verden?* Retrieved from Norsk institutt for landsbruksøkonomisk forskning: file://penny/Stud$/s145242/Downloads/Seminar_Matmakt%20%2011%2002%2013v2.pdf

Samvirkesenteret. (n.d.). *Særpreg*. Retrieved from Samvirkesenteret: https://www.samvirke.org/Samvirkesomforetaksform/Selskapsformen/S%C3%A6rpreg.aspx

Sandbu, A. (2015). *Samvirkekritikken er mytespredning*. Retrieved from Bondeblader: http://www.bondebladet.no/article/samvirke-kritikken-er-mytespredning/

Schroeder, T. C. (1992). Economies of Scale and Scope for Agricultural Supply and Marketing Cooperatives. *Review of Agricultural Economics*.

Schröder, D. (2004). *The Implied Equity Risk Premium - An Evaluation of Empirical Methods.* Retrieved from Birkbeck University of London: http://www.bbk.ac.uk/ems/faculty/schroeder/schroeder-downloads/ERP.pdf

Senterpartiet. (n.d.). *Landbruk*. Retrieved from Senterpartiet.no: https://www.senterpartiet.no/politikk/politisk-sak/landbruk

Sharpe, W. (1964). *Capital asset prices; A theory of market equilibrium under conditions of risk*. Retrieved from The Journal of Finance: http://efinance.org.cn/cn/fm/Capital%20Asset%20Prices%20A%20Theory%20of%20Market%20Equilibrium%20under%20Conditions%20of%20Risk.pdf

Solem, L. K. (2017). *Nortura lider under konkurransen i dagligvaremarkedet.* Retrieved from Dagens Næringsliv: https://www.dn.no/industri/nortura-lider-under-konkurransen-i-dagligvaremarkedet/2-1-42831

Solem, L. K., & Kleppe, M. K. (2016). *Matvaregigantene skviser ut Gille og Prior*. Retrieved from Dagens Næringsliv: https://www.dn.no/handel/finans/nortura/matvaregigantene-skviser-ut-gilde-og-prior/1-1-5618045?v=3771

Sosialistisk venstreparti. (n.d.). *Næringspolitikk og ressursforvaltning*. Retrieved from SV.no: https://www.sv.no/arbeidsprogram/naeringspolitikk-og-ressursforvaltning/

Sparebank 1. (n.d.). *Driftskreditt for landbruket*. Retrieved from Sparebank 1: https://www.sparebank1.no/nb/bank/bedrift/produkter/driftskredittforlandbruket.html?fbclid=IwAR1ELC4yneWy5zsAJPdG6vq21D-Ro6fQziEOPIfmXLNJ3QLx9BuskdIhxCw

Staatz, J. (n.d.). *The structural charachteristics of farmer cooperatives and their behavioral consequences*. Retrieved from http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.667.862&rep=rep1&type=pdf

Standard & Poor`s. (n.d.). *Understanding ratings*. Retrieved from Standard & Poor`s: https://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings#firstPage

Statistisk sentralbyrå. (2017). *Strukturen i jordbruket, 2016, førebelse tal*. Retrieved from Statistisk sentralbyrå: https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/stjord/aar/2017-01-17

Statistisk sentralbyrå. (2018). *Aldri før produsert meir kjøt i Noreg*. Retrieved from Statistisk sentralbyrå: https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/aldri-for-produsert-meir-kjot-i-noreg

Statistisk sentralbyrå. (2018). *Befolkningsfamskrivningene. 2018-2060*. Retrieved from ssb.no: https://www.ssb.no/folkfram

Statistisk sentralbyrå. (2018). *Fakta om befolkningen*. Retrieved from Statistisk sentralbyrå: https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen

Statistisk sentralbyrå. (2018). *Grensehandel*. Retrieved from Statistisk sentralbyrå: https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/statistikker/grensehandel/kvartal

Statistisk sentralbyrå. (2018, 03). *Strukturen i jordbruket* . Retrieved from SSB.no: https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/stjord/aar

Statitisk sentralbyrå. (2012). *Forbrukerundersøkelsen.* Retrieved from ssb.no: https://www.ssb.no/inntekt-og-forbruk/statistikker/fbu/aar/2013-12-17

Statitisk sentralbyrå. (2018). *Grensehandel*. Retrieved from ssb.no: https://www.ssb.no/grensehandel/

Sticos. (2016). *Endring i regelverket for leasingkontrakter*. Retrieved from Sticos: https://www.sticos.no/fagstoff/kategori/regnskap/endring-i-regelverket-for-leasingkontrakter

Sørum, G. J. (n.d.). *Landbrukssamvirkenes historie i Norge* . Retrieved from Landbruk Arena: https://www.landbrukarena.no/fag/landbrukssamvirkenes-historie-i-norge/

Tine. (2018). *Tine og Felleskjøpet med ny satsning.* Retrieved from Tine Kommunikasjon: https://medlem.tine.no/aktuelt/nyheter/nyheter/tine-og-felleskj%C3%B8pet-med-offensiv-satsning-etablerer-teknologiselskap-med-internasjonale-ambisjoner

Tine SA. (n.d.). *Matindustrien mindre konjunkturfølsom*. Retrieved from Tine SA: https://www.tine.no/presserom/nyhetsarkiv/matindustrien-mindre-konjunkturf%C3%B8lsom

Toft, N. (2016). *SMART LANDBRUK – Kobling og bruk av Big Data.* Retrieved from Innavasjon Norge: https://www.innovasjonnorge.no/globalassets/samletpresentasjon_go-bio-24mai-2016.pdf

Totalmarked kjøtt og egg. (2018). *Markedsprognose kjøtt og egg pr. juni 2018.* Retrieved from Totalmarked kjøtt og egg: http://totalmarked.nortura.no/getfile.php/13335793-1529569741/Totalmarked/Prognose/MarkedsPrognoseKj%C3%B8ttEggJuni2018.pdf

Totalmarked kjøtt og egg. (n.d.). *Om oss.* Retrieved from Totalmarked kjøtt og egg: http://totalmarked.nortura.no/om-oss/category18547.html

Treynor, J. (1962). *TOWARD A THEORY OF MARKET VALUE OF RISKY ASSETS.* Retrieved from file://penny/Stud$/s145242/Downloads/SSRN-id628187..pdf

Trugman, G. (2017). *Understanding Buseiness Valuation.* Wiley.

United States Department of Agriculture. (1993). *What Are Patronage Refunds?* Retrieved from United States Department of Agriculture: https://www.rd.usda.gov/files/cir9.pdf

Universistet i Bergen. (2010). *Det kostbare jorbruket.* Retrieved from UiB.no: https://www.uib.no/info/dr_grad/2010/Gaasland_Ivar.html

Van den Steen, E. (2013). *A Formal theory of Strategy.* Retrieved from Harvard Business School: file://penny/Stud$/s145242/Downloads/SSRN-id2383981.pdf

Venstre. (n.d.). *Et framtidsrettet og bærekraftig landbruk*. Retrieved from Venstre.no: https://www.venstre.no/tema/jordbruk-havbruk/framtidsrettet-baerekraftig-landbruk/

Visma. (n.d.). *Betalbar skatt*. Retrieved from Visma: https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/b/betalbar-skatt/

Visma. (n.d.). *Varekostnad*. Retrieved from Visma : https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/v/varekostnad/

Walker, J. (2012). *Valuing the cooperative firm based on discounted cash flows*. Retrieved from

https://shareok.org/bitstream/handle/11244/25732/Walker_okstate_0664M_13707.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Wernerfelt, B. (1984). *A Resource-Based View of the Firm.* Retrieved from http://web.mit.edu/bwerner/www/papers/AResource-BasedViewoftheFirm.pdf

Wifstad, K., Jenssen, T., Eide, L., Grunfeld, L., & Skogli, E. (2018). *Konkurranse i dagligvareleddet.* Retrieved from Regjeringen.no: https://www.regjeringen.no/contentassets/4c26f095eaaa4f9c9d001762f78bcc72/virke-dagligvare---vedlegg.pdf?uid=Virke_Dagligvare_-_vedlegg.pdf

Østfold BU. (2013). *Kontaktseminar UMB-studenter og landbruksorganisasjonene*. Retrieved from Norsk landbrukssamvirke: https://docplayer.me/4149848-Ostfold-bu-hostkurs-sanner-21-september-2013-vidar-kapelrud-org-sjef-norsk-landbrukssamvirke-velkommen-til.html

Års – og tertialrapporter

Nortura SA. (2007a til 2018b)

Årsrapporter: http://www.nortura.no/om/finansiell-informasjon/arsrapporter/

Tertialrapporter: http://www.nortura.no/om/finansiell-informasjon/delarsrapporter/