



Strategisk rekneskapsanalyse og verdivurdering:

AKVA Group ASA

Bendik Grimsbø og Markus Lunde

Rettleiar: Frøystein Gjesdal

NOREGS HANDELSHØGSKOLE

Dette sjølvstendige arbeidet er gjennomført som eit ledd i masterstudiet i rekneskap og revisjon ved Noregs Handelshøgskole og godkjent som såleis. Godkjenninga inneber ikkje at høgskolen eller sensorar står inne for dei metodar som er brukt, resultat som er framkome eller konklusjonar som er trekte i arbeidet.

Samandrag

I masterutgreiinga er det gjennomført strategisk rekneskapsanalyse og verdivurdering av AKVA Group ASA, med føremål om å lage eit estimat på eigenkapitalverdien i selskapet. Som verdsetjingsteknikk er fundamental verdivurdering nytta. Ettersom det endelege verdiestimatet byggjer på ei usikker strategisk utvikling er det avslutningsvis gjort ei grundig analyse og drøfting av uvissa i estimatet.

Verdivurderinga kan overordna delast i tre. I den første delen er selskapet og bransjen presentert, og det blir særleg lagt vekt på utviklingstrekk ved bransjen og kva slags utfordringar ein står overfor i tida framover. Vidare blir det gjort ei strategisk analyse av interne og eksterne forhold som påverkar AKVA Group og resten av bransjen. Blant anna blir det peika på myndigheitene si strenge regulering av oppdrettsbransjen, uløyste biologiske utfordringar og overgangen til landbasert oppdrett som viktige forhold. I tillegg er det i analysen vist til ein sterk kunde-leverandør-relasjon og ein liten og spesialisert marknad som viktige grunnar til at etableringslysta for eksterne aktørar er låg. Den strategiske analysen etterlet likevel eit inntrykk av stor uvisse knytt til korleis bransjen vil utvikle seg. Grunnen til dette er særleg dei mange uløyste utfordringane som gir moglegheiter for innovative aktørar. Analysen avdekkjer ingen varige ressursfortrinn for AKVA Group, men ser altså moglege bransjefordelar på sikt.

Innleiingsvis i del 2 blir det gjennomført omgruppering og justering av rekneskapa slik at denne blir meir investororientert. Deretter er det gjennomført kvantitative analysar av historiske tal, som avdekkjer at AKVA Group i perioden 2014-2019 har hatt ein strategisk fordel på ca. 7,8 %.

I del tre av utgreiinga blir det utarbeidd framtidsrekneskap med utgangspunkt i strategisk rekneskapsanalyse. Dette betyr at resultatane frå den strategiske analysen i del 1 og dei kvalitative analysane i del 2 vert nytta til å anslå framtidig vekst i sentrale budsjettdrivarar. Vidare blir framtidige avkastingskrav klarlagd, før det endelege verdiestimatet blir rekna ut. Estimatet på eigenkapitalverdien er **101,3 kr. per aksje**. Simulerings- og sensitivitetsanalysar viser uvissa i estimatet, men det er likevel konkludert med ei **kjøpsanbefaling** på aksjen.

Forord

Masterutgreiinga er utarbeida som del av ein toårig master i rekneskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole (NHH). Utgreiinga er ein moglegheit til å nytte kunnskap frå våre år som bachelor- og masterstudentar ved NHH til å gjennomføre eit sjølvstendig og praktisk relevant arbeid. Det er fleire grunnar til at temaet «strategisk rekneskapsanalyse og verdivurdering» blei vald for masterutgreiinga, men mest sentralt står temaet sin relevans for revisoryrket.

For det første gir temaet moglegheit til å betre rekneskapsforståinga, ettersom mykje av analysearbeidet i ei verdsetjing skjer med utgangspunkt i rekneskapen. I sum gir ei slik utgreiing ei heilt anna djupne i rekneskapsforståinga enn tradisjonelle rekneskapsfag vil gi. For det andre spelar strategisk analyse ei sentral rolle i verdsetjinga, og dette har utan tvil betra vår strategiske- og forretningsmessige forståing. Ettersom verdiestimatet byggjer på strategisk analyse i kombinasjon med kvantitative analysar har vi i større grad enn tidlegare lært å sjå rekneskapen i kombinasjon med interne og eksterne strategiske forhold. Etter vårt syn er forretningsforståing ein svært viktig del av revisjonsfaget, ettersom dette set ein i betre stand til å forstå drivarane bak rekneskapstala, selskapa sine prioriteringar og betydinga av eksterne forhold.

I sum opplever vi som studentar å sitte igjen med svært mykje praktisk anvendeleg kunnskap etter å ha gjennomført arbeidet. Det opplevast også givande og motiverande å gå i djupna på ei konkret problemstilling på ein heilt annan måte enn ei får moglegheit til i tradisjonelle bachelor- eller masterkurs.

Til slutt vil vi rette ein stor takk til vår rettleiar Frøystein Gjesdal for å ha bidrege med sin kunnskap og erfaring.

Innholdsfortegnelse

Kapittel 1: Innleiing	9
1.1. Målsetjing	9
1.2. Avgrensing	9
1.3. Struktur	9
Kapittel 2: Presentasjon av bransje og selskap	11
2.1. Oppdrettsnæringa	11
2.1.1. Historie	11
2.1.2. Oppdrettsnæringa i dag	12
2.1.3. Miljø og biologi	13
2.2. Bransjen for havbruksleverandørar	14
2.2.1. Verdiskaping og sysselsetting	14
2.2.2. Utviklingstrekk	15
2.3. Aktørar i bransjen	18
2.3.1. Steinsvik AS	18
2.3.2. Optimar AS	19
2.3.3. Aqualine AS	20
2.4. AKVA Group	21
2.4.1. Historie	21
2.4.2. Lokalisering	22
2.4.3. Forretningsområde	22
2.4.4. Finansiell stilling	24
2.4.5. Aksjonærforhold	25
2.5. Samanlikning mot bransjen	26
2.5.1. Produkt	26
2.5.2. Marknad	27
2.5.3. Økonomi	27
Kapittel 3: Val av verdsettingsteknikk	29
3.1. Oversikt over verdsetjingsteknikkar	29
3.1.1. Fundamental verdivurdering	29
3.1.2. Komparativ verdivurdering	30
3.1.3. Opsjonsbasert verdivurdering	31
3.2. Val av hovudteknikk	32
3.3. Rammeverk for fundamental verdivurdering	34
Kapittel 4: Strategisk analyse	37

4.1. PESTEL-analyse	38
4.1.1. Politikk og legale forhold.....	38
4.1.2. Økonomi	40
4.1.3. Sosiokulturelle forhold.....	44
4.1.4. Teknologi	45
4.1.5. Miljø.....	47
4.1.6. Oppsummering PESTEL.....	48
4.2. Porter sine fem konkurransekrefter	49
4.2.1. Trussel om nyetablering.....	49
4.2.2. Trussel frå leverandørar	52
4.2.3. Trussel om rivalisering.....	52
4.2.4. Trussel frå kundar	54
4.2.5. Trussel frå substitutt.....	54
4.2.6. Oppsummering Porter-analyse.....	54
4.3. SVIMA-ANALYSE	55
4.3.1. Internasjonal tilstadeværelse	56
4.3.2. Etablert kundeportefølje.....	56
4.3.3. Marknadsposisjon	57
4.3.4. Merkevarer/Produktrennomé.....	58
4.3.5. Oppsummering SVIMA-analyse.....	59
4.4. SWOT-analyse	60
4.5 Oppsummering strategisk analyse	60
Kapittel 5: Rekneskapsanalyse	62
5.1. Rammeverk og praktiske val	62
5.1.1. Val av analysenivå	62
5.1.2. Val av analyseperiode	63
5.1.3. Val av komparative selskap	64
5.2. Presentasjon av rapporterte tal og trailing	64
5.2.1. Trailing.....	64
5.3. Omgruppering	68
5.3.1. Omgruppering av resultat.....	68
5.3.2. Omgruppering av balanse	75
5.4. Analyse av målefeil og justering	82
5.4.1. Justering for innføring av IFRS 16.....	83
5.4.2. Andre potensielle målefeil	84
5.4.3. Ferdig omgruppert og justert rekneskap	87

5.5. Rammeverk for forholdstalsanalyse.....	89
5.6. Tidsvekting	90
Kapittel 6: Risikoanalyse.....	91
6.1. Likviditetsanalyse	91
6.1.1. Likviditetsgrad 1	91
6.1.2. Likviditetsgrad 2	93
6.1.3. Rentedekningsgrad.....	94
6.2. Soliditetsanalyse	96
6.2.1. Eigenkapitalprosent.....	96
6.2.2. Netto driftsrentabilitet	97
6.2.3. Kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse.....	98
6.3. Syntetisk rating	100
Kapittel 7: Historiske avkastningskrav	103
7.1. Teori for avkastningskrav	104
7.2. Eigenkapitalkrav	105
7.2.1. Risikofri rente	105
7.2.2. Risikopremie	106
7.2.3. Eigenkapitalbeta.....	107
7.2.4. Illikviditetspremie og småbedriftspremie	109
7.2.5. Årleg eigenkapitalbeta	110
7.2.6. Eigenkapitalkrav og minoritetskrav	110
7.3. Finansielle krav	111
7.3.1. Finansielt gjeldskrav	111
7.3.2. Finansielt egedelskrav og finansiell egedelsbeta	113
7.3.3. Netto finansielt gjeldskrav	115
7.4. Krav til netto driftskapital	116
7.5. Avkastningskrav oppsummering.....	117
Kapittel 8: Analyse av lønsemd	119
8.1. Strategisk fordel	120
8.2. Dekomponering av strategisk fordel	120
8.2.1. Driftsfordel.....	121
8.2.2. Finansieringsfordel.....	128
8.3. Oppsummering strategisk fordel.....	132
Kapittel 9: Framtidsrekneskap	133
9.1. Rammeverk framtidsrekneskap	133

9.2. Analyse av historisk vekst	135
9.2.1. Analyse av historisk driftsinntektsvekst.....	135
9.2.2. Analyse av historisk egenkapitalvekst	137
9.3. Val av budsjettperiode, detaljnivå og framskrivingsmetode	138
9.3.1. Val av budsjettperiode	138
9.3.2. Val av detaljnivå	140
9.3.3. Framskrivningsteknikk.....	141
9.4. Budsjettdriverar	141
9.4.1. Driftsinntektsvekst	141
9.4.2. Netto driftseigedelar.....	149
9.4.3. Netto driftsresultat.....	151
9.4.4. Netto finansiell gjeld.....	155
9.4.5. Netto finanskostnad.....	158
9.4.6. Minoritetsinteresser.....	161
9.4.7. Netto minoritetsresultat.....	162
9.5. Framtidsrekneskap	163
9.5.1. Resultatrekneskap	163
9.5.2. Balanseoppstilling.....	163
9.5.3. Fri kontantstrøm til egenkapital	163
9.5.4. Framtidig netto driftsrentabilitet	164
Kapittel 10: Framtidskrav og strategisk fordel	165
10.1. Krav til egenkapital og minoritet	165
10.1.1. Framtidig risikofri rente	165
10.1.2. Marknaden sin risikopremie.....	167
10.1.3. Egenkapitalbeta.....	167
10.1.4. Illikviditetspremie	167
10.1.5. Egenkapitalkrav og minoritetskrav	168
10.2. Finansielle krav	169
10.2.1. Syntetisk rating	169
10.2.2. Framtidig finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta	170
10.2.3. Egedelskrav og finansiell egedelsbeta	170
10.2.4. Netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsbeta	171
10.3. Selskapskapitalkrav	172
10.4. Oppsummering framtidskrav	173
10.5. Framtidig strategisk fordel	173

Kapittel 11: Fundamental verdivurdering	176
11.1. Eigenkapitalmetoden	177
11.1.1. Utbyttmodellen.....	177
11.1.2. Fri kontantstrøm-modellen.....	178
11.1.3. Superprofittmodellen	178
11.1.4. Superprofittvekstmodellen	178
11.2. Selskapskapitalmetoden	179
11.3. Foreløpig verdiestimat basert på budsjettert vektning.....	180
11.3.1. Foreløpig verdiestimat - eigenkapitalmetoden.....	180
11.3.2. Foreløpig verdiestimat – netto driftskapitalmetoden	181
11.3.3. Foreløpig verdiestimat – sysselsett kapitalmetoden.....	182
11.3.4. Oppsummering av verdiestimat basert på budsjetterte vektor	183
11.4. Verdikonvergens	183
11.5. Uvisse i verdiestimatet	187
11.5.1. Simuleringsanalyse	187
11.5.2. Sensitivitetsanalyse	192
11.6. Oppsummering fundamental verdivurdering	196
Kapittel 12: Oppsummering og handlestrategi	197
12.1. Oppsummering.....	197
12.2. Handlestrategi.....	199
Bibliografi	201
Forelesningsmaterieill	207
Diagramliste.....	209
Formelliste	210
Tabelliste	211

Kapittel 1: Innleiing

I kapittel 1 vil først målsetjinga med utgreiinga definerast. Deretter vil det følgje ein diskusjon om avgrensingar i omfang og detaljnivå, før vidare struktur blir presentert i slutten av kapitlet.

1.1. Målsetjing

Den overordna målsetjinga med utgreiinga er å verdsetje eigenkapitalen i AKVA Group ASA per 31.12.2019. Føremålet er ikkje å replikere dagens børsverdi, men å utarbeide eit sjølvstendig verdiestimat basert på relevant verdsetjingsteori, nødvendige føresetnadar og forventningar om framtidsutvikling.

Vidare er det eit mål å utarbeide eit robust verdiestimat gjennom analysar av uvisse i den estimerte verdien. Ei robust verdsetjing vil kunne danne grunnlaget for ein handlestrategi, men også kunne brukast som eit internt styringsverktøy.

1.2. Avgrensing

Verdsetjinga av eigenkapitalen i AKVA Group ASA er gjennomført med grunnlag i offentleg tilgjengeleg informasjon. Dette betyr at rekneskapsinformasjonen frå AKVA Group er henta frå offentlege års- og kvartalsrapportar. Desse rapportane inneheld også noko informasjon om strategiske val selskapet har gjort. Det vil likevel vere slik at strategisk informasjon ofte er skjult frå offentlegheita. Konsekvensen av dette er at utgreiinga i stor grad må basere seg på informasjon frå eksterne kjelder, samt eige skjønn for å byggje forventningar om framtidig strategisk utvikling for AKVA Group og resten av bransjen. Kvartalsrapporten for tredje kvartal er seinaste tilgjengelege informasjon, som betyr at 2019-rekneskapet inkluderer trailing av fjerde kvartal, som blir gjennomført i kapittel 5 «Rekneskapsanalyse».

Seinare i utgreiinga vil ein sjå at norske ikkje-børsnoterte selskap inkluderast i den komparative bransjen. At desse selskapa ikkje er børsnoterte avgrensar tilgangen på rekneskapsinformasjon og informasjon om strategiske vurderingar leiinga i selskapa gjer. Rekneskapsinformasjon frå desse selskapa blir henta frå den årlege rapporteringa til Brønnøysundregistra.

1.3. Struktur

Verdivurderinga vil følgje strukturen og framgangsmåten som er presentert i NHH-kurset BUS440A, leia av Kjell Henry Knivsflå. Kurset baserer seg på ei rekkje eksterne litterære kjelder. Dei viktigaste av desse er «*Financial Statement Analysis and Security Valuation*» av Stephen Penman, «*Bussiness Analysis and Valuation: IFRS-edition*» av K.Palepu, P.Healy og

Erik Peek, «*Investment Valuation*» av Aswath Damodaran og «*Valuation*» av T. Koller, M. Goedhart og D. Wessels.

Strukturen i utgreiinga kan delast inn i tre delar. Del 1 består av presentasjon av bransjen og AKVA Group (kapittel 2), val av verdsetjingsteknikk (kapittel 3) og strategisk analyse (kapittel 4). I denne delen vil strategiske og kvalitative forhold rundt AKVA Group og den øvrige bransjen kartleggjast, og eksterne kjelder vil brukast til å danne eit grunnlag for vidare kvantitativ analyse.

Del 2 startar med rekneskapsanalyse (kapittel 5), analyse av risiko (kapittel 6), historiske avkastningskrav (kapittel 7) og analyse av lønsemd (kapittel 8). Denne delen er meir kvantitativt retta, og kuliminerar i kapittel 8 som oppsummera historisk strategisk fordel for AKVA Group. Analysane av historiske tal vil vidare brukast som ein viktig komponent i framskrivinga av sentrale budsjettdivarar.

Del 3 omfattar framtidsrekneskap (kapittel 9), framtidskrav og strategisk fordel (kapittel 10) og fundamental verdivurdering (kapittel 11). I denne delen blir først framtidsrekneskapen og framtidskrav berekna med utgangspunkt i strategisk rekneskapsanalyse, som betyr at funna i del 1 og del 2 blir nytta aktivt. Til slutt vil det endelege verdiestimatet bereknast med relevante verdsetjingsmodellar. I etterkant av del 3 vil det i kapittel 12 bli gjort ei oppsummering av verdsetjinga kor ein blant anna ser på ein potensiell handlestrategi på bakgrunn av verdiestimatet.

Utgreiinga inneheld ein del tabellar, diagram og formlar. Desse er tildelt nummer etter kapittelet dei høyrer til, og i etterkant av referanselista vil ein finne ei samla oversikt over tabellar, diagram og formlar. **Tal i tabellar er oppgitt i heile tusen om ikkje anna er spesifisert.**

Kapittel 2: Presentasjon av bransje og selskap

Overordna er AKVA Group ein *havbruksleverandør*, og det er denne termen vi tek utgangspunkt i når vi i det vidare definerer bransjen. Med havbruksleverandørar meinast alle selskap som på ein eller anna måte leverer utstyr, teknologi eller tenester til havbruksnæringa. Typisk vil aktørane i denne bransjen opptre som leverandørar til oppdrettsselskap, selskap som driv med bearbeiding av oppdrettsfisk eller selskap som på andre måtar er direkte eller indirekte involvert i fiskeoppdrett.

Ettersom havbruksleverandørane i hovudsak leverer sine produkt til oppdrettsselskap, finn vi det hensiktsmessig å innleiingsvis gi ei kort innføring i oppdrettsbransjen. Vi vil deretter ta for oss bransjen for havbruksleverandørar, kor vi blant anna vil presentere selskap som er komparative til AKVA Group. Til slutt vil AKVA Group bli presentert i detalj, og vi samanliknar selskapet mot den øvrige bransjen.

2.1. Oppdrettsnæringa

2.1.1. Historie

Noreg har gjennom si langstrakte kystlinje, tilgang på store havområde og mange fjordar alle føresetnadar for å kunne dra nytte av ein rikhaldig fiskebestand. Fiskeri har følgeleg utgjort ein sentral del av norsk økonomi og kultur i fleire hundre år. Når det kjem til fiskeoppdrett er dette noko som var gjenstand for prøving og feiling i dei første tiåra etter krigen (Aarset, Berge & Jakobsen, 2003, s.1). Denne perioden blir omtala som pionerfasen, og la grunnlaget for det som etter kvart skulle bli ein toneangivande bransje i norsk næringsliv.

På byrjinga av 1970-talet kom gjennombrøtet då ein makta å produsere laks og regnbogeaure i merdar til sjøs (Steinset, 2017). I det komande tiåret fekk ein ei mangedobling av produksjonen (SSB, 2007). Ein gjekk frå å produsere 500 tonn i 1971 til å produsere 13 000 tonn i 1981. Etterspørselen frå utlandet bidrog til den sterke veksten. I 1973 kom eit konsesjonskrav som alle med ønske om å drive fiskeoppdrett i Norge måtta ha. Kravet skulle virke som styringsverktøy for oppdrettsnæringa. Ein ønska å styrke dei lokale kystsamfunna for å hindre at inntektene gjekk til sentralisert storindustri (Steinset, 2017). Dessutan stilte lovgjevnaden kvalitetskrav til anlegga knytt til miljøavtrykk, fiskehelse og kvalitet på anleggsutstyr. Eigaren av eit føretak som dreiv med lakseoppdrett måtte fram til 1991 høyre til lokalsamfunnet. I starten fekk kvart føretak berre ha eit løyve, før det utover på 80-talet blei utdelt fleire. Dette

stimulerte til auka produksjon, men med auka tilbod vart lakseprisen halvert. Fleire gjekk konkurs.

Ei anna lovending i 1991 opna for at ein kunne innhente kapital utanfrå og ein fekk endra eigarstruktur. Dette året var det 970 føretak som produserte matfisk. Utover i 1990-åra blei dette talet halvert. I perioden 1999 til 2015 fekk ein ytterlegare nedgang frå 467 til drygt 160. Eigarkonsentrasjonen har sidan blitt endå sterkare. Derimot har konsesjonane auka til ikring 1100 i 2015 for laks og regnbogeaure. For andre matfiskar er det no under 100.

2.1.2. Oppdrettsnæringa i dag

Utviklinga i talet på konsesjonar som vist i førre kapittel illustrerer notidssituasjonen; med nokre få selskap som står for brorparten av produksjonen, samt at det er laksefisk som dominera. Av viktige aktørar i denne bransjen kan nemnast Mowi, Lerøy Seafood, Salmar og Grieg Seafood.

I dag er Norge verdas største eksportør av oppdrettslaks (Fiskeridirektoratet, 2018. S. 12) og i fjor selde ein 1,3 millionar tonn laks til ein verdi av om lag 65 milliardar norske kroner. Likevel er Noreg berre nr. 9 i verda om ein ser på total akvakulturproduksjon. Dei sju største oppdrettsnasjonane i verda er folkerike asiatiske land, der Kina toppar lista med ein årleg produksjon på 63,7 millionar tonn (Rolando Y., 2019). På tross av denne enorme produksjonen er marknaden foreløpig lite interessant for norske havbruksleverandørar. Grunnen til dette er at den asiatiske oppdrettsnæringa er svært ulik den norske når det kjem til teknologibruk og kva artar ein produserer. Eksempelvis går om lag halvparten av kinesisk oppdrett føre seg i damanlegg i innlandet (Godfrey, 2019), og karpe er den viktigaste arten.

Diagram 2.1.2 viser volumutviklinga i norsk oppdrettsnæring sidan 2008. Som vi ser har volumet stabilisert seg frå 2012 etter ei kraftig vekstperiode. Dette kan i stor grad knytast til strengare regulatoriske krav relatert til miljømessige- og biologiske utfordringar. På tross av at volumutviklinga har flata ut, har verdiskapinga i norsk oppdrettsnæring meir enn dobla seg i den same perioden. Årsaka til dette er gunstig prisutvikling på laks og aure i perioden, der spesielt 2016 og 2017 gav svært høge prisar. Dagens laksepris på rundt 50 kr/kg (SSB, 2019A) er ned 16 kr/kg frå toppen i 2017, men er framleis på eit høgt nivå i eit historisk perspektiv.



Diagram 2.1.2: Volumutvikling norsk oppdrettsnæring (Fiskeridirektoratet, 2018, s. 12)

Vekstpotensialet i oppdrettsnæringa er framleis stort. Sintef utarbeidde i 2012 ein rapport som slo fast at oppdrett av laks og aure kunne nå ein omsetningsverdi på 240 mrd. i 2050 (Sintef, 2012 s. 43). Desse anslaga blei revidert i 2018, og ein meiner no at desse var for konservative (Norsk Sjømatråd, 2018). Viktige forutsetningar i anslaga er at ein til ein viss grad løyser miljømessige- og biologiske utfordringar, samt at etterspørselsveksten fortset.

2.1.3. Miljø og biologi

Oppdrett av laks, aure og andre artar fører med seg i rekkje miljømessige- og biologiske utfordringar. Akvakulturlova dannar grunnlaget for regulering av oppdrettsnæringa. Lova angir i §11 at akvakultur skal “etablerast, drivast og avviklast på ein miljømessig forsvarleg måte”. Kva som ligg i dette er ikkje konkretisert i lovteksten, men det følger ei rekkje forskrifter til akvakulturlova som angir detaljerte bestemmingar for korleis miljømessige og biologiske utfordringar skal handterast.

Ei av dei største biologiske utfordringane oppdrettsnæringa står overfor er lakselus. Dette er ein organisme som finnst naturleg i norske hav, og som festar seg utvendig på fiskekroppen. Lusebestanden i norske oppdrettsmerder er av eit omfang som vanlegvis ikkje er skadeleg for fisken. Problemet ligg i at fisketettheita i merdane gir gode vekstforhold for lusa, slik at denne vidare kan spreie seg til villfisk. Norske myndigheiter har satt i verk tiltak for å redusere lusebestanden, og oppdrettsanlegga er pliktig å gjennomføre overvaking. Kjemiske middel har lenge vore brukt for å kjempe mot lakselusa, men lusa har gradvis utvikla resistens mot ein del slike middel. Innovasjon på dette området er derfor viktig for oppdrettsnæringa, og tiltak ein nyttar i dag omfattar blant anna bruk av reinsefisk, laserteknologi og spyling av fisk. Årleg er det antatt at oppdrettsnæringa har kostnadar rundt 500 millionar knytt til luseproblematikk (Havforskningsinstituttet, 2018B).

Ei anna biologisk utfordring ved fiskeoppdrett er rømming. Rømming er først og fremst eit problem fordi den rømte fisken kan påverke villfisk gjennom eksempelvis gyting. Årsaka til rømming kan variere, men vanlege årsaker er ytre påverknad på merdene (uvær, påverknad frå villfisk) eller slitasje på utstyr. Myndighetene har sett sterkt fokus på rømmingsproblematikken, og statistikken viser ein fallande trend på lang sikt. I 2017 var talet på rømt oppdrettsfisk nær null, medan det har teke seg noko opp i 2018 og 2019 (Fiskeridirektoratet, 2019).

Til slutt kan nemnast avfallshandtering som ei miljøutfordring som nyleg er satt særleg fokus på. Oppdrettsnæringa sørger årleg for 29.000 tonn plastavfall (iLaks 2018). Foreløpig har ein lite kunnskap om verknaden på miljøet, men fleire aktørar arbeider no med å kartlegge dette. Akvakulturlova gir opprydningsplikt for dei som driv oppdrett jf. §13.

2.2. Bransjen for havbruksleverandørar

Bransjen er i hovudsak prega av norske aktørar. Ettersom tilgangen på rekneskapstal frå utanlandske aktørar i tillegg er dårleg, er det hensiktsmessig å avgrense seg til norske selskap. Vidare er bransjen prega av mange små aktørar. Typisk vil mange av desse aktørane vere spesialiserte innanfor produksjon av enkeltkomponentar til oppdrettsanlegga. Eksempelvis produserer nokre berre nøter, medan andre utelukkande produserer fôrsystem. For å definere ein bransje som i størst mogleg grad er samanliknbar mot AKVA Group, vel vi å fokusere på aktørar som til ein viss grad kan kallast *totalleverandørar til oppdrettsnæringa*. Vi har innanfor desse rammene kome fram til tre selskap, som saman med AKVA Group vil danne bransjen som blir nytta i den vidare analysen. Selskapa er Steinsvik AS, Optimar AS og Aqualine AS og vil bli presentert nærmare.

2.2.1. Verdiskaping og sysselsetting

Havbruksleverandørane bidrog i 2015 til ei verdiskaping inkludert ringverknadar på 24,5 milliardar kroner og ei sysselsetting tilsvarande 21400 årsverk. Om lag halvparten av verdiskapinga, samt 8000 årsverk kom gjennom ringverknadar (Sintef, 2017, s. 42). Dette betyr at aktørane i denne bransjen har ein samla omsetnad på rundt 12 milliardar. Desse tala er nokre år gamle, og bransjen har hatt ei positiv utvikling sidan 2015. Det er likevel slik at havbruksleverandørane ikkje i særleg grad har drege nytte av den sterke utviklinga i oppdrettsnæringa, ettersom volumutviklinga er flat og veksten er driven av høg laksepris.

Som nemnd er bransjen for havbruksleverandørar prega av mange små aktørar. Databasen som Sintef byggjer si analyse på består av 830 selskap og er å rekne som ei langt på veg fullstendig

database over norske leverandører til sjømatnæringa. Det er utfordrande å skilje dei enkelte aktørane si kopling mot havbruksnæringa. Eit eksempel på dette er at ein del selskap produserer nøter til havbruksnæringa, men samstundes leverer liknande produkt til fiskerinæringa. Sintef sjølv meiner at om lag 120 av dei nemnde 830 selskapa har si hovudinntekt gjennom havbruksnæringa.

2.2.2. Utviklingstrekk

AKVA Group og dei andre aktørane i bransjen leverer i hovudsak sine produkt til oppdrettsbransjen. Dette betyr at ein i stor grad blir påverka av korleis oppdrettsbransjen vel å utvikle sine verksemder. Kva artar og teknologiske løysingar dei store aktørane i oppdrettsnæringa vel å investere i har derfor stor betydning for korleis leverandørindustrien må drive produkt- og teknologiutvikling.

Nye artar

I sin rapport «Verdiskaping basert på produktive hav» legg Sintef vekt på viktigheita av at norsk oppdrettsnæring utviklar produksjon av nye artar i åra framover (Sintef, 2012). Torsk, kveite og skaldyr har vore utprøvd dei seinare åra med varierende hell. Særleg torskeoppdrett møtte store problem tidleg på 2000-talet, då denne typen oppdrett var i sterk vekst. Havforskningsinstituttet har vidare utreia moglegheita for oppdrett av andre artar enn laks/aure, og meiner moglegheitene framover i tid er gode (Havforskningsinstituttet, 2018A).

Landbasert oppdrett

Ein anna trend i oppdrettsnæringa er overgangen til landbasert oppdrett. Dette er sett på som ei potensiell løysing på fleire av dei biologiske utfordringane næringa står ovanfor. Gjennom landbasert/lukka oppdrett unngår ein påverknad på det ytre biologiske miljøet – som er det største problemet eksempelvis ved lakselus. Bruk av landbasert teknologi gjer det i tillegg mogleg å plassere anlegga nærmare dei store marknadane, slik at transportkostnadane går ned. Samla har landbaserte anlegg potensiale for langt meir kostnadseffektiv produksjon (Tveterås, Reve, Haus-Reve, Misund, & Blomgren, 2019). Framleis er landbasert oppdrett i utprøvningsfasen, og utgjer ein liten andel av dei store aktørane sine produksjonsanlegg.

Hittil har landbasert oppdrett utgjort ein svært liten del av produksjonsvolumet i oppdrettsbransjen. I sin rapport «The Norwegian Aquaculture Analysis 2019» legg konsulentselskapet Ernst & Young til grunn at dagens volum frå landbasert oppdrett kan vere dobla i 2021 (EY, 2019). Rapporten peikar på store aktørar som etablerer seg internasjonalt.

Eksempelvis har selskapet Atlantic Sapphire eit fullskalaanlegg for landbasert oppdrett under oppføring i Florida. I rapporten blir det vidare hevda at Noreg er ein lite eigna lokasjon for landbasert oppdrett. Mykje av årsaka til dette er at Noreg ligg langt unna sluttbrukarmarknaden, slik at transportkostnadane vil vere høge. Ein sentral fordel ved landbasert oppdrett er nettopp at ein kan legge produksjonen nært store sluttbrukarmarknadar med dei kostnadsfordelane det gir. Dersom EY sine analysar er treffsikre betyr dette at norske havbruksleverandørar er avhengig av å ekspandere internasjonalt om ein ønskjer å dra nytte av veksten i landbasert oppdrett. Det må leggst til at den nemnde rapporten peikar på betydeleg uvisse knytt til utviklinga i landbasert oppdrett, ettersom mange planlagde anlegg internasjonalt endå ikkje er fullfinansiert eller manglar nødvendige tillatingar. Landbasert oppdrett er også framleis på utprøvningsstadiet reint biologisk, slik at det er knytt uvisse til kor berekraftig storskalaproduksjon på land vil vere.

Settefiskanlegg

Der det har vore størst utvikling dei siste åra er innafor oppdrett av settefisk (Bjørndal, Ambros Holte, Hilmarsen & Tusvik, 2018, s.3). I 2011 blei det gjeve dispensasjon frå myndigheitene til å auke settefiskstørrelsen opptil 1 kg, mot 250 gram som var tidlegare (Kroon Boxaspen & Kristiansen, 2011, s. 1). For dei aktuelle selskapa ligg sjølvstøtt eit ønske om produktivitetsvekst, samt å få ned kostnader knytt til sjukdom og lakselus. Eksempelvis byggjer Nordlaks no det som skal bli Norges største smoltanlegg på Hamarøy (Saue, 2018). Dette blir ei utviding av eit eksisterande anlegg, og kjem til å koste 700 millionar. Morten Nielsen i AKVA Group har anslått at det vil kome investeringar på rundt 6 milliardar kroner i Norge i smoltproduksjon dei neste 5-6 åra (Furuset, 2018). I diagram 2.2.2 ser vi veksten i investeringar både når det gjeld settefisk, matfiskanlegg og tenester.

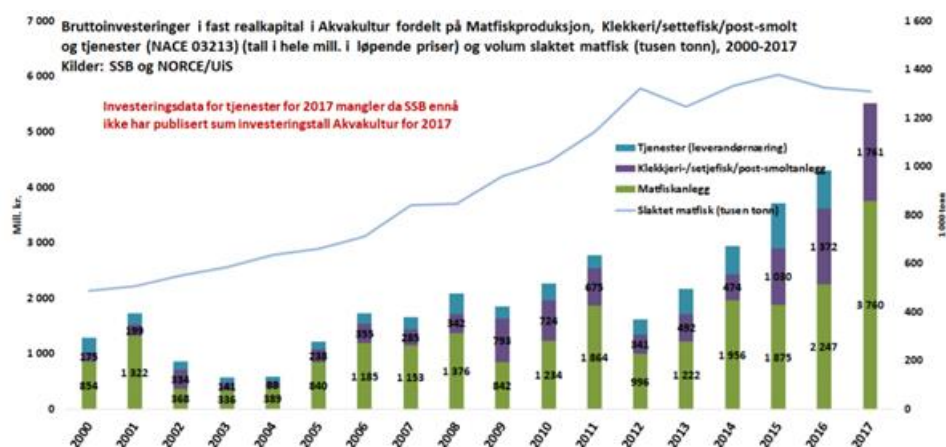


Diagram 2.2.2: Investeringar i norsk oppdrettsnæring 2000–2017

Tradisjonelt har settefiskene vore rundt 100 gram i det den blir sluppen ut i sjøen. Etter utslepp blir den i 14 til 16 månadar før slakt. Ved å forlenge postsmoltfasen slik at fisken blir opp mot 1kg, så kan ein korte ned eksponeringstida i sjøen til 8-10 månadar. Omlaupshastigheita aukar dermed. Vidare vil lusepresset gå ned og ein får ei betre fiskevelferd. Fisken vert meir robust og motstandsdyktig enn tidlegare.

RAS-teknologi

Dei nye settefisk-anlegga i lakseindustrien blir nesten utelukkande bygd med resirkuleringsteknologi (RAS-teknologi), og ikkje gjennomstrøymingsanlegg slik som tidlegare (Furuset, 2018). Det same gjeld for dei som produsera laks til slaktestørrelse på land. I eit RAS-anlegg reinsast vatnet ved hjelp av eit biofilter, og ein brukar opp att store delar av vatnet. Teknologien finn ein igjen i mange land. Den kan også nyttast på fleire artar. I eit gjennomstrøymingsanlegg går det derimot mykje meir vatn både ut og inn. Eit RAS-anlegg kan dermed kontrollere kvalitet på vatn og temperatur i større grad.

Mektige kundar

Eit viktig kjenneteikn på leverandørindustrien er at den består av mange, relativt sett små aktørar. Dette står i sterk kontrast til oppdrettsnæringa, der ein gjennom dei seinare åra har sett ein sterk konsolidering der eit fåtal store aktørar dominerer (Blakstad, Krogstad, Olsen & Pedersen, 2011). Dette skapar ei rekkje utfordringar for leverandørindustrien. For det første gir dette ein situasjon kor kunden (havbruksaktørane) i stor grad vil bestemme teknologiutviklinga i oppdrettsnæringa, og der leverandørindustrien må tilpasse seg. Dette er naturlegvis noko som driv opp utviklingskostnadane i leverandørindustrien.

For det andre har oppdrettselskapa blitt av ein slik størrelse at dei sjølve har kapital til å utvikle eigen teknologi. Eit eksempel er Mowi, som dei seinaste åra har arbeidd med utvikling av ei lukka oppdrettsløysing («Egget»). Dette prosjektet er gjort i samarbeid med eit mindre selskap (Hauge Aqua), men viser klart at oppdrettselskapa i større grad enn tidlegare er interessert i å ta regien på teknologiutviklinga. Vi ser også at Mowi tar kontroll på ein stadig større del av verdikjeda gjennom eigen forproduksjon og eige rederi.

2.3. Aktørar i bransjen

2.3.1. Steinsvik AS

Steinsvik AS er eit norsk selskap som sidan 1960-tallet har vore leverandør til marin- og maritim sektor. Fram mot år 2000 voks selskapet gjennom stadig nye oppkjøp og etableringar i nye marknader, før det i 2004 enda i konkurs. Under nye eigarar fekk Steinsvik AS ein ny start, og fokuset blei i større grad retta mot leveransar til akvakulturnæringa.

I dag er Steinsvik AS ein totalleverandør til norsk og internasjonal oppdrettsnæring. Dette inkluderer levering av merdsystem, fôrflåter, havbruksutstyr og software mm. I tillegg har Steinsvik utvikla ei rekkje produkt som leverast til maritim sektor.

Dei seinare åra har Steinsvik raskt ekspandert internasjonalt og er lokalt til stades i viktige marknader som Canada, Storbritannia, Chile og Australia. I tillegg til dette har selskapet kundar i ei heil rekkje andre land. Omtrent 85 % av omsetninga kjem likevel frå den norske marknaden (Intrafish, 2017).

Frå 2018 har Steinsvik inngått eit samarbeid med sine tidlegare konkurrentar Aqualine og AquaOptima, og desse selskapa er i dag samla i eit nytt konsern, der morselskapet er Scale Aquaculture. Formålet med dette samarbeidet er å styrke satsinga mot å bli ein fullverdig totalleverandør til oppdrettsnæringa. Scale Aquaculture er vidare eigd av Kverva, som er ein svært mektig aktør i norsk oppdretts- og sjømatnæring. Kverva er investeringsselskapet som blant anna er majoritetseigar i Salmar ASA og elles har eigarposisjonar i eit bredt spekter av sjømat- og industriselskap.

STEINSVIK AS	2018	2017	2016	2015	2014
Omsetning		756 487	857 203	708 563	242 658
Driftsresultat		-29 509	108 569	82 608	34 427
Resultat før skatt		-28 307	107 735	77 974	33 066
Totalkapitalrentabilitet		-5,20 %	38,70 %	47 %	38,30 %
Egenkapitalandel		6,30 %	15,60 %	26,90 %	32,70 %

Tabell 2.3.1: Økonomi Steinsvik AS 2014—2018 (Proff.no)

Tabell 2.3.1 viser den økonomiske utviklinga i Steinsvik over dei siste fem åra. Det er verdt å merke seg at den sterke veksten som kjem i 2015 er uorganisk i form av at ein i slutten av 2014 kjøpte opp konkurrenten Ocea AS. Tala elles viser dels svingande omsetning over perioden,

samt ein jamt fallande eigenkapitalandel. Tala viser teikn til at selskapet slit med å justere kostnadsnivået når aktivitetsnivået svingar. Steinsvik AS er av ukjende grunnar seine med å levere sitt årsrekneskap for 2018, og dette medfører at desse tala ikkje kan takast omsyn til i denne utgreiinga. Dette gjer at bransjetala for 2018 ikkje vil omfatte Steinsvik. Denne problemstillinga vil omtalast i nærmare detalj i delar av utgreiinga kor dette er naudsynt.

2.3.2. Optimar AS

Optimar er eit norsk selskap med historie tilbake til 1971. Frå starten var verksemda fokusert rundt leveransar til fiskeriflåten. Gjennom oppkjøp og fusjonar utvikla Optimar seg mot å bli ein viktig teknologileverandør til nasjonal og internasjonal fiskeri- og akvakulturnæring.

I dag er Optimar ein internasjonal aktør som levera produkt til både oppdretts- og fiskerinæringa. Dette omfattar utvikling, produksjon og installasjon av løysingar til desse næringane. Leveransane til fiskerinæringa omfattar blant anna slaktemaskiner, pakkemaskiner og frysesystem. Til oppdrettsnæringa levera Optimar ei rekkje produkt, som eksempelvis avlusingsystem, smoltanlegg og transportsystem. Ein stadig viktigare del av Optimar si verksemd er teknologiutvikling og automatisering. Optimar er særleg bransjeleiar når det kjem til automatisering og integrasjon mellom ulike maskinsystem. Dette er noko selskapet dreg nytte av i leveransane sine både til oppdretts- og fiskerinæringa.

Optimar har særleg dei siste ti åra fokusert på global ekspansjon. I tillegg til hovudkontoret i Noreg har ein etablert strategisk viktige kontor i USA og Spania, samt sikra lågkostproduksjon gjennom eit anlegg i Romania. Selskapet har ei uttala målsetning om å bli ein global aktør, slik at ein kan vente at ekspansjonen vil fortsette også framover i tid.

Selskapet som i dag er Optimar har sidan oppstarten i 1971 hatt ei rekkje eigarar. I dag er selskapet i sin heilheit eigd av det tyske investeringselskapet Haniel, etter eit oppkjøp i desember 2017.

OPTIMAR AS	2018	2017	2016	2015	2014
Omsetning	995 519	967 308	589 947	321 659	229 000
Driftsresultat	-24 900	91 868	23 236	-33 884	-5 200
Resultat før skatt	-25 430	62 201	20 180	-14 909	2 710
Totalkapitalrentabilitet	-1,10 %	18,70 %	8,50 %	-3,10 %	0,50 %
Eigenkapitalandel	23,80 %	22,60 %	22,60 %	39,20 %	34,50 %

Tabell 2.3.2: Økonomi Optimar AS 2014—2018 (Proff.no)

Som vi ser av tabell 2.3.2 har Optimar dei seinare åra hatt ein sterk vekst i si omsetning, som naturlegvis i stor grad er driven av veksten i oppdrettsnæringa i den same perioden. Resultatet før skatt er noko meir svingande, og 2018-regnskapet viser eit negativt resultat på over 25 millionar kroner. Selskapet er framleis solid, med ein eigenkapitalandel nær 24 %.

2.3.3. Aqualine AS

Aqualine AS ble stifta i 1980 og verksemda har sidan oppstarten vore leverandør til oppdrettsnæringa. Med unntak av enkelte oppkjøp dei seinare åra har selskapet hatt ein organisk vekst, og er i dag ein betydeleg aktør i bransjen. Av viktige oppkjøp dei seinare åra kan nemnast Frøya Havbruksservice og Hestnes Offshore & Aquaservice, som begge blei kjøpt i 2016.

I dag er Aqualine sett på som ein av dei leiande aktørane ved leveranse av flytekragar, nøter og fortøyingssystem, som er viktige komponentar i havbaserte produksjonsanlegg. I tillegg til dette har selskapet utvikla si eiga fullverdige merdløysing, og denne er seld i over 1200 eksemplar. Ein viktig del av å operere i dette segmentet er vedlikehald/service, og Aqualine tilbyr også tenester på dette området.

Aqualine sitt hovudkontor er lokalisert i Trondheim, men selskapet har også ei rekkje avdelingar i andre delar av Noreg. Global ekspansjon er også eit mål for Aqualine, og dette har resultert i etablering av avdelingar i Australia og Chile. I tillegg til dette har selskapet kundar i land som Canada, USA, Storbritannia og Russland mfl.

Eigarstrukturen i Aqualine har vore under vesentleg endring dei seinare åra. I 2017 blei selskapet i sin heilheit kjøpt opp av Kverva AS, som tidlegare nemnt er ein mektig aktør innanfor norsk sjømatnæring. I forbindelse med oppkjøpet blei Aqualine, saman med Steinsvik AS, lagt inn i Kverva-strukturen. Resultatet er at Aqualine i dag er eit systemselskap av Steinsvik, kor morselskapet er Scale Aquaculture – som vidare er eigd av Kverva.

AQUALINE AS	2018	2017	2016	2015	2014
Omsetning	662 683	632 540	434 334	411 844	421 726
Driftsresultat	68 699	35 567	36 692	33 433	29 367
Resultat før skatt	63 466	36 273	37 407	29 028	24 726
Totalkapitalrentabilitet	20,10 %	13,20 %	19,50 %	24,20 %	22,00 %
Eigenkapitalandel	24,40 %	27,40 %	28,70 %	53,60 %	45,20 %

Tabell 2.3.3: Økonomi Aqualine AS 2014—2018 (Proff.no)

Etter å ha opplevd ustabil vekst i perioden 2006-2012 har Aqualine dei seinare åra hatt ei meir stabil økonomisk utvikling. Omsetninga har sidan 2014 auka med 250 millionar, og selskapet har levert positive resultat heilt sidan 2003. Selskapet skil seg frå ein del andre aktørar i bransjen gjennom at ein verkar å ha stabilisert omsetnaden samstundes som ein har eit kostnadsnivå som justerer seg godt etter aktivitetsnivået.

2.4. AKVA Group

2.4.1. Historie

Opphavet til det som i dag utgjer AKVA Group ASA har vore gjenstand for fleire eigarkonstellasjonar. I 2006 gjekk selskapet på børs, og var då ein fusjon av Akvasmart ASA, Helgeland Plast og Wavemaster (AKVA Group, 2019B). Her vart dei ulike selskapa sin kompetanse innan produkt og tenester til oppdrettsbransjen sett saman til ein totalleverandør av software og hardware til både hav- og landbasert fiskeoppdrett.

Går ein tilbake til utspringet var det i 1982 at Akva blei etablert som eit selskap. Då hadde ein allereie frå 1980 stått for ein del leveransar til oppdrettsnæringa. Eit eksempel her er sentralfôringsanlegg som skulle sørge for optimal fôringsmengde. I dag er Akvasmart CCS verdas mest selde fôringsanlegg.

Om vi reknar historia til dei fusjonerte selskapa som ein del av AKVA Group si historie, så produserte selskapet verdas første plastmerd i 1974. Denne gjekk under merkenamnet Polarcircle. Polarcircle har sidan etablert seg som den mest kjente merkevara i oppdrettsnæringa. Plastmerdane er kjenneteikna som robuste og konstruerte med tanke på å handtere ekstreme forhold. Meir enn 45 000 merdar har blitt selde sidan oppstarten.

I 1985 kom dei første merdane i stål på marknaden. Dette fant stad i Irland, og merdane fekk merkenamnet Wavemaster. I 1988 utvida ein salsområdet til Canada, og i 1990 til Chile. I dag levera ein til heile verda, og 15 000 har blitt seld totalt.

Utover på 90-talet ekspanderte Akva internasjonalt ved hjelp av nye distributørar og agentar. Første internasjonale investering kom i Canada i 1995. I 1998 etablerte ein dotterselskap i Chile og Skottland. I år 2000 vart det ein fusjon mellom Akva A/S, Superior Systems AS og Aquasmart International til Akvasmart AS. Seks år seinare inngjekk Akvasmart AS i den fusjonen som har gjeve namnet som blir nytta i dag - AKVA Group ASA. Fleire oppkjøp har sidan blitt føreteke.

2.4.2. Lokalisering

Hovudkontoret til AKVA Group ligg på Klepp i Rogaland. Vidare finn ein kontor i Danmark, Skottland, Chile, Canada, Hellas, Spania, Island, Australia, Litauen, Iran og Tyrkia (AKVA Group, 2019A). Vi ser ut i frå tabell 2.4.2 at det er Norge som er den desidert største marknaden med sine 52% i 2018. På ein klar andre plass finn vi Chile med 17%. Desse to marknadane har historisk sett vore dei største, men andelane har variert år for år. Det som bidreg til at Chile er ein så viktig marknad skuldast at produksjonsanlegget for Wavemaster- stålmerdane ligg der, og at selskapet har vore den leiande produsenten av stålmerder til laksenæringa i Chile i fleire tiår (Smith, 2015). Chile har på lik linje med Norge ei lang kystlinje, og er i dag verdas nest største produsent av oppdrettslaks (Innovasjon Norge, 2019). Svingingane knytt til leveransane i Chile har i hovudsak kome som følgje av biologiske utfordringar - det vere seg virusutbrot, algeoppblomstring, lus m.m. Myndigheitene har teke grep for å møte desse utfordringane gjennom nye reguleringar.

Storbritannia, Island og Canada inngår også i tabellen. Desse er i tillegg til Norge og Chile hovudmarknadar for software-segmentet. Vidare er også salet av stålmerder stort i desse landa. Vi ser at andelane til desse landa ligg nokså stabilt i perioden.

Geografiske segment	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Norge	35 %	50 %	59 %	49 %	64 %	56 %	52 %
Chile	35 %	17 %	12 %	11 %	7 %	12 %	17 %
Storbritannia	7 %	6 %	5 %	9 %	5 %	5 %	7 %
Island	5 %	5 %	5 %	5 %	6 %	7 %	5 %
Canada	2 %	2 %	4 %	5 %	2 %	3 %	3 %
Tyrkia	-	-	-	-	-	2 %	2 %
Spania	-	-	-	-	-	1 %	1 %
Russland	4 %	-	-	-	-	-	-
Andre	12 %	20 %	15 %	21 %	16 %	14 %	13 %
Sum	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 2.4.2: Geografisk segmentering AKVA Group 2012—2018 (AKVA Group, 2018)

2.4.3. Forretningsområde

I dag levera selskapet teknologi og service til den globale akvakulturindustrien. Dette er alt frå enkle komponentar - til serviceoppdrag og komplette installasjonar. AKVA Group er rekna som verdas største totalleverandør. Selskapet har inndelt forretningsområda sine i tre segment: Merdbasert teknologi, software og landbasert teknologi.

Merdbasert teknologi

Forretningsområdet består av fysiske komponentar (hardware). Dei nemnde plast- og stålmerdane inngår mellom anna her. Av andre produkt finn ein nøter, fôrflåter, fôringsanlegg, kamera/sensorikk, lys, båtar, avlusingsystem m.m. Stålmerdande er marknadsleiande i Canada og Chile. Fôrflåter retta mot lakseoppdrett har ein særleg sterk posisjon i dei nordiske landa og eksportregionane.

Landbasert teknologi

Det er i hovudsak settefiskanlegg og -utstyr som utgjer mesteparten av leveransane innan dette segmentet. Norge er den største marknaden, men ein er også godt inne i Chile, Skotland, Canada og Australasia. Resirkulasjonsteknologien inngår i desse landbaserte anlegga. Teknologien gjer at ein tilnærma kan gjenbruke alt vatnet som ein nyttar.

Mange av dei same komponentane som ein bruker i det merdbaserte segmentet inngår også her. Det vere seg foringssystem, sensorikk og lys. Av produkt som er spesialisert mot landanlegg finn ein biofilter og ventilforbindelsar.

Software

Fishtalk er programvara som inngår i hovudprodukta til AKVA Group. Den blir nytta i heile livssyklusen til fisken, og gir rapporterings- og analysemoglegheiter. Programvara inneheld fleire modular, der alle inngår i same systemet. Det er dermed eitt brukargrensesnitt. Av modular ein kan velje mellom finn ein mellom anna produksjonsplan, biologiplan, økonomikontroll, benchmarking m.m. Simulering, scenarioanalyse, optimering og prognosar står sentralt.

Fishtalk Equipment skal stå for organiseringa av utstyret på anlegget, og skal gi oversikt over dokumentasjon, vedlikehaldsbehov og drift. Ein kan planlegge og få varsel når fristar nærmar seg.

AKVA Connect er ei programvare som integrera alle prosessar og aktivitetar i oppdrettsanlegget. Ein får innsamla data som deretter blir sett saman for å gi status på heile anlegget. Funksjonar som kan integrerast er kamerakontroll, fôringskontroll, miljøkontroll, prosesskontroll, lyskontroll og lokalitetskontroll.

Tabell 2.4.3 viser kor stort kvart forretningsområde er i prosent av omsetninga i perioden 2012-2018. Perioden sett under eitt viser at merdbasert teknologi og software går noko ned, medan

landbasert teknologi går opp. Dette er i tråd med bransjetrenden som tilseier meir landbasert oppdrett. Merdbasert teknologi er likevel klart størst med sine 75% i 2018. Landbasert teknologi kjem deretter med 18%, og til slutt software med 7%. Det oppstår rimelegvis fluktuasjonar frå år til år, og eksempelvis oppgangen i merdbasert teknologi for 2018 kan tilskrivast oppkjøpet av Egersund Net (AKVA, 2018).

% av omsetning	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Merdbasert teknologi	82 %	79 %	78 %	75 %	71 %	73 %	75 %
Landbasert teknologi	7 %	10 %	13 %	16 %	20 %	19 %	18 %
Software	11 %	11 %	9 %	9 %	9 %	8 %	7 %
Sum	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 2.4.3: Forretningsområde AKVA Group 2012—2018 (AKVA Group, 2018)

2.4.4. Finansiell stilling

AKVA Group kan vise til vekst kvart år i perioden 2014-2018 jf. tabell 2.4.4 (1). I 2018 er det ei omsetningsauke på 24%. Egersund Net vart som kjent kjøpt opp i august 2018, og dette bidrog til å auke omsetninga for AKVA Group med 207 millionar. Vidare kjem veksten i omsetning av at drifta har gått bra i Chile, Europa og Midtausten innanfor merdbasert teknologi. Ein hadde også vekst i dei to andre forretningsområda i 2018, der i hovudsak marknaden i Norge skil seg ut. Resultatpostane har vore positive kvart år, men har variert noko meir med opp og nedgang annakvart år. Oppdrettsnæringa er eksponert for svingingar av biologisk- og økonomisk karakter. Dette verkar sjølvsagt inn på resultatpostane. 2016 var eit forholdsvis svakt år. Årsrapporten for året fortel om biologiske og finansielle utfordringar i Chile, lågare marginar på Island innan software og ein markant nedgang i den danske marknaden for landbasert teknologi.

Eigenkapitalandelen har i åra forut for 2018 hatt ein negativ trend. I 2018 styrkar den seg vesentleg, og vitnar om god soliditet. Forklaringa til denne auken kan også her forklarast mykje gjennom oppkjøpet av Egersund Net som bidrog til ein auka eigenkapital på 525 MNOK.

AKVA Group	2018	2017	2016	2015	2014
Omsetning	2 579 473	2 087 910	1 603 072	1 425 338	1 246 059
Driftsresultat	129 866	157 128	75 036	87 709	67 635
Resultat før skatt	111 516	135 573	48 590	78 090	62 894
Totalkapitalrentabilitet	6,60 %	10,80 %	6,50 %	9,10 %	8,80 %
Eigenkapitalandel	39,30 %	30,10 %	31,60 %	39,60 %	43,10 %

Tabell 2.4.4 (1): Økonomiske nøkkeltal AKVA Group 2014—2018 (AKVA Group, 2015, 2017, 2018)

Merdbasert teknologi	2018	2017	2016	2015	2014
Driftsinntekt	1 927	1 516	1 133	1 071	973
Driftskostnad	1 771	1 339	1 020	976	885
Driftsresultat	75	116	63	62	37

Tabell 2.4.4 (2): Merdbasert teknologi 2014—2018(tal i millionar) (AKVA Group, 2015, 2017, 2018)

Software	2018	2017	2016	2015	2014
Driftsinntekt	173	165	140	132	107
Driftskostnad	139	137	114	106	91
Driftsresultat	20	16	15	16	8

Tabell 2.4.4 (3): Software 2014—2018(tal i millionar) (AKVA Group, 2015, 2017, 2018)

Landbasert teknologi	2018	2017	2016	2015	2014
Driftsinntekt	479	406	330	222	167
Driftskostnad	431	373	324	208	166
Driftsresultat	35	25	-3	10	-2

Tabell 2.4.4 (4): Landbasert teknologi 2014—2018(tal i millionar) (AKVA Group, 2015, 2017, 2018)

2.4.5. Aksjonærforhold

Aksjekapitalen er på 33,3 MNOK med tilsvarende antal aksjar à 1 kr. Selskapet har berre ein aksjeklasse, og kvar aksje utgjer ei stemme på generalforsamlinga. Utbyttepolitikken er å «maksimere verdien av aksjonærenes investeringer gjennom både høgere pris på aksjene og utbetaling av utbytte» (AKVA Group, 2011). Vidare vil «selskapet søke å opprettholde et eigenkapitalnivå som er hensiktsmessig for selskapets formål, strategi og risikoprofil under hensyntaken til at selskapet driver virksomhet i en syklisk næring.»

Sidan børsnoteringa i 2006 har aksjekursen til AKVA Group gått betydeleg opp. Børskursen over dei siste fem åra viser stor oppgang fram til 2017, og aksjen har gått frå 17 kr til 79 kr. Etter 2017 har kursen låge nokså stabilt rundt 60-70 kr. I dag har selskapet ein marknadsvardi på 2,6 mrd. Det er berre AKVA Group som er på børs i bransjen for havbruksleverandøra.

Egersund Group er den klart største eigaren i AKVA Group ASA med 62,1% av total aksjebeholdning. Nest største eigarpost har Wheatsheaf Investments Limited med 11,7%. Six Sis AG kjem deretter med 3%.

AKVA Group har ei rekke dotterselskap. Det siste oppkjøpet var Egersund Net i 2018 for 750 millionar (Berge, 2018). Egersund Net skal utfylle AKVA sitt produkt- og tenestetilbod. Dei har spesialisert seg på nøter og fortøyingar som no går inn i AKVA Group si portefølje. AKVA Group styrkar samstundes sin geografiske posisjon.

Helgeland Plast kan også trekkast fram av dotterselskapa. Dei er produsentar av plastrøyr, røyrdelar og båtar både nasjonalt og internasjonalt (Helgeland Plast, 2019).

2.5. Samanlikning mot bransjen

Eit kjenneteikn ved leverandørindustrien til havbruksnæringa er eit høgt antal små aktørar. Felles for alle desse selskapa er at dei i all hovudsak leverer sine produkt til havbruksnæringa. Dette betyr at ein står overfor dei same utfordringane når det gjeld teknologiutvikling, samt er eksponert for den same finansielle risikoen knytt til svingingar i havbruksnæringa. Tidlegare har vi også sett at fleire av oppdrettsselskapa har blitt så kapitalsterke at dei sjølve utviklar eigen teknologi. Dette er ein langsiktig trussel som bransjen som heilheit står overfor. I det vidare vil vi sjå nærmare på korleis AKVA Group skil seg frå den øvrige bransjen, med fokus på dei selskapa som tidlegare er presentert (Steinsvik AS, Optimar AS og Aqualine AS).

2.5.1. Produkt

AKVA Group er som vi har sett ein totalleverandør til havbruksnæringa. Det same kan i stor grad seiast om Steinsvik AS, medan Aqualine og Optimar som vi tidlegare har sett er noko meir spesialiserte. Aqualine leverer eksempelvis ikkje fôrflåter, medan Optimar i liten grad leverer merdteknologi. Som tidlegare nemnd består også bransjen utanom desse selskapa i stor grad av små spesialiserte aktørar. AKVA Group skil seg derfor frå bransjen gjennom bredda på produktspekteret.

AKVA Group deler eigen produktportefølje i tre delar: Merdbasert oppdrett, landbasert oppdrett og software. Innanfor alle desse segmenta finn ein reell konkurranse frå dei nemnde bransjeselskapa.

Når det gjeld merdbasert oppdrett leverer ein stort sett dei same produkta som Steinsvik/Aqualine. Eksempel er merdsystem og fôringsanlegg, kor teknologien er relativt lik mellom produkta som blir levert. Optimar skil seg ut i denne samanhengen, gjennom at dei ikkje leverer merdar og fôringsanlegg.

Landbasert oppdrett er som tidlegare nemnd eit viktig vekstområde for AKVA Group. På dette området skil ein seg frå konkurrentane som det einaste av dei fire selskapa som leverer komplette landbaserte system. Både Steinsvik, Aqualine og Optimar leverer enkeltkomponentar til slike system. Av selskap utanfor den definerte bransjen kan nemnast Artec Aqua, som leverer komplette landbaserte system.

Software-segmentet står sterkt hos alle dei nemnde selskapa, med unntak av Aqualine. Integrasjon mellom produksjonsledd, analyse og overvaking står sentralt i dette segmentet og blir ein stadig viktigare del av oppdrettsproduksjon.

Oppsummert ser vi at selskapa i stor grad leverer like produkt. Den viktigaste forskjellen mellom AKVA Group og dei tre andre selskapa er at selskapet leverer eit bredt spekter av produkt innanfor alle dei nemnde segmenta. Som vi har sett har dei fleste andre selskap i bransjen manglar i enkelte produktsegment. Vi ser særleg at totaliteten i AKVA Group sitt produktspekter gir fordelar når det kjem til integrasjon av produksjonsprosessar (softwareutvikling) og i servicesegmentet.

2.5.2. Marknad

Alle selskapa som inngår i vårt bransjegjennomsnitt har koplingar til den internasjonale marknaden, og alle har vist auka vilje til global ekspansjon dei seinare åra. Alle selskapa har sitt utspring i Noreg, og ettersom Noreg er verdas største produsent av oppdrettslaks og regnbogeare, er sjølvsagt også Noreg per i dag den viktigaste marknaden for samlege aktørar i bransjen. Alle dei nemnde aktørane i bransjen er også til stades i Chile, som er verdas nest største lakseoppdrettsnasjon, og selskapa er også godt etablert i vekstmarkadar som USA, Canada og Australia. Vi ser altså at selskapa i svært liten grad skil seg når det gjeld kva marknad ein opererer i. Det er likevel verdt å merke seg at AKVA Group, som den største aktøren, er etablert i ei del mindre markadar kor den øvrige bransjen i liten grad er til stades. Dette gjeld spesielt i Sør-Aust-Europa (Hellas, Tyrkia) og Midtausten (Iran). AKVA Group sjølve meiner at desse marknadane har potensiale for vekst framover i tid (Kyst.no, 2019). Til slutt kan det nemnast at AKVA Group sin aktivitet i USA i hovudsak skjer gjennom Canada-kontoret, slik at dette er noko ein må ha i bakhovudet med tanke på AKVA Group si stilling på den amerikanske markanden.

2.5.3. Økonomi

Alle selskapa i bransjen leverer jamt over positive resultat, men særleg Steinsvik og Optimar har hatt ei noko meir ustabil resultatutvikling enn Aqualine og AKVA Group. Ein klar tendens om ein samanliknar AKVA Group mot bransjen er at dei øvrige bransjeselskapa jamt over har ein høgare totalkapitalrentabilitet, medan AKVA Group skil seg positivt ut soliditetsmessig med ein eigenkapitalprosent som overgår dei andre selskapa. Vidare er det tydeleg at AKVA Group har ein langt meir stabil økonomisk situasjon enn dei andre selskapa i bransjen. Dette er ein naturleg konsekvens av at AKVA Group er eit større selskap, og dermed i større grad har

moglegheit til å operere med store kundar på langsiktige kontrakter. Særleg Optimar og Steinsvik viser stor variasjon i sentrale økonomiske nøkkeltal.

Kapittel 3: Val av verdsettingsteknikk

I dette kapittelet blir teorigrunnlaget for masteravhandlinga gjort greie for. Innleiingsvis kjem ei oversikt over dei tre hovudtypane av verdivurderingsteknikkar - det vere seg fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdivurdering. Fordelar og ulemper ved kvar teknikk vert drøfta. Deretter skal vi kome fram til val av ein hovudteknikk. Til slutt blir rammeverket for den valde teknikken presentert.

3.1. Oversikt over verdsetjingsteknikkar

3.1.1. Fundamental verdivurdering

I ei fundamental verdivurdering tek ein utgangspunkt i eit selskap sine underliggande, fundamentale forhold. Desse kan ein ikkje observere direkte, men må observerast gjennom den informasjonen som er tilgjengeleg. Teknikken er den mest omfattande og utbreidde blant dei tre. Først blir det føreteke ei strategisk analyse av eksterne og interne forhold. Verdiskaping skjer berre dersom investeringane til selskapet gjev ei høgare avkastning enn avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s.46). Ved hjelp av eksternanalysen blir ein sett i stand til å forstå lønnsendspotensialet til bransjen, og dermed sjå om bransjen totalt sett klara å skape superprofitt. Internanalysen handlar om forstå selskapet sitt lønnsendspotensiale relativt til bransjen. I fortsetjinga utarbeidast det eit framtidsrekneskap og framtidskrav, før dei framtidige kontantstraumane diskonterast slik at ein ender opp med verdien på selskapet.

Ein skil mellom to metodar innanfor fundamental verdivurdering: Eigenkapital- og selskapskapitalmetoden. Eigenkapitalmetoden medfører ei direkte verdsetjing av eigenkapitalen i selskapet. Selskapskapitalmetoden medfører derimot ei indirekte verdsetjing av eigenkapitalen. Her utnyttar ein at verdien av at eigenkapital er lik egedelar minus gjeld. Metodane er ekvivalente, og skal derfor alltid gi same verdiestimat ved konsistent bruk. Føresetnaden for dette er at alle avkastningskrav nyttast på basis av verkelege verdivektorer, og ikkje på budsjetterte vektorer.

Eigenkapitalmetoden delast igjen inn i fire modellar: Utbytemodellen, fri kontantstraummodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen, som alle gir det same verdiestimatet. Dette vil dessutan gjelde om eigenkapitalkravet er basert på budsjetterte vektorer, og på den måten er feil i utgangspunktet.

Ved selskapskapitalmetoden finn ein riktig verdi ved bruk av tre modellar: fri kontantstraummodellen, superprofittmodellen eller superprofittvekstmodellen. Det er vidare fleire mål på

selskapskapital. Ein har total Kapital, sysselsett Kapital og netto driftskapital. Balansen slik den er oppstilt etter IFRS er kreditororientert. Den fokusera på likviditeten til eigarar og forfallstida på gjeld. For analyseformål er ein meir oppteken av investeringane som skapar verdiar gjennom drift. Ein skil derfor klart mellom eigarar nytta til drift og Kapital som finansiera desse eigarane. Det vil følgeleg vere dei to siste måla som vil gå igjen i dei komande kapitla.

3.1.2. Komparativ verddivurdering

Komparativ verddivurdering utnyttar kva liknande selskap eller eigarar blir omsett for i marknaden, og på denne måten kan ein ved å foreta justeringar kome fram til eit estimat på eigen verdi (Kaldestad og Møller, 2016, s.30). Sidan det krev ein marknad for å kunne observere verdiane, blir teknikken ofte omtala som ein marknadsbasert verdsettingsteknikk. I forhold til den fundamentale verddivurderinga er denne teknikken sett på som enkel og lite ressurskrevjande. Den er derfor mykje brukt i praksis. Det er likevel essensielt at det finst samanliknbare selskap for at estimatet skal bli mest mogleg presist. Ein må vere bevisst rundt grunnlaget for verdiestimatet då verdsetjaren har stor fridom til å påverke utfallet sjølve (Knivsflå, 2019A, s.23). Vidare vil optimistisk eller pessimistisk haldning i marknaden også kunne bidra til over- eller undervurdering samanlikna med fundamental verdi. Ei siste hake som Knivsflå tek opp er utfordringa knytt til å fange opp unike eigenskapar ved selskapet eller eigararen når ein samanliknar. Evne til å skape meirverdi er som påpeikt i tidlegare avsnitt grunnleggande i ei verddivurdering. Komparativ verddivurdering inndelast i to modellar jamfør Knivsflå (2018A, s.25): Multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen

I komparativ verddivurdering vil ein multiplikator vere eit forholdstal som eksempelvis tar utgangspunkt i eit tal i resultatoppstillinga eller i balansen - for så å multiplisere dette med ein faktor (Kaldestad & Møller, 2016, s.221). Når ein nyttar multiplikatorar er det altså med utgangspunkt i marknaden si prising av framtidig kontantstraum hos dei komparative selskapa. Ein føresetnad for å skape eit presist estimat er at ein har tilstrekkeleg kunnskap om bransje eller tilsvarende selskap. Faktorar som her spelar inn er størrelse, lønnsemd, vekst og risiko. Det nyttast ei rekkje multipliar i praksis og desse variera mykje frå bransje til bransje. Kvar og ein har sine fordelar og ulemper. Av eksempel på multipliar kan det nemnast Pris/Fortjeneste(P/E), Pris/Sal(P/S), Pris/Bok(P/B), EV/Sal, EV/EBITDA.

Knivsflå framset to multiplikatormetodar, høvesvis eigenkapital- og selskapsmetoden. Førstnemnde er ei direkte verdsetjing av eigenkapitalen, medan den andre er ei indirekte verdsetjing av eigenkapitalen.

Substansverdimetoden

Substansverdi er den estimerte verdien av eit selskap sine egedelar minus netto renteberande gjeld og latent skatt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 241). Ein tek altså utgangspunkt i egedelane sin anskaffelseskost eller marknadsverdi, og ser dermed vekk i frå bruksverdien. I ei fundamental verdivurdering tek ein normalt omsyn til bruksverdien, men det blir altså ikkje gjort her. Ein er derfor svært sensitiv overfor skift i tilbod og etterspørsel i verdivurderinga samanlikna med det fundamentale forhold skulle tilseie. Vidare vil immaterielle egedelar typisk ikkje inngå, då desse sjeldan kan seljast separat i ein marknad. Dette gjer til at selskap som innehar store immaterielle verdiar i liten grad eignar seg ved denne metoden. Men også for fysiske egedelar vil ein få undervurdering, fordi ein som nemnd ikkje tek omsyn til bruksverdien. Dei tilfella der metoden eignar seg betre er der kor det er ein likvid marknad for egedelane, og at ein kan oppnå tilnærma lik verdi for egedelane uavhengig av kven som skal bruke dei. I tilfelle kor bruksverdien er lågare enn salsverdien vil metoden sjølvsagt også egne seg betre. Ved ei avvikling på grunn av konkurs vil metoden også vere aktuell. Eksempel på aktuelle bransjar kor metoden ofte vil egne seg er eigeendom, shipping og investering.

3.1.3. Opsjonsbasert verdivurdering

Ein finansiell opsjon er ein rett, men ikkje ei plikt til å kjøpe eller selje ein aksje til ein gitt pris. Den same tankegangen kan nyttast på driftsrelaterte egedelar, og vert då kalla realopsjonar. Opsjonsbasert verdivurdering er ei separat verdsetting av denne fleksibiliteten. Den blir berekna ut i frå opsjonsprising. Denne verdien kjem i tillegg til den statiske verdien som typisk er basert på ei fundamental verdivurdering. Ein seier derfor at den opsjonsbaserte verdivurderinga eignar seg best som eit supplement til fundamental verdivurdering. Dette for å hindre at ein undervurdera verdiestimatet som ein får gjennom den fundamentale verdivurderinga.

Realopsjonane kan delast inn i tre kategoriar: 1. Vekse/ekspandere, 2. Vente/utsette, og 3. Nedskalere/avvikle. Desse tre moglegheitene vil dei fleste selskap stå overfor. Kaldestad og Møller nemner patenta, rettigheiter, potensielle prosjekt og utvikling av landområde som aktuelle realopsjonar. I bransjar med mykje usikkerheit og som er i ein vekstfase/nedgangsfase kan denne fleksibiliteten ha ein større nytteverdi enn i øvrige fasar. Med auka globalisering,

rask teknologiutvikling og dereguleringar kan realopsjonar få ein større verdi i verdivurdering framover.

Utfordringa ved opsjonsbasert verdivurderinga er at det er knytt stor usikkerheit rundt variablane som ein skal estimere. For det første så eksistera det ikkje noko likvid marknad for opsjonen slik som for finansielle opsjonar. Verdien av utøvingskurs, samt riktig nivå på volatilitet og levetid er også med på skape desse utfordringane. Til trass for desse utfordringane vil det uansett bidra til auka innsikt i selskapet, samt tilføre varierende grad av verdi.

3.2. Val av hovudteknikk

Som vist har dei ulike verdsettingsteknikkane forskjellige styrkar og svakheiter. I det vidare vil vi drøfte kva teknikk som er best eigna ved verdsetjing av AKVA Group ASA, basert på konkrete vurderingskriterier. Kaldestad og Møller (2018, s. 33) peikar på informasjonstilgang, kjenneteikn ved bransjen og kva livssyklusfase selskapet er i som spesielt sentrale moment i denne vurderinga. I tillegg blir det lagt vekt på ønska pålitelegheit i estimatet, samt tiltenkt tidsramme. Knivsflå (2018A) legg også vekt på at teknikkane kan utfylle kvarandre, og i mange tilfelle vil det være fordelaktig å nytte fleire teknikkar for å få eit best mogleg verdiestimat.

Tilgang på informasjon

AKVA Group er eit børsnotert selskap, og har vore det sidan 2006. Dette inneberer at grundig og omfattande rekneskapsinformasjon jamleg blir offentleggjort. I tillegg blir selskapet sine eigne tankar om strategi og framtidsutsikter delvis gjort offentleg gjennom årsrapportar. AKVA Group sine konkurrentar er ikkje børsnoterte, og informasjon frå desse er derfor berre tilgjengeleg i avgrensa omfang. Dette talar mot bruk av komparativ verdsettingsteknikk.

Tid til disposisjon

Tidsramma på masterutgreiinga er om lag 4 månadar. Ei fundamental verdivurdering er grundig og tidkrevjande, medan ei komparativ verdivurdering er langt meir tidseffektiv. Vi ser likevel ikkje på tidsramma som ei begrensing i for stor grad.

Krav til pålitelegheit

Vi ønsker ei mest mogleg grundig og påliteleg verdivurdering med tanke på tid til disposisjon. Fundamental verdivurdering vil då vere den føretrekte metoden.

Bransje

Bransjen for havbruksleverandører er under utvikling, i takt med dei utfordringane som vil kome i oppdrettsnæringa. Biologiske og miljømessige utfordringar i oppdrettsnæringa har dei seinare åra pressa leverandørindustrien til auka teknologiutvikling. Dette ser vi igjen ved at ein del av selskapa i sine rekneskap har betydelege, og stadig aukande, immaterielle verdiar. Dette kan eksempelvis vere knytt til utviklingskostnadar og patenter. Dette er forhold som gjer substansverdimodellen innanfor komparativ verdsetting mindre egna. Grunnen til dette er at det er vanskeleg å ta omsyn til synergiverdien til egedelane når ein ikkje ser dei i samanheng. I tillegg er ofte dei immaterielle egedelane ikkje mogleg å omsette i ein marknad. Eksempelvis har dei ulike selskapa egne skreddarsydde software-løysingar.

Usikkerheit knytt til kor stor del av oppdrettsnæringa som vil vere landbasert i framtida, samt ekspansjon og konkurranse inn i nye marknader, kan tale for at ein bør inkludere verdien av fleksibilitet gjennom opsjonsbasert prising. På den andre sida så er bransjen relativt stabil og med myndigheiter som regulerer oppdrettsnæringa nøye. Følgeleg vil ein slik fleksibilitet vere av liten verdi.

Fase i livssyklus

Ein føresetnad for fundamental verdivurdering er at ein har historikk å gå ut i frå. Etersom selskapet slik vi kjenner det i dag gjekk på børs i 2006 er det nok av historiske tal å gå ut ifrå. Vi kan dermed observere selskapet si veksttakt, samt trendar over litt tid - eksempelvis kor eksponert ein er for hendingar i marknaden ein levera til.

Omsetningstala for dei siste åra viser ein stabil vekst. Dette har skjedd både gjennom organisk og uorganisk vekst. Stabiliteten i omsetningsveksten, samt antal leveår vitnar om eit selskap i ein vekst-/moden fase. Sannsynet for meir presise estimat aukar derfor samanlikna med eit selskap som er i tidleg vekst- eller nedgangsfase. I så fall hadde ein opsjonsbasert verdsetting vore meir aktuell for å inkludere fleksibiliteten til ekspansjon eller avvikling. I vårt tilfelle er det derfor fundamental verdivurdering som eignar seg mest.

Oppsummering val av verdsetjingsteknikk

Som vi ser peikar dei fleste av dei drøfta momenta i retning av at fundamental verdsetjing burde veljast som verdsetjingsteknikk i dette tilfellet. Dette heng tydeleg saman med ønsket om å gjere ei grundig verdsetjing, men det er også eit faktum at andre verdsetjingsteknikkar ikkje er eigna.

I mange tilfelle vil det vere ein fordel å gjere ei supplerande verdsetjing med ein alternativ teknikk i etterkant av ei fundamental verdsetjing. Ved å eksempelvis nytte ei komparativ verdivurdering i tillegg til den fundamentale verdsetjinga kan ein sørge for at det endelege verdiestimatet blir meir robust. For AKVA Group verkar det rimeleg klart at ei supplerande komparativ verdivurdering har lite føre seg. Grunnen til dette er at AKVA Group er det einaste børsnoterte selskapet i den definerte bransjen. Det finnst heller ikkje internasjonale aktørar som marknaden har verdsett og som er komparative mot AKVA Group. Samla sett er vurderinga at ei komparativ verdsetjing ville ha vore av svært låg kvalitet og ikkje hadde bidrege til å auke robustheita i det endelege estimatet. Konklusjonen er at fundamental verdivurdering blir vald som einaste teknikk.

3.3. Rammeverk for fundamental verdivurdering

Gjennom kurset *Rekneskapsanalyse og verdivurdering* (BUS 440) ved NHH presenterer Kjell Henry Knivsflå eit samla rammeverk for fundamental verdivurdering, og det er dette rammeverket verdivurderinga av AKVA Group vil basere seg på. Rammeverket byggjer i første rekke på offentleg informasjon utgjeve av selskapet sjølv. Denne informasjonen er utgangspunktet for strategisk- og rekneskapsbasert analyse. Innsikta frå desse analysane danner grunnlaget for ein framtdsrekneskap, som verdivurderinga til slutt baserer seg på. Figur 3.3 viser rammeverket og korleis prosessen mot eit endeleg verdiestimat vil bli.

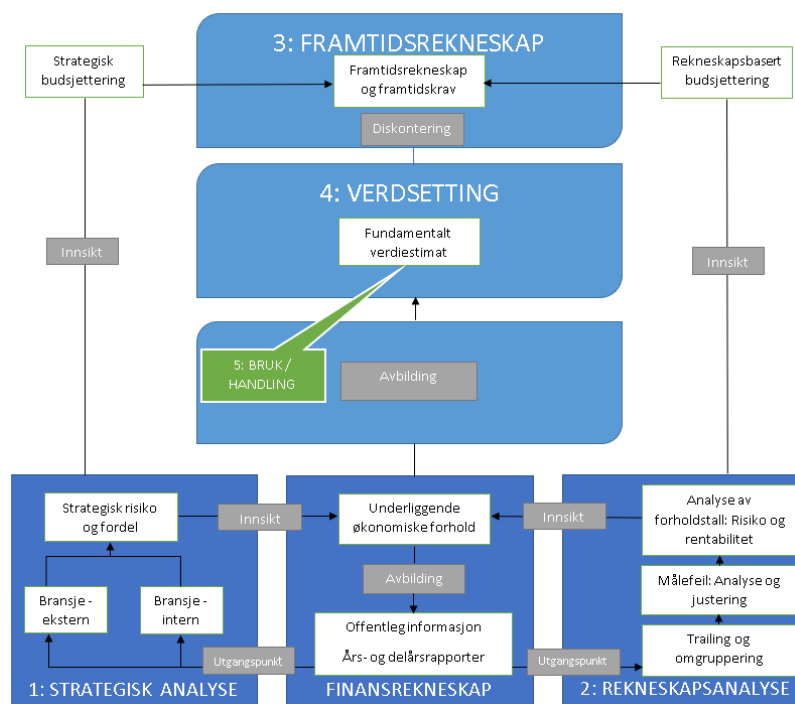


Diagram 3.3: Rammeverk for fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2019C, s.2)

Steg1: Strategisk analyse

Til å begynne med vil det gjerast ei strategisk analyse. Målsettinga med denne analysen er å kartlegge eventuelle strategiske fordelar som selskapet har, og dermed selskapets evne til å generere rentabilitet utover rentabilitetskravet. Dette skjer todelt gjennom ei ekstern bransjeorientert analyse og ei intern ressursbasert analyse. Samla dannar dette kvalitativ innsikt som brukast ved utarbeiding av framtidsrekneskap.

Steg 2: Rekneskapsanalyse

Rekneskapsanalysa er ei kvantitativ analyse kor det overordna målet er å trekke ut informasjon frå rekneskapstala. Med utgangspunkt i rekneskapsinformasjon blir det utarbeida trailing og tala blir omgruppert for investororientert analyse. Deretter blir målefeil kartlagt, og desse blir om nødvendig justert. Til slutt følger ei analyse av forholdstal med fokus på risiko og rentabilitet.

Steg 3: Framtidsrekneskap og krav

Basert på innsikta frå den strategiske analysen og rekneskapsanalyse forsøker ein no å lage ei prognose på korleis rekneskapen utviklar seg framover i tid. Dette blir gjort over ein gitt budsjettthorisont fram til ein reknar selskapet for å være i konstant vekst. Sentrale ledd ved utarbeiding av framtidsrekneskap er å finne fram til rimelege vekstanslag for budsjettdivarane, samt å anslå ved kva tidspunkt selskapet vil nå steady state. Ofte vil det knyte seg ei viss grad av uvisse til desse anslaga. Til slutt vil det i dette steget utarbeidast eit framtidig avkastningskrav.

Steg 4: Verdivurdering

I dette steget er målet å utarbeide eit verdiestimat med grunnlag i dei analysane som er gjennomført. Verdiestimatet blir funne gjennom ulike verdsetjingsmetodar, kor framtidsrekneskapen blir diskontert med framtidskravet. Både eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden blir nytta, og dersom desse metodane blir nytta konsistent vil dei gje same verdiestimat (Knivsflå, 2019A, s.71). Etersom vektene i avkastningskravet ikkje er verdivekta vil ei konvergensprosedyre blir nytta for å kome fram til dette felles verdiestimatet.

Det er naturleg å avslutningsvis i dette steget foreta ei sensitivitetsanalyse og ulike simuleringar for å undersøke uvisse i estimatet.

Steg 5: Bruk av verdiestimatet

Det endelege verdiestimatet kan brukast i fleire samanhengar. Dersom marknaden har satt ein pris på selskapet, eksempelvis gjennom børsen, kan estimatet samanliknast med denne prisen og danne grunnlaget for ein handlestrategi. Er verdiestimatet betydeleg høgare enn marknadsprisen kan det være grunnlag for kjøp av denne aksjen. I denne samanheng er det viktig å ha eit bevisst forhold til uvissa som ligg i verdiestimatet. Verdiestimatet kan også nyttast internt i selskapet. Knivsflå (2019A, s.77) nemner her verdibasert styring som eit mogleg bruksområde.

Kapittel 4: Strategisk analyse

I kapittel 4 vil det gjennom kvalitative analysar kartleggast strategiske forhold i AKVA Group og bransjen dei opererer i. Analysen av bransjen vil skje gjennom to delar – ei ekstern bransjeorientert analyse (PESTEL) og ei intern bransjeorientert analyse (Porters fem konkurransekrefter). Samla skal desse analysane gi svar på om bransjen har ein rentabilitet over avkastningskravet, og dermed ein bransjefordel (Knivsflå, 2019B, s.41).

Den interne strategiske analysen vil være ei SVIMA-analyse, som vil kartlegge i kva grad AKVA Group har ressursar internt som kan skape varige konkurransefortrinn. Slike konkurransefortrinn kan gjere selskapet i stand til å levere ein varig rentabilitet over bransjen. (Knivsflå, 2019B, s.42).

Resultata frå den eksterne- og den interne strategiske analysen vil gi kvalitativ innsikt i kva som skapar eventuelle strategiske fordelar eller ulemper (Knivsflå, 2019B, s.84). Desse resultatata gir dermed nyttig informasjon som kan brukast vidare ved utarbeiding av framtidsrekneskap, samt gi innsikt i dei underliggende økonomiske forholda i selskapet. Avslutningsvis i kapittel 4 vil det gjerast ei SWOT-analyse som har til hensikt å samle innsikta frå den strategiske analysen i eit enkelt oppsummerande rammeverk.

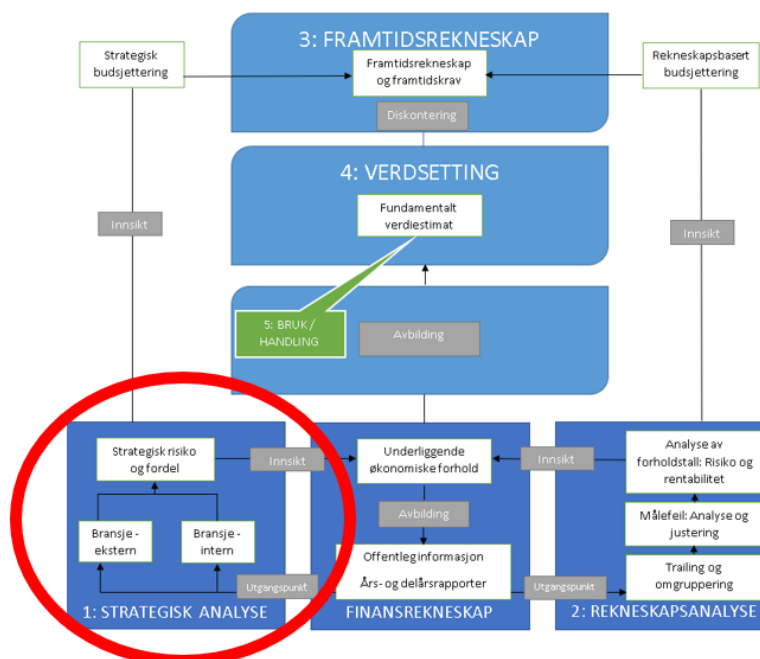


Diagram 4: Strategisk analyse i rammeverket for fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2019C, s.2)

4.1. PESTEL-analyse

PESTEL-rammeverket blir ofte nytta i strategiske analyser for å systematisere eksterne forhold som påverkar bransjen vi analyserer. I rammeverket blir ekstern påverknad systematisert i seks kategoriar. Kategoriane er 1. Politisk (P), 2. økonomisk (E), 3. sosiokulturelt (S), 4. teknologi (T), 5. miljømessige (E) og 6. juridisk (L) (Lien, Knudsen og Baardsen, 2016, s.86). PESTEL-rammeverket er ikkje i seg sjølv eit fullverdig analytisk rammeverk. Derimot er rammeverket svært nyttig når det kjem til å systematisere og konkretisere ytre faktorar som påverkar ein bransje. I det vidare vil ytre påverknad på havbruksleverandør-bransjen bli presentert og systematisert gjennom dei seks nemnde kategoriane.

4.1.1. Politikk og legale forhold

4.1.1.1. Handelspolitikk

Havbruksleverandørane har eit stadig auka fokus på global ekspansjon, og dei største aktørane er alt veletablert i internasjonale marknader. Viktige eksportmarknader for norske havbruksleverandørar er særleg EU, Canada, Chile og USA, då det er her vi finn dei største oppdrettsproduzentane utanfor Noreg. Global eksponering gjer bransjen meir sensitiv for internasjonale handelskonflikter.

Noreg sitt forhold til EU er i stor grad basert på EØS-avtalen. Denne avtala sikrar norske selskap tilgang på den europeiske marknaden på lik linje med selskap i EU-land (regjeringen.no, 2019). Ved eksport til den europeiske marknaden er derfor EØS-avtalen heilt avgjerande for norske havbruksleverandørar. Også oppdrettsnæringa dreg stor nytte av denne avtalen. Dei seinaste åra har det vore uro knytt til samarbeidet mellom EU og Storbritannia, etter at Storbritannia i 2016 valde å melde seg ut av unionen. Utmeldinga er endå ikkje formalisert, og det er knytt stor uvisse til korleis dette vil påverke handelsklimaet i EU/Storbritannia.

Verdas to største land målt etter bruttonasjonalprodukt, USA og Kina, er også i ei vedvarande handelskonflikt. Denne handelskonflikta starta i mars 2018 då USA auka tollsatsane på aluminium og stål. Sidan har begge land svara med auka tollsatsar på importvarer. Handelskonflikta er endå aktiv, og det er også her uvisse knytt til korleis dette vil kunne påverke internasjonal handel framover.

4.1.1.2. Reguleringar

Det er Akvakulturlova av 2005 som set dei viktigaste føringane for oppdrettsnæringa. Føremålet med lova er å «fremme akvakulturnæringa si lønsemnd og konkurransekraft innanfor rammene av ei berekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten» (Akvakulturloven §1). Det krev ein konsesjon/ tillating frå myndigheitene for å drive havbruk i Noreg. Konsesjonane blir tildelt etter ein søknadsprosess kor omsyn til miljø/biologi, kystforvaltning og næringsutvikling er sentrale element. Det er antalbegrensingar for oppdrett av laks, aure og regnbogeare i sjøvatn. Dette kjem som følge av høg etterspørsel og ønske om kontroll på miljømessig påverknad. Ein har derimot tilgang til å kjøpe konsesjonsrettigheter hos andre. Vidare er det krav om maksimal tillate biomasse per konsesjon. Reguleringane dempar produksjon og vekst i den norske marknaden for havbruksleverandørane. På den andre sida er dei med på å skjerpe fokus på meir effektive løysingar gitt rammevilkåra. Nye tillatingar kjem ved ujamne mellomrom, og dei har ulike former og vilkår (NOU 2014: 16, 2014, s.119). Konsesjonar er ei særnorsk regulering som ein med produksjon i utlandet ikkje treng å forholde seg til på same måte. I diagram 4.1.1.2 føl ei oversikt over antal tillatingar til drift dei siste ti åra, som viser ei nokså flat utvikling. Utviklinga pregast i stor grad av ønska avgrensing som følge av biologiske- og miljømessige utfordringar. (SSB, 2019C).

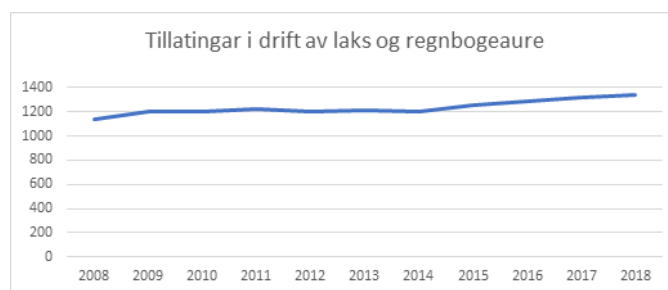


Diagram 4.1.1.2: Tillatingar til drift av laks og regnbogeare (SSB, 2019C)

I 2013 kom ei ny forskrift som innebar grøne konsesjonar. Føremålet var å «reduere miljøutfordringane knytt til rømming av oppdrettsfisk og spreining av lakselus» (Fiskeridirektoratet, 2019). Selskap som får innvilga ein slik konsesjon forplikta seg til å ta i bruk løysingar som løyser utfordringane betre enn det som vert brukt i dag. Havbruksleverandørane vil dermed få fleire potensielle leveransar, men samstundes må dei levere innanfor krava som er satt for å nå opp, noko som også har ei kostnadsside.

Det blei i 2016 gjort ei endring i konsesjonsvilkåret for landbasert oppdrett. Dette gjer til at løyver kan tildelast laupande og utan vederlag til myndigheitene (Nærings- og

fiskeridepartementet, 2016). Føremålet er å gjere Noreg konkurransedyktige gjennom å ha like rammevilkår som andre land. Dette vil i tillegg opne opp for produksjon av nye artar. På Island driv ein oppdrett med røye, sjøtunge i Spania og Portugal, piggvar i Frankrike og Portugal, ål i Kina, og reker i Japan. For havbruksleverandørane betrar moglegheitsområdet seg. Det å vere aktive på innovasjonsfronten og utnytte den bransjekunnskapen ein allereie har tileigna seg blir viktig.

Av andre reguleringar dei siste åra kan det nemnast utviklingstillatingar som ein kunne søke om i perioden 2015-2017 (Fiskeridirektoratet, 2016). I slutten av 2017 fekk ein også eit «trafikklyssystem», der ein ser på kor stor påverknad oppdrett har på villaksen med tanke på lakselus (Fiskeridirektoratet, 2017). Ved grønt lys tilet ein vidare vekst, gult lys gir ingen vekst og raudt lys angir at volumet må ned. Ein ser at myndigheitene til stadigheit kjem med nye reguleringa som har til hensikt å stimulere til innovasjon og vekst. Det er sannsynleg at ein vil fortsette å kome med nye tiltak som premiera aktørar som er innovative på dette området.

4.1.2. Økonomi

4.1.2.1. Rentenivå

Rentenivået påverkar havbruksleverandørane på spesielt to sentrale områder. For det første påverkar rentenivået eigne finansieringskostnader internt i bransjen. Ei låg rente reduserer finansieringskostnadane, og gjer det meir attraktivt å investere i eksempelvis nye produksjonsanlegg eller utviklingsprosjekt. For det andre påverkar rentenivået havbruksleverandørane indirekte gjennom oppdrettsnæringa sine investeringsbeslutningar. Ei låg rente vil isolert sett bety auka investeringar i oppdrettsanlegg/utstyr, og dermed auka etterspørsel etter havbruksleverandørane sine produkt. Ettersom både oppdrettsnæringa og havbruksleverandørane sjølve driv nokså kapitalintensiv produksjon, får rentenivået relativt stor betydning på investeringsviljen.

Dei seinare åra har rentenivået i Noreg vore svært lågt i eit historisk perspektiv. Frå 2016 og fram til medio 2018 har renta lagt på 0,5 % (Norges Bank, 2019A), før den gradvis er auka fram mot dagens nivå på 1,50 %.

Diagram 4.1.2.1 (1) er utarbeida av NOREC og viser investeringsnivået i norsk akvakulturnæring dei siste tiåra (Blomgren et al., 2019, s. 29).

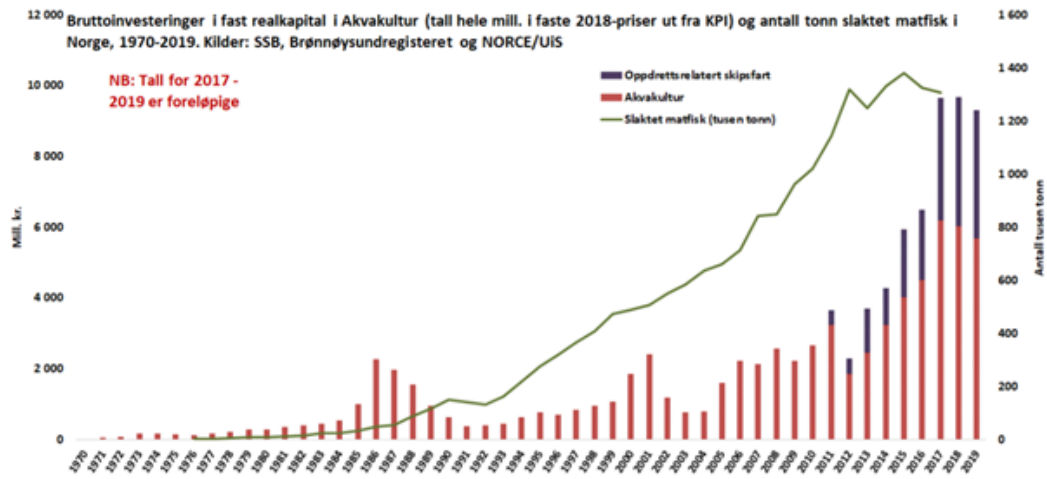


Diagram 4.1.2.1 (1): Bruttoinvesteringar i akvakultur 1970–2019 (Blomgren et al., 2019, s.29)

NOREC sine tal viser svært høge investeringar dei seinaste tre åra, i tråd med det ein kan forvente basert på rentenivået. Derimot er det ikkje mogleg å anslå nøyaktig kor stor innverknad renta har hatt på investeringsnivået. Som vi ser har volumutviklinga (slakta matfisk) vore svak i oppdrettsnæringa dei seinare åra. Dette betyr at investeringane vi har sett dei siste åra ofte knyt seg til eksisterande anlegg og teknologiforbetringar. Eksempelvis ser vi at mange oppdrettsselskap har store investeringar knytt til handtering av lakselus. Altså kan dei auka investeringane i stor grad vere nødvendige investeringar som eit resultat av omstillingar i oppdrettsnæringa, heller en direkte resultat av lågt rentenivå. Det er derimot liten tvil om at rentenivået dei seinare åra isolert sett fremmar investeringar.

I forbindelse med publisering av Pengepolitisk Rapport, sist utgitt i juni 2019, legg Norges Bank fram sine prognosar for renteutviklinga framover i tid. Det nyaste anslaget kan sjåast i diagram 4.1.2.1 (2) (Norges Bank, 2019A).

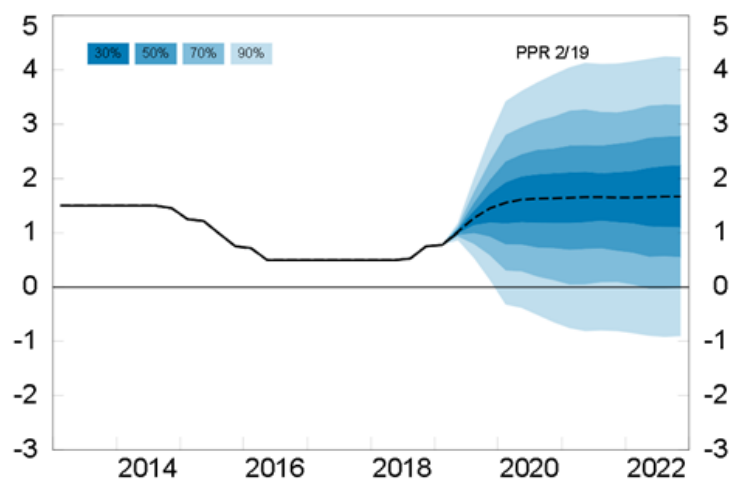


Diagram 4.1.2.1 (2): Rentnivå 2014-2019 og prognose 2019–2022 (Norges Bank, 2019A)

Prognosen frå Norges Bank viser at renta er på veg opp, og anslaget er at den relativt kjapt vil stabilisere seg på 1,75 %. Prognosen illustrerer også usikkerheita i anslaga. Denne usikkerheita relaterer seg til uventa hendingar og potensielle feil som ligg i prognosen. Dersom Norges Bank sin prognose viser seg riktig, vil vi framover sjå eit rentenivå som ligg om lag på nivå med perioda 2012-2015. Denne perioda var prega av sterk investeringsvekst i norsk oppdrettsnæring, og det er dermed lite som tyder på at rentenivået dei nærmaste åra skal ha nemneverdig innverknad på investeringsviljen i denne bransjen.

4.1.2.2. Valuta

Havbruksleverandørar som er eksponert i internasjonale marknader vil bli påverka direkte av svingingar i valutakursen. Denne direkte påverknaden skjer i første rekkje gjennom sal til internasjonale aktørar. Eit eksempel er sal av merdanlegg til Chile eller landbaserte anlegg til den amerikanske marknaden. I tillegg blir havbruksleverandørane også her påverka indirekte av oppdrettsnæringa. Ettersom mesteparten av norsk oppdrettsfisk blir eksportert, er valutautviklinga viktig for korleis oppdrettselskapa gjer det økonomisk. Dette vil i neste rekke påverke investeringsviljen og etterspørselen etter oppdrettsrelaterte anlegg/utstyr.

Valutasvingingane havbruksleverandørane står overfor er i stor grad knytt til svingingar i euro, pund og dollar (AKVA Group, 2019A). Grunnen til dette er for det første at det skjer sal frå Noreg til den internasjonale marknaden – og då særleg til andre sjømatprodusentar som Chile, Canada og Skottland. For det andre skjer mykje av produksjonen (eksempelvis av stålmerder) i utlandet, slik at denne blir handla vidare i euro eller dollar (Jensen, 2008). I diagram 4.1.2.2 ser vi kursutviklinga den norske krona har hatt mot britisk pund (GBP), euro (EURO) og amerikansk dollar (USD) dei siste fem åra (Norges Bank 2019B)

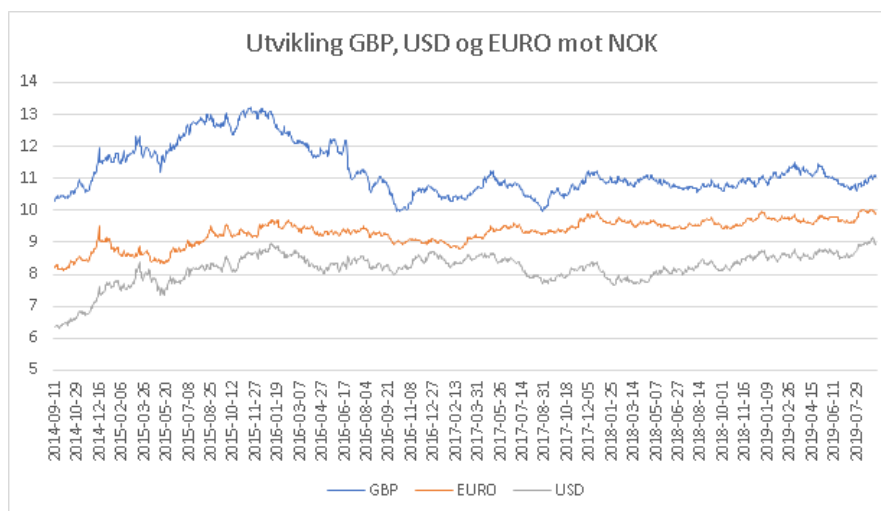


Diagram 4.1.2.2: Valutautvikling 2014–2019 (Norges Bank, 2019B)

Først og fremst viser utviklinga at den norske krona har svekka seg markant mot USD og EURO dei siste tre åra. Pundet har vist ei meir ujamn utvikling, og har ikkje styrka seg særleg mot den norske krona dei seinaste åra. Mykje av grunnen til dette er politisk uro i forbindelse med Storbritannia si utmelding frå EU. Svak norsk valuta er økonomisk gunstig for norske havbruksleverandørar som sel produkt i den internasjonale marknaden.

Som nemnd blir havbruksleverandørane også påverka av valutautviklinga i oppdrettsnæringa. Etersom Noreg først og fremst er ein oppdrettsprodusent er eksport svært viktig for oppdrettsselskapa. Verdien av denne eksporten er venta å passere 50 milliardar kroner i 2019 (Norsk Sjømatråd, 2019A). Mesteparten av eksporten går til den europeiske marknaden, kor Polen, Danmark, Frankrike, Storbritannia og Nederland er dei største mottakarane. I tillegg er USA og Kina viktige marknader som er i sterk vekst. Vi ser at valutaeksponeringa også her er relativt brei, sjølv om oppdrettsselskapa nok er meir eksponert i euro enn havbruksleverandørane.

Samla ser vi at valutaeksponering for havbruksleverandørane skjer både direkte gjennom eige sal og indirekte gjennom endra investeringsaktivitet i oppdrettsnæringa. Det er likevel slik at mesteparten av salet frå havbruksleverandørane går til kundar i Noreg (eksempelvis 52 % for AKVA Group i 2018), slik at valutaeksponeringa for desse leverandørane er langt lågare enn den er for eksempelvis oppdrettsnæringa.

4.1.2.3. Laksepris

Diagram 4.1.2.3 viser lakseprisen si utvikling frå år 2000 og fram til i dag (SSB, 2019B). Tala viser korleis lakseprisen tok seg kraftig opp mot slutten av 2015, og sidan har heldt seg relativt høg i eit historisk perspektiv.

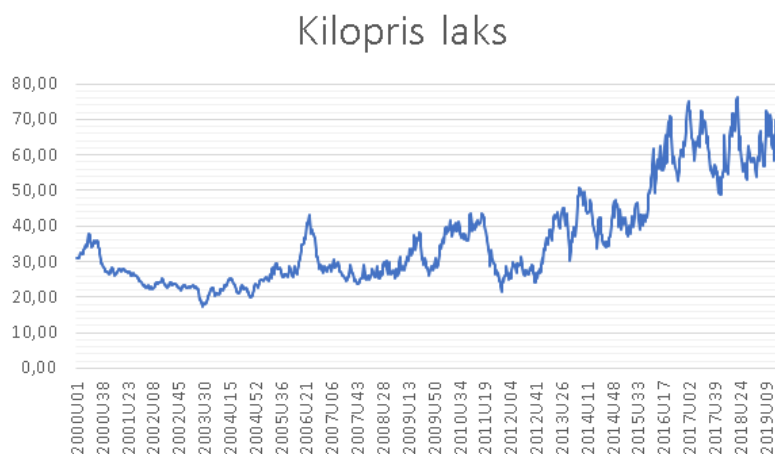


Diagram 4.1.2.3: Kilopris laks 2000—2019 (SSB, 2019B)

Lakseprisen er ein ekstern faktor som påverkar havbruksleverandørane indirekte gjennom oppdrettsselskapa. For oppdrettsnæringa er lakseprisen ein svært viktig drivar. Diagram 4.1.2.1 (1) viser at volumutviklinga i oppdrettsnæringa har vore flat sidan 2011/2012, men i den same perioden har eksportverdien av norsk oppdrettsfisk meir enn dobla seg (Norsk Sjømatråd, 2019B). Forklaringa ligg i ein dobla laksepris, som vist i diagram 4.1.2.3. Årsaka til lakseprisoppgangen dei siste 6-7 åra er samansett. For det første har det vore ein markant auke i etterspørsel for norsk laks, og 70 % av lakseprisoppgangen kan tilskrivast denne etterspørselsveksten (Kunnskapsbanken, 2019). Grunnen til at etterspørselsveksten slår såpass kraftig ut i lakseprisen er at produksjonsvolumet nærmast har stått stille i denne perioden. Samstundes har ei svekka norsk krone bidrege ytterlegare til auka laksepris.

Det er liten tvil om at lakseprisoppgangen har vore økonomisk gunstig for oppdrettsselskapa. Verknaden på havbruksleverandørane er derimot meir uklar. Havbruksleverandørane er økonomisk sett små aktørar samanlikna med dei store oppdrettsselskapa, og har svak forhandlingsmakt i møte med desse. Dette fører vidare til at det i stor grad er oppdrettsselskapa som tar ut lakseprisauken i høgare marginar, og havbruksleverandørane har så langt ikkje oppnådd prisauke på sine produkt. På den andre sida har auka lønsemd hos oppdrettsselskapa ført til høgare investeringar i forskning/utvikling, tenester og meir sofistikert teknologi (Maurset, 2018 s. 55). Dette er også ein effekt vi ser i diagram 4.1.2.1 (1), kor investeringane har auka betrakteleg dei seinaste åra på tross av flat volumutvikling.

4.1.3. Sosiokulturelle forhold

4.1.3.1. Demografi

I 2011 passerte vi 7 milliardar menneske i verda og i dag nærma vi oss 8 milliardar (FN, 2019). I 2050 anslår FN at befolkninga er på 9.8 milliardar. Det vil med andre ord vere ein stor befolkningsauke i åra framover. Etterspørselen etter mat vil følgjeleg gå opp, noko som igjen vil sette press på matproducentane. Det er forventa at matbehovet vil vere om lag 60 % større i 2050 enn det er i dag (FAO, 2018). Berre 6.5 % av maten kjem i dag frå havet, så her føreligg det eit stort, uforløyst potensial. Oppdrett innehar ikkje dei same naturlege avgrensingane som tradisjonell fiske. Samstundes er det meir ressurseffektivt samanlikna med landbruk. Ein kan derfor vente auka etterspørsel for havbruksleverandørane i åra framover når ein ser befolkningsvekst i samband med eit allereie belasta jordareal.

Med dagens tilgang på oppdrettsfisk og tilhøyrande høge prising må framleis eit produkt som oppdrettslaks sjåast som eit luksusgode. Dette betyr at ein i mange land vil sjå at forbruket først

og fremst kjem i dei rikare delane av befolkninga. Som følgje av dette vil ikkje befolkningsauke i seg sjølv vere avgjerande for etterspurnadsutviklinga. Det avgjerande vil bli om middelklassen i folkerike nasjonar veks.

4.1.3.2. Samfunnstrender

Miljøfokus er ei framveksande trend, og myndigheiter så vel som folk flest er i større grad opptekne av korleis miljømessige utfordringar blir løyst. Eit eksempel er plastforsøpling i verdshava, som dei seinare åra har fått mykje fokus. Anslag viser at ca. 15 tonn plast ender opp i verdshava kvart minutt (WWF, 2019), og store internasjonale organisasjonar som FN og WWF jobbar i desse tider med å få på plass bindande globale avtalar for handtering av dette problemet. Fokuset på slike problemstillingar, og særleg bindande avtalar, vil gjere at havbruksleverandørane i større grad må tilpasse sine produkt i takt med denne utviklinga. Det er verdt å merke seg at desse problemstillingane kan vere ulike på lokalt og internasjonalt nivå. Eit eksempel er forureining frå fiskefôr som blir nytta i oppdrettsnæringa. Dette kan utgjere ei stor utfordring lokalt, ettersom det ytre biologiske miljøet vert påverka. På den andre sida har denne forureininga liten global innverknad, og i eit globalt perspektiv vil ein føretrekke fiskeoppdrett framfor meir forureinande kjøttproduksjon.

Ei anna internasjonal trend er det auka fokuset på helse og sunnheit. Ei slik trend påverkar havbruksleverandørane først og fremst dersom oppdrettsselskapa klarar å profitere på dette økonomisk. Etterspørselsveksten etter laks og aure har vore sterk dei siste åra, og sunnheitsfokuset, saman med befolkningsvekst, er viktige årsaker til dette (Kunnskapsbanken 2019).

4.1.4. Teknologi

Overordna utviklingstrekk for bransjen er at ein ønsker å finne metodar som redusera miljøfotavtrykket og å skape vidare vekst. Innovasjon blir dermed eit stikkord framover. I Noreg blir det tildelt relativt få nye konsesjonar, og dei konsesjonane ein har blir nytta til det maksimale. Dette medfører eit press på å utnytte den kapasiteten ein har endå betre. Eit heitt tema i dag er moglegheitene landbaserte anlegg vil gi. Innan landbasert oppdrettsteknologi er det især overgangen frå gjennomstraumingsanlegg til resirkuleringsanlegg som har vore i vinden. Denne teknologien kjem inn både når det gjeld smolt og postsmolt, men også der ein forsøker å gjere heile prosessen landbasert. Vidare ser ein på lukka og semi-lukka anlegg til havs, der offshore-lokasjonar også blir utprøvd. Til slutt kan det nemnast at ein ser på moglegheitene rundt dyrking av makroalgar som eksempelvis tare.

I ei spørjeundersøking føreteke av SINTEF (SINTEF, 2017, s.66) stilte ein følgjande spørsmål til dei som levera teknologi og service til fiskerinæringa innanfor havbruk: *Kva trendar har betydning for utviklinga innanfor di bedrift og andre i same segment?* Her blei endring av regelverk nemnd av 53 % av respondentane. Smittevern, parasittar og sjukdommar kom ut med 47 %. Det at ein har fått større havbruksselskap og/eller internasjonaliserte, og fokus på fiskevelferd kom begge ut med 42%. Det kan også nemnast at lukka anlegg og økte krav til kompetanse til bedrifta blei nemnd i 40% av svara.

NTNU og SINTEF publiserte hausten 2018 ei analyse av landbasert lakseoppdrett (Bjørndal et.al. 2018). Her blir det diskutert konsekvensar av lukka, landbaserte anlegg, samt sjøfase for post-smolt både i opne og lukka merdanlegg. Det er ifølgje rapporten seks selskap som har fått løyve til landbasert produksjon av matfisk i Norge, og interessa er stor også utover dette. Internasjonalt har landbaserte anlegg for lakseproduksjon starta opp i Danmark, Polen, Canada og Sveits. Vidare er ein i planleggingsfasen eller i gang med utbygging i USA, Kina og Sør Afrika.

Av fordelar ved landbasert oppdrett blir det peika på at det gjev auka produksjon, samt bidreg til reduserte kostnader til bl.a. logistikk og frakt. Vidare vil landbasert oppdrett opne opp for produksjon av meir spesialiserte produkt. Havbruksleverandørane kan her få nye produkt og marknader med potensiale for vidare vekst. Norge er i ein unik posisjon grunna tilgangen på sjø, men ved bruk av landbaserte anlegg vil dette konkurransefortrinnet i mindre grad gjere seg gjeldande. Ein rimeleg antagelse er derfor at nye aktørar vil forsøke å etablere seg i bransjen. Det blir i rapporten førespegla at dei fleste anlegga på kort- og mellomlang sikt vil etablerast i utlandet. Bransjen for havbruksleverandøra må derfor belage seg på auka investeringar i utlandet i åra framover.

Sjukdom, lakselus og fiskevelferd er utfordringar som bransjen står overfor. Målet er at dei nye anlegga skal gi mindre lus, reduksjon av slam ut i fjordane og betre fiskevelferd. Postsmoltfasen er blir her utpeikt som eit område der desse utfordringane blir møtt. Verknadane dette vil ha på oppdressnæringa er at fisken blir meir motstandsdyktig, tid i sjø blir redusert, auka kontroll, auka overleving, raskare vekst og betre velferd. Klarer ein dette vil ein skape vekst i norsk lakseproduksjon.

Utfordringane med landbaserte anlegg er at det krev store arealbeslag. Vidare er situasjonen fleire plassar i dag at ein ikkje klara å produsere opp i mot kapasiteten i dei anlegga som vert

bygd. Ein vil også få ei vesentleg mengde slam, der det per i dag ikkje finst noko gode løysingar med tanke på å handtere dette avfallet.

Det avgjerande for lokalisering av landbaserte anlegg, for oppdrett av laks og aure, er val av teknologisk løysing. Ved gjennomstrauingsanlegg må ein lokalisere langs kysten, medan ein med RAS kan velje meir ut i frå marknadsmessige kår. Det kan ligge eit stort potensial i det å kunne produsere fisk nærare dei store marknadane. RAS gjev lågare vassbehov og lagar mange gangar fleire smolt med same vassmengd tilgjengeleg.

Eit anna utprøvningsområde er lukka eller semi-lukka anlegg. Kjenneteiknet er at dei har *«ei tett eller bortimot tett fysisk barriere mellom vassmiljøet til fisken og det omliggjande miljøet»* (Bjørndal et al., 2018, s.92). Ideen bak slike anlegg er at ein meiner det vil betre fiskevelferd og helse, samt vere meir gunstig økonomisk. I eit lukka sjøanlegg vil ein kunne tilpasse sjøinntaket til passande djupne og soleis redusere lakselus. Ein ser i dag at selskap frå andre næringar som maritim/offshore, samt store internasjonale konsern ynskjer å ta del i den teknologiske utviklinga eller å bidra med den teknologien dei sjølv innehar.

Til slutt må det nemnast at meir overordna trendar innan digitalisering heilt klart vil gjere seg gjeldande i denne bransjen også. Software utgjer ein vesentleg del av dei produkta og tenestene ein levera. Ein må klare å nyttiggjere seg Big Data til å sjå gitte mønster og å ta i bruk kunstig intelligens for automatisering av bestemte oppgåver. Syntetisk biologi vil også få ei større rolle i framtida ved at ein bygger inn nye eigenskapar i celler eller lagar heilt nye celler.

4.1.5. Miljø

Blant forskarar er det gjort ei rekke observasjonar av klimaet og endringar som vil kome i tida framover. Temperaturen på kloden stig (FN, 2019). Dette vil medføre raskare og kraftigare oppvarming, og især jo lengre nord ein kjem. Ein konsekvens er at is smeltar og at havtemperaturen stig. Auka CO₂-utslepp har bidrege til at vatnet har blitt forsura, med den konsekvens at det blir vanskelegare å ta vare på naturmangfaldet i havet. Ein vil også oppleve eit endra nedbørsmønster, samt at det vil kome meir ekstremnedbør. Bransjen må møte desse miljøforandringane gjennom å utvikle utstyr og løysingar som er tilpassa nettopp dette. Det vil mellom anna krevje meir robust utstyr enn i dag. Som nemnd i teknologiavsnittet (kapittel 4.1.4) vil ein i tillegg måtte fokusere på å levere innanfor strenge miljøkrav.

Ein konsekvens av klimaendringane er at det vil krevje auka produksjon frå oppdrettsbransjen grunna mangel på jordareal. Verdsbanken har predikert at innan 2030 vil 62% av matfisk kome

frå akvakultur for å møte den framtidige etterspørselen (The World Bank, 2013, s.40) Berekraftig vekst blir eit stikkord i tida framover. Politikarane i Norge har uttalt at målet er ein berekraftig havbruksproduksjon på 5 millionar tonn i 2050 (Tveterås et al., 2019, s.27). Strengare krav har blitt stilt til både miljøavtrykk, reduksjon av avfall og gjenbruk av avfall. Dette vil som tidlegare nemnt påverke havbruksleverandørane si produksjonsutvikling.

4.1.6. Oppsummering PESTEL

PESTEL-analysen har gjeve innsikt i dei overordna, ytre faktorane som påverkar bransjen i dag og i tida framover. Av politiske og legale forhold er det spesielt viktig å merke seg det volumbegrensande konsesjonssystemet i norsk oppdrettsnæring. I tillegg set myndighetene stadig strengare miljøkrav og gir incentiv til teknologiutvikling på miljøfronten. Av økonomiske faktorar kjem stort sett ytre påverknad via oppdrettsbransjen. Oppdrettsselskap er blant anna svært eksponert for endring i valuta og laksepris som deretter påverkar investeringsviljen hos desse selskapa. Innanfor sosiokulturelle faktorar må det nemnast eit auka miljøfokus, samt eit aukande behov for sjømat grunna befolkningsauke. Av teknologiske faktorar ser ein særleg på overgangen til landbasert oppdrett som viktig. Alternative løysingar som anlegg offshore vert også utforska. Hovudfokuset ligg på å skape berekraftige og produktive løysingar. Til slutt kjem miljøfaktorar. I framtida vil ein oppleve meir ekstremvær slik at løysingane må vere meir robuste. Frå myndighetshald er det også eit uttala mål om meir berekraftig matproduksjon til havs.

4.2. Porter sine fem konkurransekrefter

Michael Porter sine fem konkurransekrefter er ein teori for bransjeanalyse (Knivsflå, 2019B, s.35). Ideen er at eit avvik frå frikonkurranse er det som skapar positiv lønnsemd i ein marknad (Lien et al., 2016, s. 115). Dei fem konkurransekreftene gir derfor ei oversikt over kva aspekt ved marknaden som avgjer lønnsemda. Desse fem er rivalisering, trussel frå nykomarar, trussel frå substitutt, leverandørane si forhandlingsmakt og kundane si forhandlingsmakt. Ein kan merke seg at det er verdikapinga som er fokuset i dette rammeverket. Det vil seie at konkurransekreftene verkar som truslar for bransjen si lønnsemd.

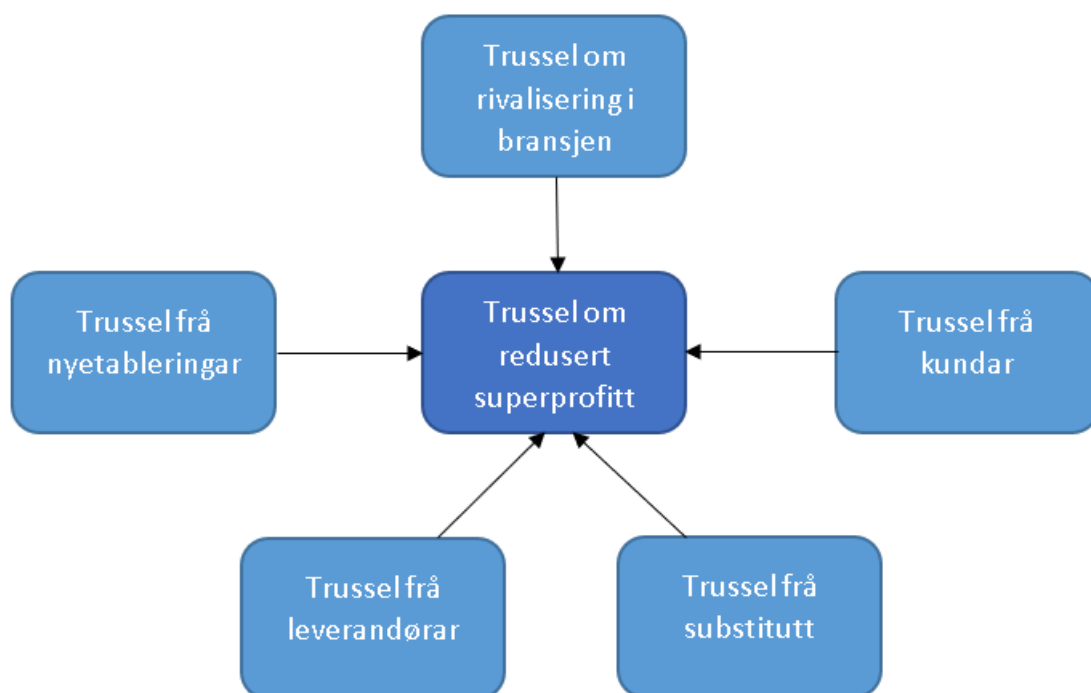


Diagram 4.2: Porter sine fem konkurransekrefter (Knivsflå, 2019B)

4.2.1. Trussel om nyetablering

4.2.1.1. Kapitalintensitet

Det ligg store investeringar knytt til etablering av produksjonsanlegg for havbruksleverandørane. Produksjonen er arealkrevjande fordi ein produsera store komponentar. Eksempel på dette er produksjon av merdar, flytekragar, fôrflåter, tankar, RAS-anlegg m.m. Logistikkmessig vil det for enkelte delar av produksjonen vere nødvendig med lokalisering i nærleik til sjøen for utfrakting av ferdigvarer.

Det føreligg ein del etableringsbarrierar, men mange av dei vil i størst grad gjere seg gjeldande for totalleverandørbransjen. Innanfor einskilte produktgrupper vil etableringsbarrierane vere vesentleg lågare.

For å operere som totalleverandør krevst eit breitt serviceapparat internt i selskapet. Dette føreset vidare mykje ulik spesialkompetanse ettersom produktsortimentet er så vidt. I den eine enden må ein kunne yte service på software-system, medan ein i den andre enden må kunne drive notbøting. Det krev med andre ord stor investeringar i humankapital for å entre marknaden. I tillegg vil det vere slik at etablerte aktørar har opparbeidd seg spesialkompetanse gjennom erfaring som vil ta tid å utlikne. Alternativt må ein kjøpe kompetanse i marknaden.

4.2.1.2. Teknologi

Teknologien som i dag leverast til oppdrettsbransjen er sofistikert og tilpassa strenge krav. Myndigheitene har i forskifter gjeve spesifikke krav; eksempelvis krav til toleevna til fortøying og flytekragar. Dette medfører kompetanseutfordringar for dei som ynskjer å etablere seg, og er soleis ein dempar for etableringsviljen.

I ein ringverknadsanalyse for sjømatnæringa utført av SINTEF blir det påpeika at norske leverandørar karakteriserast av høg kvalitet på sine leveransar, høg kompetanse og å vere leiande innan teknologi (Sintef, 2017, s.5). Dette forsterkar etableringsbarrierar for nye aktørar.

Som tidlegare vist er det i oppdrettsbransjen ei rekkje utfordringar knytt til berekraft, fiskevelferd og produktivitet. Myndigheitene prøver her å fremje innovasjon gjennom insentivordningar. Summen av dette er at innovative selskap kan kome inn i bransjen og utfordre dei etablerte aktørane. Eksempelvis har offshorebransjen engasjert seg i forsøk på lukka oppdrettsanlegg til havs. Fosen Yards har inngått ei kontrakt med NRS om bygging av eit nedsenkbart oppdrettsanlegg for 700 millionar - dimensjonert for vêrharde forhold lenger utanfor kysten (Berge, 2019).

4.2.1.4. Kunderelasjon

Som i dei aller fleste bransjar vil det vere slik at etablerte aktørar over tid opparbeider seg eit forhold til eksisterande kundar, og på den måten gjer det vanskelegare for nye aktørar å trenge inn i marknaden. Typiske forhold som styrkar kunderelasjonen kan vere stordriftsfordelar, spesialkompetanse eller juridisk bindande avtalar. I relasjonen mellom havbruksleverandørane og oppdrettsselskapa, som er dei viktigaste kundane, er det fleire forhold som bidreg til å gjere relasjonen ekstra sterk.

For det første er oppdrettsanlegg dyre og komplekse investeringar for oppdrettselskapa, og anlegga har som regel ei betydeleg levetid. Den lange levetida og kompleksiteten i anlegga gjer at jamleg service og utskiftingar av enkeltkomponentar er nødvendig. Best egna til å utføre slikt arbeid er naturlegvis leverandørane av anlegga, ettersom desse vil ha spesialkompetanse og tilgang på relevante delar/komponentar.

Vidare er det slik at oppdrettsanlegga stadig nyttar meir integrerte løysingar. Eksempelvis kan dette dreie seg om overvaking, automatiske fôringssystem eller reinseanlegg. Integrasjon mellom dei ulike komponentane i anlegga fører til at oppdrettselskapa får ei auka nytte av å velje same leverandør for ulike delar av leveransen, og dette kan by på problem for aktørar som eksempelvis ønskjer å gå inn i marknaden med eit foringssystem som må integrerast med ein annan aktør si programvare for overvaking.

Som vi ser er det knytt store bytekostnadar til eventuell utskifting av leverandørar for oppdrettselskapa, og dette fungerer som ein sentral etableringsbarriere for nye aktørar som ønskjer seg inn i marknaden. Denne barrieren forsterkar seg ytterlegare gjennom det strenge konsesjonssystemet og den påfølgjande flate volumutviklinga i oppdrettsbransjen. Dette gjer det vanskeleg for nye oppdrettsaktørar å etablere seg, investeringane i nye havbaserte oppdrettsanlegg blir redusert, og nye havbruksleverandørar må forsøke å trengje seg inn hos etablerte aktørar.

4.2.1.5. Marknadsstørrelse

Norske havbruksleverandørar omset som tidlegare nemnd for om lag 12 milliardar årleg. Om ein tek omsyn til at forproduksjonen utgjer ein betydeleg andel av dette ser ein at marknaden er relativt liten. Seinare analyser i kapittel 8 vil vise kor vidt denne bransjen er lønsam, men det faktum at marknaden i seg sjølv er liten kan ha innverknad på kva slags aktørar som finn marknaden attraktiv. Dersom bransjen viser seg å vere lønsam vil dette normalt sett gjere at andre aktørar ønskjer å trengje inn i marknaden, og dette er også grunnen til at ein bransje sjeldan forblir lønsam over lang tid. Sjølv om bransjen er lønsam for aktørane som er etablert der i dag, betyr ikkje dette nødvendigvis at eksterne aktørar finn det attraktivt å etablere seg. Særleg store og kapitalsterke aktørar vil sjå at etablering i små marknader vil ha stor innverknad på konkurranseintensiteten, slik at det ofte er vanskeleg å anslå korleis lønsemda blir i etterkant av etableringa. I tillegg vil slike aktørar også oppleve at sjølv om lønsemda er god, er marknaden såpass liten at den pengemessige avkastinga blir låg. Som vi ser er marknaden relativt liten, og dette kan fungere som eit hinder for at store og kapitalsterke aktørar etablerer seg. Unntaket er sjølv sagt for aktørar som har strategiske omsyn å ta. Eksempelvis har Mowi

etablert seg med eigen fôrproduksjon, og er ein svært kapitalsterk aktør i den bransjen. Det er verdt å merke seg at kontroll over tilgangen på fôr naturlegvis er meir strategisk viktig for eit oppdrettsselskap enn kontroll over tilgangen på oppdrettsmerder. Grunnen til dette er at anleggsinvesteringane er langsiktige og planlagde, medan fôrleveransane er avgjerande for å oppretthalde den daglege operative drifta.

4.2.2. Trussel frå leverandørar

Over dei siste tiåra har havbruksleverandørane føreteke ei rekkje konsolideringar i verdikjeda. Dette har særleg kome gjennom oppkjøp av leverandørar, og gjennom tettare samarbeidsavtalar. Av eksempel kan nemnast AKVA Group sine oppkjøp av Helgeland Plast og Egersund Net. Desse levera i dag hhv. plastkomponentar og nøter til konsernet. Steinsvik har også oppretta eige leverandørselskap, Steinsvik Elektro, som levera elektrikartenester til Steinsvikkonsernet. Det at havbruksleverandørane har kontroll på ein stor del av verdikjeda gjer at forhandlingsmakta til leverandørane blir svekka.

I eit breiare perspektiv kan ein også sjå på kunnskapspersonar som leverandørar, og ei slik vinkling blir spesielt aktuelt i bransjar med avansert teknologi, slik som havbruksleverandørbransjen. Kunnskapspersonar internt er heilt sentrale for at havbruksleverandørane skal henge med på teknologiutviklinga, samt bidra med eigne innovasjonar. Som vi har sett er kapitalsterke oppdrettsselskap i større grad enn tidlegare interessert i å bidra med teknologiutvikling, og dette kan representere ein trussel for at interne kunnskapspersonar blir prisa bort frå dei tradisjonelle leverandør-selskapa. Arbeidskraft i Noreg er som kjent ein ressurs det er vanskeleg å binde, og marknadskreftene kan gjere utslag på kort sikt.

4.2.3. Trussel om rivalisering

4.2.3.1. Mange like produkt

I eit djupneintervju med aktørar i bransjen, utført av Sintef i 2017, blir det peika på lite teknologimessig variasjon i leveransane til sjømatnæringa (Sintef, 2017, s.39). Men det vil vere variasjonar innan det einskilde segment. Eksempelvis er software eit område med meir differensiering enn merdteknologi. Isolert sett vil lav teknologisk variasjon føre til auka rivalisering i bransjen. Vi ser likevel ei trend dei seinare åra i retning av meir sofistikert teknologi i oppdrettsbransjen. Dette gjeld særleg innanfor software-segmentet, men det er også stor teknologisk utvikling innanfor landbasert oppdrett og ved løysing av biologiske utfordringar. Etterkvart som teknologileveransane blir meir sofistikerte, vil rivaliseringa i bransjen auke.

4.2.3.2. Antal konkurrentar / konsolidering

Aktørane har uttalt at dei ser på konkurransen som aukande, og blant nokre følast den sterk (Sintef, 2017, s.39). Tradisjonelt sett har bransjen for havbruksleverandøra vore prega av mange småaktørar. Typisk har aktørane i denne bransjen fokusert på leveransar av enkeltkomponentar som nøter, flytekragar eller forsystem. Dei seinare åra har krava til avansert teknologi blitt høgare i takt med utfordringane oppdrettsbransjen har blitt stilt overfor. Som tidlegare nemnt er det blant anna stort fokus på softwareutvikling og overgang til landbasert oppdrett. Kravet til meir avansert teknologi fører til store utviklingskostnader for mindre aktørar (Sintef, 2017, s.39), og dette kan i neste rekkje tvinge fram ei konsolidering kor dei store aktørane ender opp med å gjere oppkjøp. Eksempel på dette har vi sett ved Steinsvik sitt oppkjøp av Ocea i 2014, samt fusjonen i 2006 som leia fram til AKVA Group. På den andre sida ser vi at bransjen står overfor ei uviss framtid når det gjeld kva slags teknologiske løysingar som vil gjere seg gjeldande. Særleg den potensielle overgangen til landbasert oppdrett vil gjere det mogleg for nye aktørar å etablere seg, og bransjen kan bli meir internasjonal en den er i dag.

4.2.3.3. Bransjevekst

Selskap i bransjen, som AKVA Group, Optimar og Aqualine, kan vise til vekst over dei siste åra. Den store veksten i oppdressnæringa påverkar sjølvsagt leveransar for leverandørane. Veksten i oppdrettsnæringa kjem hovudsakleg av ein høg laksepris ettersom volumutviklinga er flat. Dette gjer at veksten vi ser for havbruksleverandørane i stor grad kan tilskrивast sal av meir sofistikerte løysningar. Som vist tidlegare har auka lønnsemd i oppdrettsnæringa ført til auka vilje til å investere i innovasjon og ny teknologi.

Føresetnadane for vidare vekst er til stades gitt det sterke fokuset på innovasjon. Innovasjonstakta vi no ser i bransjen for havbruksleverandørar gir ei rekke nye moglegheitsområder, og vi ser allereie at ein del av dei store selskapa har starta eigne avdelingar for eksempelvis software og landbasert teknologi.

Veksten innanfor nye teknologiske løysingar fører til at selskap som ikkje er gode på teknologiutvikling vil slite med å dra nytte av denne veksten. Uvissa kring overgangen til landbaserte- og lukka anlegg er stor, slik at det er vanskeleg å sei kor mykje dei tradisjonelle selskapa vil råkast. På den andre sida vil selskap med god teknologiutvikling kunne profitere på vekst innanfor dette segmentet.

4.2.4. Trussel frå kundar

Som nemnt tidlegare har oppdrettsbransjen tradisjonelt vore praga av lite teknologisk variasjon mellom dei ulike leverandørane, og dette vil vanlegvis føre til lågare byttekostnadar for kundane. Derimot er det ein trend ved oppdrettsbransjen at ein aukar integrasjonen mellom ulike komponentar i anlegga, som vidare fører til auka behov for å kjøpe dei ulike komponentar frå same leverandør. Dette er noko som dreg opp byttekostnadane for kundane, og reduserer kundane si makt.

Ser vi på dei tre største aktørane i oppdrettsbransjen, Mowi, Lerøy og Salmar, har desse ein årleg omsetnad på hhv. 37,3 mrd., 19,8 mrd. og 11,3 mrd. Blant havbruksleverandørane er det berre AKVA Group som kjem over 1 mrd. i årleg omsetnad. Dette vitnar om at kundane har mykje større økonomiske musklar enn havbruksleverandørane. Dette vil kunne føre til at kundane i stor grad styrer teknologiutviklinga, og vi ser også tilfelle av at desse sjølve driv innovasjon på utstyrfronten. Mowi har blant anna gjort forsøk på å utvikle ei eiga lukka oppdrettsløyseing til havs.

Den høge lakseprisen har bidrege til sterk økonomisk vekst hos oppdrettsselskapa, medan havbruksleverandørane ikkje har oppnådd høgare marginar på sine produkt (Maurset, 2018). Det økonomiske gapet har følgeleg berre auka. På denne måten har den auka lakseprisen styrka kundane si forhandlingsmakt i denne bransjen.

4.2.5. Trussel frå substitutt

To ulike produkt er substitutt til einannan, dersom kunden ser på dei to produkta som reelle alternativ til einannan (Lien et al., 2016, s.75). Behovet som oppdrettsselskapa skal ha dekkja er utstyr til fiskeproduksjon. Med dei alternativa som føreligg i dag med merdbasert, landbasert og lukka/semi-lukka anlegg er det få reelle alternativ utanfor bransjen. Produkta og tenestene som blir levert er svært spesialisert mot oppdrett. Derfor ser vi på trusselen frå substitutt som låg.

4.2.6. Oppsummering Porter-analyse

Den største trusselen mot lønnsmda i bransjen er mektige kundar med sær stor forhandlingsmakt. Oppdrettsselskapa har vokse seg store relativt til havbruksleverandørane. Dette har ført til at oppdrettsselskapa i stor grad påverkar innovasjonsutviklinga, samt at dei også sjølve driv teknologiutvikling. Vidare har vi også sett at den sterke lakseprisen har ført til auka marginar hos oppdrettsselskapa, medan havbruksleverandørane ikkje har oppnådd auka prisar på sine produkt. Dette vitnar om sterk forhandlingsmakt for kundane.

Bransjen er kapitalintensiv og dette er noko som vil vere ei barriere mot nyetableringar. Dette skuldast i hovudsak arealkrevjande produksjon, avansert teknologi og store krav til serviceapparat. På den andre sida har bransjen ein del uløyste utfordringar som opnar opp for at innovative selskap frå andre bransjar, det vere seg teknologileverandøra eller offshoreselskap, kan trenge inn. Vidare er det vist til etableringsbarrierar gjennom at eksisterande leverandørar har sterke relasjonar til kundane, samt at marknadsstørrelsen i seg sjølv kan fungere som eit hinder for at store og kapitalintensive aktørar treng inn i marknaden.

Eit kjenneteikn på bransjen er konsolidering. Dei største aktørane blir enda større, noko som vil legge ein dempar på rivaliseringa, men også dempe truslar om nyetableringar. Den totale effekten er uviss.

4.3. SVIMA-ANALYSE

SVIMA-rammeverket nyttast for å identifisere ressursfordelar. Eigenskapane ved ressursane avgjer kor stort potensiale dei har til å skape eit konkurransefortrinn for ei bedrift (Lien et al., 2016, s.153). Dei fem eigenskapane som dannar grunnlaget for analysen er:

Sjeldan: Ein ressurs er sjeldan dersom få andre aktørar innehar denne ressursen.

Viktig: Ressursen må ha noko å seie for verdiskapinga. Denne verdiskapinga kan eksempelvis kome av forbetringar på inntekts- eller kostnadssida.

Ikkje-imiterbar: Kor enkelt det er for konkurrentane å kopiere/substituere ein ressurs avgjer varigheita på eit eventuelt konkurransefortrinn.

Mobilisert: Ein føresetnad for å dra nytte av ressursar er at ein klarar å implementere den i drifta på ein effektiv måte.

Appropriert: Kor mykje selskapet sit igjen med av det ressursen generera. Eksempelvis kan leverandørar og kundar kapre delar av den verdien ressursen skapar.

Funna kan oppsummerast i ein tabell som viser korleis ressursen oppfyller desse fem eigenskapane. For å kunne danne eit varig konkurransefortrinn, må ressursen oppfylle alle kriteria. SVIMA er ein norsk variant av VRIO-rammeverket til Jay Barney. I det vidare vil det først identifiserast interne ressursar i AKVA Group, før desse blir analysert i det nemnte SVIMA-rammeverket.

4.3.1. Internasjonal tilstadeværelse

AKVA Group er til stades i ei rekkje land på verdsbasis. Produkta blir eksportert til m.a. Chile, Storbritannia, Canada, Danmark og Island. I tillegg har selskapet produksjon i Chile, Baltikum, Polen, Tyrkia m.m. Den internasjonale eksponeringa gir AKVA Group marknadsdiversifisering, nettverkseffektar, samt vekstpotensiale i internasjonale marknader.

Internasjonal ekspansjon har lenge vore på agendaen til dei store havbruksleverandørane, og det er lite som skil den internasjonale eksponeringa i AKVA Group med den vi ser i til dømes Steinsvik, Optimar og Aqualine. Altså er ikkje denne ressursen å rekne som sjeldan.

Med den utviklinga ein no ser innan landbasert oppdrett især vil næringa ha stor vekst internasjonalt. Dei naturgjevne fordelane som Norge har, vil ved landbasert oppdrett miste mykje av si effekt. Dette fører til at eksempelvis nasjonar som tradisjonelt ikkje har drive oppdrett no kan gjere det. Vidare oppnår ein meir differensiering på produktnivå ettersom oppdrett i dei ulike landa er ulike med omsyn på eksempelvis artar.

På lokalt nivå kan lokalisering vere ein ikkje-imiterbar ressurs, men overordna vil alle selskap kunne etablere seg i internasjonale marknader. Den internasjonale eksponeringa til AKVA Group er derfor delvis ein imiterbar ressurs.

Selskapa som har forretningsverksemd i utlandet har rimelegvis mobilisert denne ressursen. AKVA Group har hatt suksess med den internasjonale satsinga og kan vise positive marginar over dei siste åra. Dette er eit teikn på at ressursen er appropriert.

4.3.2. Etablert kundeportefølje

Ettersom AKVA Group er den einaste børsnoterte aktøren i bransjen, gjer manglande informasjon det vanskeleg å anslå om kundeporteføljen til selskapet er sjeldan. Derimot er oppdrettsbransjen svært kapitalintensiv, med store fysiske anlegg. Det er knytt store kostnader til å byte leverandørar av utstyr. Dette talar i retning av at dei fleste aktørane i bransjen vil ha ei relativt stabil/lojal kundeportefølje. Altså er denne ressursen truleg ikkje å rekne som sjeldan.

Tabell 4.3.2 viser ei oversikt over inntekt frå dei fem største kundane i perioda 2014-2018. Kundenamna er anonymisert, men dei fem største kundane er dei same gjennom heile perioden. Ein ser også at det veks i inntektene over perioden frå samlege kundar. Dette vitnar om lojale og fornøgde kundar, og dette kan derfor sjåast som ein verdifull ressurs. Ved eventuelle nedgangstider er det spesielt verdifullt med store og stabile kundar.

Inntekt per kunde	2018	2017	2016	2015	2014
Kunde A	291 605	258 070	186 896	185 705	177 945
Kunde B	136 170	114 632	92 607	81 213	79 582
Kunde C	104 379	66 831	59 003	73 998	57 227
Kunde D	92 722	61 926	43 823	46 503	51 530
Kunde E	82 361	53 313	43 304	44 070	49 890

Tabell 4.3.2: *Inntekt frå AKVA Group sine fem største kundar (AKVA Group, 2015, 2017, 2018)*

Ein kundeportefølje er i seg sjølv unik og ikkje-imiterbar. Det vil imidlertid avhenge av samansetjinga i kundemarknaden kor substituerbar denne ressursen er. Dersom spesifikke kundar er spesielt viktig å ha i porteføljen vil dette senke substituerbarheita til ressursen. I sum er kundeporteføljen til AKVA Group noko som til ei viss grad kan la seg kopiere av andre aktørar. Derimot kan det være enkelte eigenskapar ved porteføljen som vanskeleg lar seg imitere.

Som vist i tabell 4.3.2 har dei fem største kundane til AKVA Group vore lojale over dei siste fem åra, og AKVA Group har hatt veksende omsetning frå dei fleste av desse. I sum verkar kundeporteføljen å vere godt innarbeida og stabil over tid. Dette talar i retning av at ressursen er mobilisert.

Til slutt må verdiskaping frå den aktuelle ressursen kome til fordel for AKVA Group. Det er ingenting konkret som tyder på at andre, eksempelvis kundar eller leverandørar, stikk av med verdiane kundeporteføljen skapar. Stabilt samarbeid og aukande inntekter peiker på at AKVA Group dreg nytte av samarbeidet.

4.3.3. Marknadsposisjon

AKVA Group er i dag den leiande aktøren innanfor bransjen for havbruksleverandørar om ein tek utgangspunkt i årleg omsetnad. Med ein omsetnad i 2018 på om lag 2,6 mrd. (AKVA Group, 2019A, s.5), er selskapet over dobbelt så store som sine nærmaste norske konkurrentar.

Å vere marknadsleiar i ein bransje set ein i ein unik posisjon. Det er berre eit selskap som kan vere marknadsleiar, og det må derfor bli sett på som ein sjeldan ressurs.

Posisjonen som marknadsleiar fører med seg ei rekke fordelar. For det første vil finansiell styrke gjer deg betre rusta til å drive innovasjon, priskrig og marknadsføring. For det andre vil ein slik posisjon kunne føre til auka merkevarekjennskap i kundemarknadane, då det er eit kvalitetsstempel i seg sjølve å vere nummer ein. For det tredje vil store oppdrettsselskap føretrekkje store leverandørar (Sintef, 2017, s.39).

I ein konkurranseutsett bransje med stor innovasjonstakt vil posisjonen som marknadsleiar heile tida vere truga. I notid vil ikkje denne posisjonen kunne imiterast, men på sikt vil det sjølvstundt kunne endre seg gjennom at andre selskap styrkar sin posisjon. I tillegg ser ein at oppdrettsselskapa har fatta interesse for leverandørindustrien. Eksempel på dette er Mowi som har etablert seg med eige forproduksjon i tillegg til at ein er involvert i utviklingsprosjekt for framtidens merdløysingar. Dersom slike store og kapitalsterke aktørar går inn i eksempelvis merdsegmentet på same måte som i fôrbransjen vil dette true AKVA Group sin posisjon som marknadsleiar. Dette kan true ressursen på sikt.

AKVA Group er i dag marknadsleiar og brukar dette aktivt i sitt marknadsføringsarbeid og i investorkommunikasjon. Altså er ressursen mobilisert. Vidare er det liten tvil om at kundane finn verdi i å bruke store leverandørar (Sintef, 2017, s.39). Derimot peikar andre synergieffektar av posisjonen (eksempelvis merkevarekjennskap) i retning av at AKVA Group klarar å appropriere ein viss verdi av ressursen.

4.3.4. Merkevare/Produktrenomé

Gjennom fleire tiår har AKVA Group opparbeidd ei rekkje merkevarer som no er veletablerte i marknaden. Eksempel på dette er Polarcircle (plastmerd), Wavemaster (stålmerd) og AkvaSmart CCS (fôringsanlegg). Når «merkevarer» blir diskutert i denne samanhengen er det nødvendig å understreke at ein i denne typen bransje i praksis vil diskutere produktrenomé. I mange sluttbrukarmarknader, eksempelvis daglegvaremarknaden, vil merkevarer ha mykje av sin verdi i merkekjennskap og assosiasjonar hos sluttbrukaren. I bransjen for havbruksleverandørar er investeringane svært kostbare og langsiktige, som betyr at kunden ikkje vil handle basert på vage assosiasjonar. Dette betyr at det er den enkelte kunde si erfaring med det aktuelle produktet over tid som i større grad er avgjerande for styrken på «merkevara».

AKVA Group er verdsleiarande leverandør av plastmerdar. Polarcircle-merdane er seld i 45.000 eksemplar sidan 1974, og er dermed eit veletablert merkenamn som mange kundar har erfaringar med over lang tid. Dette kan også seiast om stålmerdane under merkenamnet Wavemaster, og Akvasmart CCS som er verdas mest selde fôringsanlegg. Selskapet har dermed sterke og velkjente merkenamn innanfor dei nemnte områda, samt innan ei rekkje andre segment. Det å ha så sterke merkevarer innan sentrale produktgrupper er sjeldan.

Teknologien som blir brukt av dei ulike havbruksleverandørane er relativt lik. Det vil derfor vere spesielt verdifullt med ei sterk merkevare, då ein vil kunne ta meir enn konkurrentane for

relativt like produkt. På denne måten er dei sterke merkevarene viktige ressursar for AKVA Group.

Ei veletablert merkevare er ofte utvikla over lang tid og vil vere svært vanskeleg å imitere. Merkevara er juridisk beskytta, men konkurrentar kan naturlegvis prøve å substituere ressursen ved å etablere eigne merkevarer. Det å byggje ei solid merkevare eller eit godt produktrenomé er ein tidkrevjande og kostbar prosess, og på kort sikt vil derfor også substitusjon være vanskeleg.

Selskapet er gode til å bruke merkevarene sine i marknadsføringa. Gjennom salstal får ein bekrefta at ein er størst i gitte segment. Dette tyder på at merkevarene som ressurs er mobilisert i marknaden. Til slutt kan vi slå fast at ressursen er appropriert, ettersom produkta blir selde direkte til sluttbrukar, og salseffektar derfor vil tilflyte AKVA Group.

4.3.5. Oppsummering SVIMA-analyse

Tabell 4.3.5 viser SVIMA-analysen oppsummert. AKVA Group sitt internasjonale nettverk og den etablerte kundeportefølja er paritets-ressursar, ettersom desse verken er sjeldne eller umogleg å imitere. Derimot har selskapet midlertidige konkurransefortrinn gjennom sin marknadsposisjon og veletablerte merkevarer. Innovasjonstakta i bransjen er høg, slik at varigheita av desse fortrinna er vanskeleg å anslå. Etter rammeverket har derimot ikkje AKVA Group nokre varige konkurransefortrinn. I kapittel 8 vil vi kome attende til rentabilitetsanalysar som vil slå nærare fast eventuelle fortrinn, samt konsistens overfor den strategisk, kvalitative analysen som vi no har føreteke.

Type ressurs	Sjeldan	Viktig	Ikkje-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Internasjonalt nettverk	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Paritet
Etablert kundeportefølje	Nei	Ja	Delvis	Ja	Ja	Paritet
Marknadsposisjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Merkevarer	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 4.3.5: Oppsummering SVIMA-analyse

4.4. SWOT-analyse

Avslutningsvis i den strategiske analysen, vil det gjennomførast ei SWOT-analyse. Denne analysen vil fungere som oppsummering av funna frå den eksterne og interne strategiske analysen, og altså ikkje gi ny innsikt utover det å samanfatte den strategiske analysen. Rammeverket oppsummera den strategiske posisjonen til AKVA Group gjennom å sjå på styrker (S), svakheiter (W), moglegheiter (O) og truslar (T). Dei to første punkta er retta mot selskapet sine interne forhold (SVIMA), medan dei to siste er retta mot eksterne forhold (PESTEL og Porters fem konkurransekrefter).



Diagram 4.3.5: Oppsummering SVIMA-analyse

4.5 Oppsummering strategisk analyse

Det er no gjennomført analysar av interne og eksterne strategiske forhold som gjer seg gjeldande for AKVA Group. Framskrivninga som blir gjort i forkant av verdsetjinga baserer seg på strategisk rekneskapsanalyse. Dette betyr at forholda som her er kartlagde er svært sentrale for korleis sentrale budsjettdivarar er venta å utvikle seg framover i tid.

Innleiingsvis blei det gjennomført ei PESTEL-analyse som tar sikte på å kartlegge overordna ytre påverknad for havbruksleverandør-bransjen. Frå denne analysen er det spesielt viktig å

merke seg myndighetene sine volumavgrensande tiltak mot oppdrettsbransjen gjennom konsesjonssystem og det omtala trafikkløssystemet. Havbruksleverandørane blir påverka av dette indirekte via oppdrettsbransjen sitt investeringsnivå. For framskrivingsføremål er det spesielt viktig å legge merke til at volumavgrensinga i stor grad knyt seg til biologiske- og miljømessige utfordringar, slik at framtidig volumutvikling vil avhenge av utviklinga på dette området.

Vidare er det gjennomført ei analyse av forhold som påverkar lønsemda i bransjen (Porter sine fem konkurransekrefter). Frå denne analysen er det spesielt viktig å merke seg etableringsbarrierane. For det første er det vist til at bransjen av natur legg opp til sterk avhengigheit mellom kunde og leverandør (oppdrettsselskap og havbruksleverandør). Vidare er markanden relativt liten målt i omsetning, slik at store kapitalsterke aktørar kan finne bransjen uinteressant til tross for ei eventuell sterk lønsemd. Til slutt er det også eit sentralt punkt i Porter-analysen at oppdrettsselskapa er svært store og kapitalsterke, slik at forhandlingsmakta til havbruksleverandørane er svak. Dette medfører eit press på marginar, og ein har sett at lakseprisauken dei seinare åra først og fremst gir høgare investeringsvilje hos oppdrettsselskapa heller enn auka marginar for leverandørane.

Til slutt vart det gjennomført ei SVIMA-analyse kor føremålet var å kartleggje interne ressursar i AKVA Group som kan danne grunnlaget for varige konkurransefortrinn. Analysen avdekkar nokre ressursar, eksempelvis gjennom eit sterkt renommé for fleire av produkta, som gir midlertidige fortrinn. Det blei derimot ikkje avdekkar ressursar som ikkje kan imiterast, slik at det totalt sett ikkje er funne grunnlag for eit varig konkurransefortrinn basert på interne ressursar.

Kapittel 5: Rekneskapsanalyse

I kapittel 5 vil AKVA Group sine rapporterte rekneskapstal analyserast. Målet er å skaffe kvantitativ innsikt i underliggjande, økonomiske forhold. Til å begynne med vil det gjerast val knytt til analysenivå- og periode. Vidare vil rekneskapstala presenterast og deretter systematiserast for analyseformål. Rekneskapstala vil også justerast for målefeil, før det blir gjort ei endeleg analyse av risiko og rentabilitet. Til slutt vil vi få tal på strategisk risiko og strategisk fordel.

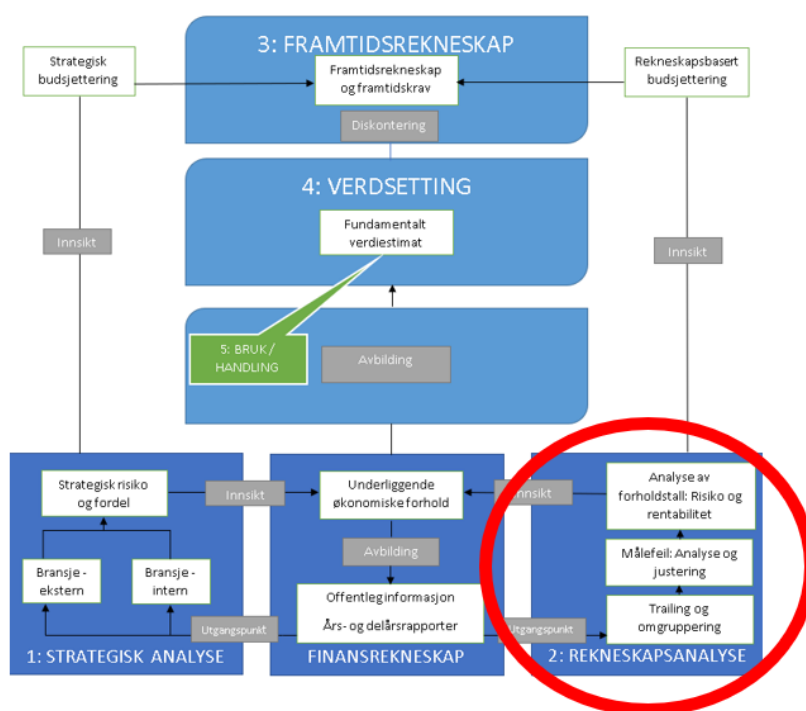


Diagram 5: Rekneskapsanalyse i rammeverket for fundamental verdivurdering

5.1. Rammeverk og praktiske val

5.1.1. Val av analysenivå

Ettersom AKVA Group er eit komplekst konsern med ulike forretningsområde og fleire dotterselskap er det nødvendig å avklare om analysen skal skje på konsernnivå eller for kvart enkelt segment separat. AKVA Group delar verksemda si inn i tre segment: merdbasert teknologi, landbasert teknologi og software. Sjølv om det er føreteke ei tredeling er mykje av leveransane integrerte løysingar til dei same kundane. Software er eksempelvis noko som gjerne leverast i kombinasjon med dei to andre segmenta.

Knivsflå (Knivsflå, 2018C, s.21) argumentera for at ein burde foreta separate analysar av kvart enkelt forretningsområde dersom dei skil seg klart frå einannan. Utfordringa knytt til dette er at ein særst sjeldan har fullstendig informasjon for å kunne gjere ei slik delt analyse. AKVA Group oppgjer berre nokre få finansielle opplysningar knytt til kvart segment. Desse tala er ikkje tilstrekkeleg til å foreta separate analysar. I tillegg ser vi at forretningsområda til dels er integrerte med kvarandre og er nær knytt saman. Som resultat av dette vil vi derfor nytte oss av den samla rekneskapsanalyse til AKVA Group for rekneskapsanalyse.

5.1.2. Val av analyseperiode

I forbindelse med rekneskapsanalyse må det avklarast kor lang analyseperioda skal vere. Det sentrale for avgjersla er om verksemda har vore stabil over tid (Knivsflå, 2019C, s.25). Dersom verksemda har vore eksponert i dei same forretningsområda vil ein kunne forlenge analyseperioden. Motsett vil ein med større endringar måtte forkorte perioden då fortida ikkje er like representabel for dagens situasjon. Vidare bør selskap som operera i sykliske bransjar ha ei lengre analyseperiode slik at ein får med både oppgangs- og nedgangskonjunkturar. Samla sett er målet at analyseperioden i størst mogleg grad skal gi informasjon som er relevant for å predikere vidare utvikling.

AKVA Group har dei siste åra føreteke ei rekkje oppkjøp, og sidan 2013 er det kjøpt totalt fem selskap. Motivet i desse tilfella har vore å styrke eksisterande verksemd og det er derfor ikkje snakk om etablering av heilt nye forretningsområde. Det største segmentet (merdbasert teknologi) har stått for 70-80% av omsetnaden over ein tiårs-periode. Totalt sett har omsetnaden fordelt seg med relativt stabile andelar mellom dei tre forretningsområda merdbasert teknologi, landbasert teknologi og software. Unntaket er landbasert teknologi som er i stadig vekst. Små variasjonar i forretningsporteføljen talar for ei lengre analyseperiode.

Sidan børsnoteringa i 2006 kan selskapet med få unntak vise til positive resultat. Resten av bransjen berer ikkje preg av sykliske svingingar, og er som tidlegare vist lite prega av svingingar i oppdrettsbransjen. Dette betyr mellom anna at lakseprisen har lite å seie for utviklinga i bransjen. Dette talar for ein litt kortare analyseperiode enn om ein måtte tatt omsyn til sykliske svingingar.

Knivsflå skissera ei analyseperiode mellom fire til ti år avhengig av verksemda sin stabilitet (Knivsflå, 2019C, s.25). Det har vore relativt stabil drift knytt til dei ulike forretningsområda og omsetnaden har vore i moderat vekst. Vidare er det ingen sykliske svingingar ein må fange

opp. Seks år verkar derfor som eit rimeleg val av analyseperiode. Starten på perioden blir derfor 2014.

5.1.3. Val av komparative selskap

Ved rekneskapsanalyse vil det være behov for å samanlikne verksemda med bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2019C, s.27). Bransjedefinisjonen bør være så smal som råd, men likevel slik at ein får med eit visst antal selskap som er relativt like omsyn på drift.

Val av selskap som utgjør bransjen blei føreteke i kapittel 2. Vurderingskriteriet som blei brukt i denne samanheng var at selskapa til ei viss grad må opptre som totalleverandørar til havbruksnæringa. Dei ulike aktørane blei nærare presentert i kapittel 2. Selskapa det refererast til er Steinsvik AS, Optimar AS og Aqualine AS. Det er bestemt at AKVA Group sjølv ikkje vert medrekna i den komparative bransjen. Grunnen til dette er at selskapet er såpass dominerande og dermed hadde hatt svært stor effekt på bransjetala. Konsekvensen av dette er at ein i stor grad ville ha samanlikna selskapet mot seg sjølv.

5.2. Presentasjon av rapporterte tal og trailing

Grunnlaget for rekneskapsanalyse er rapporterte tal frå perioden 2014-2019. I tillegg til dette er tala frå 2013 inkludert for å gi eit inntrykk av veksten i 2014. Rekneskapsstala vert presentert gjennom eit resultatrekneskap (tabell 5.2.1), balanseoppstilling (tabell 5.2.2) og endring i eigenkapital (tabell 5.2.3). Talmaterialet er henta frå AKVA Group sine årsrapportar frå analyseperioden, men oppstillinga er tilpassa noko for å egne seg betre til investororientert analyse. Vala som er gjort med omsyn på omgruppering i normale og unormale postar er nærmare forklart i kapittel 5.3 «Omgruppering». Foreløpig har AKVA Group berre rapportert rekneskapsstala for første, andre og tredje kvartal 2019, og det er dermed nødvendig å utarbeide ei prognose (trailing) for det fulle rekneskapsåret 2019. Denne prosessen vart nærmare forklart i kapittel 5.2.1 «Trailing», og ein vil sjå igjen trailingåret i kolonnen 2019T i dei presenterte tabellane.

5.2.1. Trailing

Ein ønskjer å ha eit mest mogleg oppdatert talgrunnlag i ei rekneskapsanalyse, slik at det endelege verdiestimatet i størst mogleg grad avbildar dagens situasjon. Børsnoterte selskap er som eit minimum pliktig jf. Verdipapirhandellova. § 5-6 1. ledd å utarbeide halvårsrapportar. Dei fleste utarbeidar likevel kvartalsrapportar, og dette gjeld også for AKVA Group. Ved utarbeidinga av dette verdiestimatet er tredje kvartalsrapport den seinaste tilgjengelege

informasjonen. Desse tala inngår derfor i grunnlaget for “trailing” av 2019-regnskapet. Trailing er ei enkel prognose, og i dette tilfellet er målet å estimere rekneskapsåret 2019 slik at dette kan brukast vidare i rekneskapsanalysa.

Trailing er basert på ei rekkje skjønsmessige vurderingar, men innsikt gjennom tilgjengelege tal frå året før vil ein auke presisjonen (Knivsfå, 2019C, slide 76). Grunnleggande sett er prognosen gjort kvartal for kvartal. Rapporterte tal frå 1., 2. og 3. kvartal 2019 er brukt direkte, medan 4. kvartal 2019 er prognostisert ved å bruke tal frå 4. kvartal 2018, justert for observert vekst hittil i 2019. Rekneskapsstala for 1.-3. kvartal 2019 kan sjåast i kolonnen 2019YTD, medan vekstfaktorane som blir brukt til å skalere opp tala frå 4. kvartal 2018 er å finne i kolonnen «vekst».

Vidare er det viktig for prognoseformål å skilje mellom normale og unormale postar, og vala som er teke i denne samanheng er nærmare grunna i kapittel 5.3 «Omgruppering». Ein unormal post er ei- eller fågongshendingar, og eignar seg derfor ikkje som prognosegrunnlag. Postar som er klassifisert som unormale er derfor utelete frå trailinga. Truleg vil det i fjerde kvartal oppstå unormale postar i rekneskapen til AKVA Group, men desse er så godt som umoglege å predikere.

Kvartalsrapportane inneheld ikkje like detaljert informasjon som årsrapportane. Postane er ikkje like spesifisert, og ein finn heller ikkje forklaringar i notane. Som følgje av dette må vi gjere nokre føresetnadar og forenklingar. I tilfelle med underspesifikasjon i kvartalsrapportane fordelast summen forholdsmessig ut på underpostane ved å vekte postane basert på den gjennomsnittlege fordelinga tidlegare år. Vidare er finansinntekt og finanskostnad samla i ein netto finanspost i kvartalsrapporteringa. Dette blir løyst på sama måte som fordelinga av andre driftskostnadar – altså ved å fordele på underpostane på grunnlag av gjennomsnittleg historisk andel. Legg også merke til at dei rapporterte tala for 1.-3. kvartal 2019 (2019YTD) viser svært høge finanskostnadar og avskrivingskostnadar, samt at vekstfaktoren for avskrivingsposten blir svært høg. Grunnen til dette er innføring av ny leasingstandard IFRS 16 frå 2019. I kapittel 5.4. («Analyse og justering av målefeil») vil denne problematikken omtalast i detalj, og rekneskapen vil justerast slik at han er samanliknbar over analyseperioda. Dei justerte tala vert presentert i slutten av kapittel 5.4.

Resultatrekneskap	2019T	VEKST	2019 YTD	Q4-18	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Driftsinntekter	3 352 282	1,31	2 403 731	726 282	2 566 760	2 073 241	1 595 385	1 420 712	1 246 059	918 495
- Varekostnad	1 901 922	1,25	1 360 340	431 881	1 516 675	1 196 268	912 869	837 754	759 890	556 603
- Lønnskostnader	800 295	1,25	572 407	181 728	638 190	496 121	422 104	341 094	279 945	229 329
- Andre driftskostnader	247 278	1,25	176 864	56 151	197 190	154 833	123 907	111 042	102 453	85 832
= Driftsresultat (EBITDA)	402 786		294 282	56 522	214 705	226 019	136 505	130 822	103 771	46 731
- Avskrivning	211 585	1,96	144 339	34 293	107 901	82 784	69 156	47 450	35 729	33 088
= Driftsresultat før unormale poster	191 202		149 943	22 229	106 804	143 235	67 349	83 372	68 042	13 643
+ Gevinst/tap ved sal av driftsrelaterte egedelar	17 838		17 838	0	-91	-774	1 085	-290	-406	175
- Andre unormale driftskostnader (netto)	0		0	0	-10 440	0	0	0	0	0
= Driftsresultat	209 040		167 781	22 229	117 153	142 461	68 434	83 082	67 636	13 818
+ Nettoresultat tilknytte selskap - normalt	12 713		0	0	12 713	14 669	6 603	4 626	0	0
+ Finansinntekt - normal	4 771		3 578	891	3 685	2 686	4 203	2 393	2 239	609
- Finanskostnad - normal	37 608		28 206	3 200	17 754	14 177	10 811	7 747	7 023	8 224
+ Unormalt finansresultat	-763		-763	2 141	-4 281	-10 064	-19 839	-4 266	42	-1 634
= Resultat før skatt, diskontinuerlig verksemd og minoritet	188 153		142 390	22 061	111 516	135 575	48 590	78 088	62 894	4 569
- Skattekostnad - normal	44 297		33 287	1 449	30 127	36 532	21 003	20 298	10 790	2 388
- Skattekostnad - unormal	-168		0	0	-7 980	-787	-11	-608	-2 395	-194
= Resultat før minoritet	144 024		109 103	20 612	89 369	99 830	27 598	58 398	54 499	2 375
- Netto minoritetsresultat	2 614		1 980	39	-334	142	98	1 572	-580	-501
= Årsresultat	141 410		107 123	20 573	89 703	99 688	27 500	56 826	55 079	2 876
+ Andre driftsrelaterte resultatetelement etter skatt	0		0	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatetelement etter skatt	-2 029		-2 029	0	-15 720	28 233	-5 367	10 689	23 075	11 146
= Totalresultat majoritet	139 381		105 094	20 573	73 983	127 921	22 133	67 515	78 154	14 022

Tabell 5.2.1 (1): Trailing resultatrekneskap

Balanse	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Anleggsmiddel							
Utsatt skattefordel	15 796	15 970	13 479	13 316	12 659	20 874	25 117
Goodwill	856 159	834 502	435 646	427 340	269 453	202 688	178 018
Andre immaterielle egedelar	208 248	202 980	146 455	134 795	78 677	54 521	47 696
Bygninger og tomter	44 438	19 567	17 542	15 614	13 335	10 665	2 804
Maskiner og inventar	710 422	312 814	228 604	134 954	90 160	63 344	52 199
Investeringar i tilknytte selskap	63 707	67 961	4 865	4 653	684	0	0
Andre langsiktige finansielle egedelar	4 705	5 019	1 813	1 764	2 063	1 896	1 967
<u>Sum anleggsmiddel</u>	<u>1 903 475</u>	<u>1 458 813</u>	<u>848 404</u>	<u>732 436</u>	<u>467 031</u>	<u>353 988</u>	<u>307 801</u>
Omløpsmiddel							
Varelager	434 456	461 917	238 373	186 125	180 677	167 238	144 188
Kundefordringar	591 026	325 612	403 977	259 880	289 216	262 894	155 539
Kontraktsegedelar	0	162 499	0	0	0	0	0
Forskudd til leverandør	0	0	16 526	11 755	8 925	7 943	4 879
Andre fordringar	128 166	82 648	38 548	20 211	27 760	57 824	51 244
Kontantar og bankinnskudd	155 427	133 117	116 969	165 543	109 517	53 935	58 330
Egedelar holdt for sal	47 439	78 323	0	0	0	0	0
<u>Sum omløpsmiddel</u>	<u>1 356 514</u>	<u>1 244 116</u>	<u>814 393</u>	<u>643 514</u>	<u>616 095</u>	<u>549 834</u>	<u>414 180</u>
Sum egedelar	3 259 989	2 702 929	1 662 797	1 375 950	1 083 126	903 822	721 981
Eigenkapital							
Eigenkapital, majoritet	1 066 393	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601
Eigenkapital, minoritet	1 697	184	518	376	3 444	1 676	2 255
<u>Sum eigenkapital</u>	<u>1 068 090</u>	<u>1 062 607</u>	<u>500 425</u>	<u>434 966</u>	<u>428 432</u>	<u>389 253</u>	<u>338 856</u>
Langsiktig gjeld							
Utsatt skatt	104 048	85 114	57 499	34 564	18 107	0	0
Gjeld til kredittinsusjonar	663 590	360 254	350 874	347 902	187 816	128 667	55 048
Anna langsiktig gjeld	451 357	103 641	109 565	86 602	15 495	2 677	885
Kortsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinsusjonar	242 409	401 155	122 174	29 973	57 818	13 779	77 840
Leverandørgjeld	367 590	231 568	185 763	143 343	128 189	135 413	88 957
Betalbar skatt	40 633	25 597	11 822	21 673	4 223	2 340	818
Skyldig offentlige avgifter	65 802	41 453	38 416	27 050	19 341	12 410	13 981
Kontraktsforpliktelsar	0	221 891	0	0	0	0	0
Forskudd fra kundar	0	0	176 119	146 954	115 898	112 955	59 982
Forpliktelsar holdt for sal	24 622	23 593	0	0	0	0	0
Anna kortsiktig gjeld	231 849	146 056	110 139	102 924	107 808	106 329	85 613
<u>Sum gjeld</u>	<u>2 191 900</u>	<u>1 640 322</u>	<u>1 162 371</u>	<u>940 985</u>	<u>654 695</u>	<u>514 570</u>	<u>383 124</u>
Sum eigenkapital og gjeld	3 259 990	2 702 929	1 662 796	1 375 951	1 083 127	903 823	721 980

Tabell 5.1.2 (2): Trailing balanse

5.3. Omgruppering

5.3.1. Omgruppering av resultat

Det er behov for ei omgruppering av rekneskapsoppstillingane for verdsetjingsføremål. I dag er som kjent oppstillingane mest kreditororienterte. Det inneberer eit fokus på kortsiktig likviditet- og langsiktig soliditetsrisiko, samt dekning av laupande rentekostnadar (Knivsflå, 2019D, s.5). Følgjeleg må ein få til eit meir investororientert talgrunnlag. Investorane ønsker gode estimat på rentabilitet og kva nettoverdien av verksemda er. Etter omgruppering får vi derfor eit klarare skilje på verdiskapinga frå drift, kostnaden ved gjeldsfinansieringa, og endeleg kva eigarane sit igjen med. I tillegg splittar ein resultatet i unormale og normale postar for prediksjonsformål. Det normale resultatet er fundamentet i ei kreditt- og verdivurdering.

Omgruppering blir gjort i resultatet, balanse og endring av EK, samt kontantstraum. Knivsflå (Knivsflå, 2019D, s.10) har delt prosessen inn i ulike steg innafor kvar enkel rekneskapsoppstilling.

Resultatet blir omgruppert gjennom fire steg:

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat
2. Fordeling av fullstendig nettoresultat
3. Identifisering av normale og unormale poster
4. Fordeling av skattekostnaden

Steg 1 - Identifisering av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) kan forklarast ved hjelp av følgande formel (Knivsflå, 2017D, s.13):

Fullstendig nettoresultat = Rapportert årsresultat + Anna fullstendig resultat + Dirty surplus

Med forkortingar: $FNR = RES + AFR + DSP$

Etter IFRS skal alle inntekter og kostnadar rapporterast i årsresultatet, men ein kan likevel tillate eller krevje unntak jf. IAS 1. Unntaka blir rapportert i anna fullstendig resultat (OCI). Selskapa kan sjølv velje om ein ønsker å rapportere ei samla oppstilling av årsresultat og OCI, eller om ein ønsker ei separat oppstilling jf. IAS 1.10A. AKVA Group har vald ei separat oppstilling. Først kjem ei oppstilling over perioden sitt resultat, og deretter ei oppstilling som

viser totalresultatet med spesifisering av OCI-postar som inngår i totalresultatet. Dermed finn ein årsresultatet og OCI direkte i rekneskapen.

Den siste komponenten, «dirty surplus» (DSP), er brot på prinsippet om at alle kostnader og inntekter skal resultatførast. Med andre ord, så skal det prinsipielt sett ikkje vere DSP etter IFRS fordi ein operera med AFR. Likevel blir nokre inntekter og kostnader ført direkte mot eigenkapitalen. Eksempel på dette er kostnader i forbindelse med emisjon, justeringar og prinsippendingar. I årsrekneskapen for 2018 er det eit tilfelle kor inntekt blir ført direkte mot eigenkapitalen. Under Endring i EK-oppstillinga blir inngåande balanse for 2018 justert grunna innføring av IFRS 15. Denne summen går derfor inn som «dirty surplus» i 2018. Nedanfor følger tabell 5.3.1 (1) med fullstendig nettoresultat til majoritet.

Fullstendig nettoresultat, majoritet	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Rapportert årsresultat, majoritet	156 176	89 703	99 688	27 500	56 826	55 079	2 876
+ Anna fullstendig resultat	-2 029	-15 720	28 233	-5 367	10 689	23 075	11 146
= Rapportert fullstendig nettoresultat, majoritet	154 147	73 983	127 921	22 133	67 515	78 154	14 022
+ Dirty surplus	0	1 769	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat, majoritet	154 147	75 752	127 921	22 133	67 515	78 154	14 022

Tabell 5.3.1 (1): Fullstendig nettoresultat, majoritet

Steg 2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat

I dette steget fordelast det fullstendig nettoresultatet, som ein no har kome fram til, ut på alle kapitalar i balansen. Dermed får kvar kapital sitt resultat før skatt, og ein har identifisert kjeldene til resultatet. Ein fordelar ut på driftsresultat, finansinntekt, finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og eigarane. Det vil oppstå vurderingar knytt til om eit resultatelement er drifts-eller finansrelatert. Det viktige er at det er konsistens mellom resultatelementet og den tilhøyrande kapitalen.

Tilknytte selskap

Det første vurderingstemaet som dukkar opp er om investeringane som AKVA Group har i tilknytte selskap er å rekne som finans-eller driftsinntekt. Resultatet for investeringar i tilknytte selskap er ikkje spesifisert i resultatet. I note 9 står det imidlertid at nettoresultatet blir ført mot anna inntekt, som er driftsrelatert. I balansen er tilknytte selskap spesifisert under finansielle eigedelar. Det er ikkje konsistens mellom resultatet og balansen i dette tilfellet. Dette reiser ei problemstilling knytt til kor ein skal gruppere posten. Av dei selskapa kor AKVA Group oppgjer eigardel på 20-50% finn vi for 2018 NOFI Oppdrettservice AS, EMEL Balik og Centre for Aquaculture Competence AS. Førstnemnde tilbyr service og vedlikehaldstenester til

havbruksnæringa (NOFI, 2019). EMEL Balik er eit tyrkisk selskap som driver med fiskenettproduksjon (EMEL Balik, 2019). Sistnemnde blir nytta som teststasjon for AKVA Group sine produkt før kommersialisering (CAC, 2019). Etter gjennomgang av årsrapportane i dei resterande periodane ser ein at Atlantis Subsea Farming AS også har vore innanfor 20-50% eigardel. Selskapet har som føremål å utvikle undersjøiske lakseoppdrettsanlegg i industriell skala (AKVA Group, 2016B). Det kan derfor argumenterast for at alle investeringane i driftstilknytte verksemdar er strategiske investeringar som er klart relatert til kjerneverksemda, og følgjeleg burde ein legge det under drift og ikkje finans. Det er ikkje oppgjeve kor store beløp det utgjer årleg. Det blir derfor føresett at all anna inntekt i resultatet omhandla tilknytt verksemd.

Anna fullstendig resultat

Anna fullstendig resultat inneheld ofte ei blanding av finansielle og driftsrelaterte postar. For AKVA Group er det to postar som går igjen under OCI. Den første er omrekningsdifferanse frå utanlandsk verksemd. Desse oppstår som følgje av valutadifferansar i konsolideringa av utanlandske selskap. Konsernet presentera rekneskapan i NOK, og ein har dotterselskap med anna funksjonell valuta. Det blir ikkje gjort eit skilje på kva som omhandlar finans og drift av desse omrekningsdifferansane i rekneskapan. Eit argument for å rekne dette som drift er at det omhandlar dotterselskap som er driftsrelaterte investeringar. På den andre sida så har ikkje omrekningsdifferansane noko med kjerneverksemda å gjere. Det er svingingar som variera frå år til år, og gir ikkje noko riktig bilete av drifta. Dette blir derfor plassert under finans.

Den andre gjentakande OCI-posten er gevinst/tap på sikringsinstrument ved kontantstraumsikring. Konsernet har inntekter og kostnader i ulike valuta, og er dermed eksponert for endringar i valutakursane. Ved bruk av terminkontrakter redusera selskapet risikoen knytt til nettoverdien av framtidige kontantstraumar i framand valuta. Sjølv om ein sikrar driftsinntekter eller driftskostnader, så blir drifts- og finanssikring rekna som ei finansiell avgjersle (Petersen, Plenborg og Kinserdal, 2017, s. 120). Eit vidare argument for dette er at det nesten aldri blir skilt mellom drift- og finansaktivitetar i rapporteringa av denne posten, slik at det blir umogleg å skilje dei frå einannan for analyseføremål.

Dirty surplus

Det kan også vere finansielle og driftsrelaterte element i dirty surplus. Ein finn eit tilfelle av dirty surplus i perioden, og dette omfattar innføring av IFRS 15 i 2018-rekneskapan. IFRS 15

omhandler innrekning og måling av inntekter. I vårt tilfelle anvendast dette på driftsrelatert sal, og følgeleg inngår det som drift.

Fullstendig driftsresultat før skatt	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Driftsinntekter	3 352 282	2 566 760	2 073 241	1 595 385	1 420 712	1 246 059	918 495
- Driftskostnader	3 162 314	2 449 607	1 930 780	1 528 036	1 337 630	1 178 423	904 852
= Driftsresultat frå eiga verksemd	189 968	117 153	142 461	67 349	83 082	67 636	13 643
+ Resultat frå driftstilknytt verksemd	12 713	12 713	14 669	6 603	4 626	0	0
+ Driftsrelatert AFR	0	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert DSP	0	1 769	0	0	0	0	0
= Fullstendig driftsresultat før skatt	202 681	131 635	157 130	73 952	87 708	67 636	13 643

Tabell 5.3.1 (2): Fullstendig driftsresultat før skatt

Fullstendig finansresultat før skatt	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Finansinntekter	4 771	14 735	6 805	4 916	2 984	4 015	1 841
- Finanskostnader	56 411	33 085	28 361	31 362	12 603	8 757	11 091
= Finansresultat frå eiga verksemd	-51 640	-18 350	-21 556	-26 446	-9 619	-4 742	-9 250
+ Resultat frå diskontinuerlig verksemd	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt AFR	0	-15 720	28 233	-5 367	10 689	23 075	11 146
+ Finansielt DSP	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-51 640	-34 070	6 677	-31 813	1 070	18 333	1 896

Tabell 5.3.1 (3): Fullstendig finansresultat før skatt

Steg 3 - Identifisering av normale og unormale postar

Vi ønsker å lage eit estimat på den underliggjande innteninga og det må derfor gjerast ei vurdering på kva som er normale og unormale postar i rekneskapen. Det er normalresultatet som er relevant for framskrivinga. Som følgje av dette må ein justere for postar av eingongskarakter og forhold som ikkje vil gjenta seg. Det ein då vil stå igjen med er postar som er forventa å kome tilbake periode etter periode, og dermed er relevante for framtida (Knivsflå, 2018D, s.43). Dei justeringane som gjerast kan vere problematiske og basere seg på subjektive forhold. Nokre postar kan også vere ei blanding av normalt og unormalt. På generelt grunnlag bør ein sjå vekk i frå selskapet si eiga meining om kva som er unormale postar. Tendensen er at tilfeldige tap skjer oftare enn tilfeldig gevinst. Følgande postar har vi vald å skilje ut som unormale:

Drift

I 2018 har selskapet reversert ei tidlegare avsetning for tap («bad debt») på over 10 millionar. Historisk har ein ikkje sett så store reverseringar. Det maksimale er ikring 2 millionar. Tap på krav og tilbakeføring av tidlegare avsett tap er normale rekneskapspostar. Uvanleg store beløp må likevel sjåast på som unormalt, og vi vel derfor å plassere beløpet på 10 440 000 under unormal driftskostnad som ein kostnadsreduksjon.

Gevinst og tap på sal av anleggsmiddel blir sett på som uvanlege eingongshendingar utan noko klar trend. Vi reknar derfor dette som unormale driftsinntekter-/kostnadar.

Den nemnde driftsrelaterte dirty surplus-posten på 1 769 000 er ein unormal post.

Unormalt netto driftsresultat	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Unormalt driftsresultat	17 838	10 349	-774	1 085	-290	-406	175
- Skatt på unormalt driftsresultat(dss)	4 436	3 030	-223	417	-79	-74	62
+ Driftsrelatert AFR	0	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert DSP	0	1 769	0	0	0	0	0
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-5 621	1 552	1 481	7 154	-394	-6 585	1 024
- Unormal skattekostnad	-168	-7 980	-787	-11	-608	-2 395	-194
= Unormalt netto driftsresultat	19 191	15 516	-1 244	-6 475	791	8 647	-717

Tabell 5.3.1 (4): Unormalt netto driftsresultat

Finans

Anna finansiell inntekt og anna finansiell kostnad

Det er ikkje spesifisert i notane kva for postar som inngår i anna finansiell inntekt og anna finansiell kostnad. Tala viser heller ingen klar trend for perioden. Vi vel derfor å sjå på dette som unormale postar.

Agiotap-/gevinst

Tap eller gevinst som skuldast kursendring på valuta. Det vil seie differansen mellom transaksjonskurs og betalingsdatoen sin kurs. Det er ingen trend i dette talmaterialet, og ein ser variasjon både i storleik og utfall. Posten eignar seg derfor ikkje til prediksjonsformål, og den blir skild ut som ein unormal post.

Kontantstraumsikring og omrekningsdifferansar

Det vil vere svingingar i denne posten i frå år til år. Den effektive delen førast over OCI, medan den ineffektive delen som finansinntekt eller finanskostnad. Både den effektive og ineffektive delen er gjenstand for store variasjonar i perioda. Dette er ustabile postar som vil fluktuere med valutakursane på årleg basis, og ein ser ingen klar trend i talmaterialet. Postane vil derfor ikkje vere egna for predikasjon, og vi vel derfor å handsame postane som unormale.

Omrekningsdifferansar må også sjåast på som unormal post på same grunnlag.

Unormalt netto finansresultat	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Unormalt finansresultat	-763	-4 281	-10 064	-19 839	-4 266	42	-1 634
- Skatt på unormalt finansresultat	-112	-656	-1 610	-3 307	-768	8	-305
+ Resultat frå diskontinuerlig verksemd	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt AFR	-2 029	-15 720	28 233	-5 367	10 689	23 075	11 146
+ Finansielt DSP	0	0	0	0	0	0	0
= Unormalt netto finansresultat	-2 680	-19 345	19 779	-21 900	7 191	23 109	9 817

Tabell 5.3.1 (5): Unormalt netto finansresultat

Steg 4 – Fordeling av skattekostnaden

I det siste steget skal skattekostnaden fordelast ut på dei respektive resultatpostane. Dette set oss i stand til å finne avkastinga etter skatt. Utgangspunktet er selskapsskattesatsen (sss), og tabell 5.3.1 (6) viser utviklinga dei siste åra:

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Selskapsskattesats	0,22	0,23	0,24	0,25	0,27	0,27	0,28

Tabell 5.3.1 (6): Selskapsskattesats

Rentekostnad utgjer posten normal finanskostnad, som er fullt ut frådragsberettiga. Vi nyttar derfor selskapsskattesatsen som er tilnærma lik skattesatsen for finanskostnad for å finne netto finanskostnad, som vist i tabell 5.3.1 (7)

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Finanskostnad - normal	17 138	17 754	14 177	10 811	7 747	7 023	8 224
- Finanskostnadsskatt	3 770	4 083	3 402	2 703	2 092	1 896	2 303
= Netto finanskostnad	13 368	13 671	10 775	8 108	5 655	5 127	5 921

Tabell 5.3.1 (7): Netto finanskostnad

For finansinntekt oppstår det ei særeiga problemstilling. Renteinntektene vert skattelagde fullt ut, men uttaksmodellen gjer til at utbyte og aksjegevinst ikkje vert skattelagde på selskapsnivå. Dette medføra at den effektive skattesatsen på normal finansinntekt og unormalt finansresultat blir redusert. Som følge av at finansinntektsskattesatsen (fiss) ikkje kan reknast ut nøyaktig vel vi derfor å ta i bruk tommelfingerregelen nytta i Knivsflå sitt rammeverk (Knivsflå, 2019D, s.64). Denne seier at finansinntektsskattesatsen utgjer 2/3 av selskapsskattesatsen, og vi nyttar den same satsen på unormalt finansresultat som vi kjem tilbake til seinare.

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Finansinntektsskattesats	0,1467	0,1533	0,1600	0,1667	0,1800	0,1800	0,1867

Tabell 5.3.1 (8): Finansinntektsskattesats

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Finansinntekt - normal	4 771	3 685	2 686	4 203	2 393	2 239	609
- Finansinntektsskatt	700	565	430	701	431	403	114
= Netto finansinntekt	4 071	3 120	2 256	3 503	1 962	1 836	495

Tabell 5.3.1 (9): Netto finansinntekt

For å finne den normale driftsskattekostnaden må vi ha den normaliserte driftsskattesatsen (ndss). Grunnlaget for å finne ndss er at vi først finner driftsskattesatsen (dss). Denne avviker ofte fra selskapsskattesatsen. Årsaka til dette kan skuldast særskattar, permanente forskjellar, skattefunn, framførbart underskot, skattar i utlandet m.m (Knivsflå, 2019D, s.69). Formelen under byggjer på den nemnde tommelfingerregelen, og den blir nytta til å rekne ut driftsskattesatsen:

$$dss = \frac{NSK - sss \times \left(\frac{2}{3}\right) \times (FI + UFR) + sss * FK}{DR + UDR}$$

NSK=Rapportert skattekostnad	FK=Normale finanskostnadar
FI=Normale finansinntekter	DR=Normalt driftsresultat
UFR=Unormalt finansresultat	UDR= Unormalt driftsresultat

Vi ønsker å få eit best mogleg anslag på den normaliserte driftsskattesatsen, og finner derfor både gjennomsnittet av driftsskattesatsen for perioden og medianen av observasjonane. Det minst ekstreme anslaget er det gjennomsnittet som gir oss. Denne ligg nærast selskapsskattesatsen, og blir derfor vald som normalisert driftsskattesats i tråd med Knivsflå sitt rammeverk (Knivsflå, 2019D, s.73). Satsen er på 27,83 %.

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Driftsskattesats(dss)	0,2487	0,2928	0,2886	0,3845	0,2735	0,1815	0,3533
Driftsskattesats, gjennomsnitt	0,2783						
Driftsskattesats, median	0,2811						
Unormal driftsskattesats	-0,0296	0,0145	0,0103	0,1062	-0,0047	-0,0968	0,0750

Tabell 5.3.1 (10): Driftsskattesats

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Normal driftsskattekostnad	52 862	29 720	39 858	18 741	23 200	18 934	3 796
+ Skatt på finansinntekt	700	565	430	701	431	403	114
- Skatt på finanskostnad	3 770	4 083	3 402	2 703	2 092	1 896	2 303
+ Skatt på unormalt driftsresultat	4 436	3 030	-223	417	-79	-74	62
+ Unormal skatt på normal drift	-5 621	1 552	1 481	7 154	-394	-6 585	1 024
+ Skatt på unormalt finansresultat	-112	-656	-1 610	-3 307	-768	8	-305
+ Unormal skatt	-168	-7 980	-787	-11	-608	-2 395	-194
= Rapportert skattekostnad	48 326	22 147	35 745	20 992	19 690	8 395	2 194

Tabell 5.3.1 (11): Skattekostnad

5.3.2. Omgruppering av balanse

Balansen må også omgrupperast for å gjere den meir investororientert. Ein må då skilje eigedelar og gjeld i drift og finans for å få fram dei verdiskapande aktivitetane i selskapet. Balansen vil då uttrykke at netto driftsinvestering er lik netto driftskapital. Balanse- og resultatpostane må vere konsistente slik at inntekter og kostnadar tilhøyra samsvarande eigedel eller gjeld. Prosessen skjer gjennom fire steg:

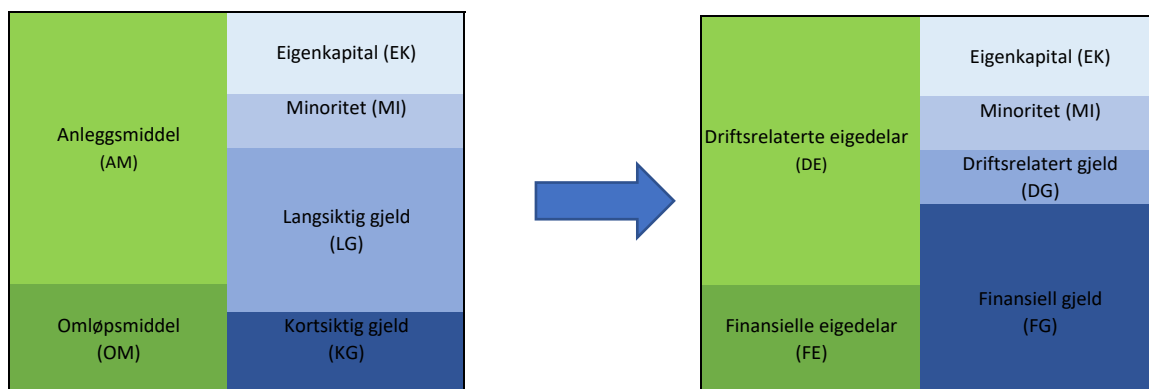
1. Reklassifisering av eventuelt utbytte
2. Klargjere kva som er drift og finansiering i totalbalansen
3. Gå frå totalkapital til sysselsett kapital
4. Gå frå sysselsett kapital til netto driftskapital

Steg 1 - Reklassifisering av eventuelt avsett utbytte

Dersom rekneskapen er ført etter god norsk rekneskapskikk skal foreslått utbytte reknast som kortsiktig gjeld inntil det blir godkjend på komande generalforsamling. I ei investororientert rekneskapsanalyse blir derimot dette sett på som eigenkapital som snart skal utbetalast til eigarane. I dette steget må derfor avsett utbytte omklassifiserast frå gjeld til eigenkapital. I og med at AKVA Group nyttar IFRS slepp ein ei slik omgruppering, då ein først avset når generalforsamlinga vedtek utbyttet.

Steg 2 - Klargjere kva som er drift og finansiering i totalbalansen

Her må det avgjerast kor ein skal gruppere dei ulike balansepostane slik at ein får fram skiljet mellom drift og finans. På eigedelssida delar ein opp i anleggsmiddel og omlaupsmiddel, medan gjeldssida blir delt i kortsiktig og langsiktig gjeld. Korleis balansen blir sjåande ut er illustrert i figuren under (Knivsflå, 2019E, s. 21):



Det som blir plassert under *driftsrelaterte egedelar* er definert som «eigedelar som inngår i driftssyklusen eller representera infrastruktur til denne». *Dei finansielle egedelane* er «pengeplasseringar og andre driftsframande egedelar i høve til driftssyklusen» (Knivsflå, 2019E, s.22). Dei driftsframande egedelane let seg selje utan å verke inn på drifta (Kaldestad & Møller, 2016, s.67).

På gjeldssida skil ein også mellom drift og finans. *Driftsrelatert gjeld* er lån som oppstår som følge av driftssyklusen, og som ein ikkje betalar renter på (Knivsflå, 2019E, s.25). Det typiske her er leverandørgjeld. Denne er sjølvfinansierande i form av at så lenge ein klarar å selje, så vil ein alltid få ny leverandørgjeld. *Finansiell gjeld* blir det betalt renter på, og stammar frå låneopptak i bank eller andre alternativ i finansmarknaden.

Inndeling på egedelssida

Drift

Utsett skattefordel: For Akva Group kjem dette av ein midlertidig forskjell mellom skatteverdi og bokført verdi. Ein har krav på meir skattemessig frådrag enn rekneskapsmessig frådrag i framtida. Det at posten ikkje er renteberande gjer til at den ikkje har dei same karakteristikkane som andre finansielle postar (Petersen, Plenborg og Kinserdal, 2017, s. 118). Posten klassifiserast derfor som driftsrelatert anleggsmiddel.

Immaterielle egedelar og goodwill: Dei immaterielle egedelane består av balanseførte utviklingskostnadar, produktrettigheter, patenta og varemerke. Desse postane er saman med goodwill erverva gjennom oppkjøp, men også gjennom interne aktivitetar. I tillegg har vi etter justeringa føreteke ei kapitalisering av FoU-kostnadar som vil inngå her. Vi kan merke oss at det i note 7 blir trekt ut immaterielle egedelar som omklassifiserast til «haldt for sal». Dette finner vi igjen i balanseposten «heldt for sal», og er ikkje driftsrelatert ettersom ein viser

gjennom klassifiseringa at egedelane ikkje lenger inngår i driftsrelatert aktivitet. Alle oppkjøpa relatera seg derimot til kjerneaktivitetane og/eller er ei utviding av desse. Eksempel på oppkjøpte selskap er Wavemaster, Polarcirkle, Maritech, UNI Aqua og Egersund Net. Dei interne utviklingsaktivitetane relatera seg til mellom anna softwareløysingar, modular og oppgraderingar, og inngår også som driftsrelaterte anleggsmiddel.

Varige driftsmiddel: Bygningar, tomter, maskiner og inventar inngår som utgangspunkt i drift. Notane gir oss ikkje noko meir info over bruken av desse driftsmidla, og ein må derfor behandle alt som driftsrelatert.

Investeringar i driftstilknytte selskap: Valet mellom drift og finans blei drøfta i steg 2 under omgrupperinga av resultatet. Der blei det konkludert med at alle investeringane i driftstilknytte selskap er klart relatert til kjerneverksemda og derfor klassifiserast som driftsrelatert.

Varelager: Klassifisert som driftsrelatert omløpsmiddel.

Fordringar: I notane er det ikkje spesifisert om det er noko av fordringsmassen som er renteberande. Det står likevel at det blir sett vekk frå renteelement dersom dette er uvesentleg. Som for varelageret er dette postar som variera og påverkast av drifta. Kontraktsegedelane relatera seg til opptent, ikkje fakturerte inntekter som blir omgjort til fordringar når dette er tillate. Forskotsbetaling til leverandørar er også driftsrelatert. Vi vel derfor å rekne kundefordringspostane som driftsrelaterte omløpsmiddel.

Finans

Andre langsiktige finansielle egedelar: Omfattar langsiktige fordringar. Det er ikkje spesifisert i notane kva posten inneheld, men den er klassifisert som ein finansiell egedel av selskapet. Vi vel derfor å legge den inn under finans.

Egedelar haldt for sal: Omfattar egedelar som skal avhendast eller på andre måtar avviklast. Ofte vil ein god del av desse egedelane vere knytt til drift. Det vil likevel vere slik at desse ikkje vil vere relevante for framtidig drift, ettersom dei er planlagd å avhendast. Som følgje av uklar samansetning av posten og som eit resultat av at egedelane uansett ikkje er relevant for framtidig drift vil dei klassifiserast som finans.

Kontantar og kontantekvivalentar: Det trengs ei viss mengde likvidar for å drive verksemda. Ein likviditetsreserve vil kunne møte svingingane i arbeidskapital gjennom året. Dette reknast som driftsrelatert. Men det som overgår dette behovet er overskotslikviditet. Dette kan brukast

til utbetaling av utbytte, tilbakekjøp av egne aksjar eller tilbakebetaling av gjeld, utan at det påverkar selskapet sine underliggande operasjonar (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Vi ser dermed at det er element av både drift og finans knytt til denne posten. Framgangsmåten for å dele opp i drift og finans er ei utfordring, og ei praktisk løysing er derfor å seie at alle likvidar er finansielle egedelar (Knivsflå, 2019E, s.39). Vi vel likevel å skilje ut postane “employee tax deductions funds” og “restricted funds” i prosjekt i Aquatec Solutions AS som drift. Dette er spesifisert dei tre siste åra i note 12. På same m te reknar vi “Restricted bank deposits” i perioden 2015-2013 også som drift.

Inndeling på gjeldssida

Drift

Utsett skatt: Behandlar denne på same måte som utsett skattefordel, og posten blir følgeleg gruppert som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Betalbar skatt: Blir rekna som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Leverandørgjeld og skyldig offentlege avgifter: Desse to postane variera med, og påverkast av drifta. Dei er heller ikkje direkte renteberande. Postane reknast derfor som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Kontraktsforpliktelsar og forskudd frå kundar: Som for kontraktseigedelane dreier kontraktsforpliktelsane seg om påbegynte prosjekt relatert til drift og klassifiserast derfor som kortsiktig driftsrelatert gjeld. Forskudd frå kundar ligg i den same noten (note 15), og er også direkte knytt opp mot prosjekt. Posten leggst derfor også under kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Anna kortsiktig gjeld: I Note 15 finn vi oversikt over dei postane som inngår her: Påløpte kostnader, garantiavsetjingar, anna kortsiktig gjeld, samt «reklassifisert til forpliktelsar haldt for sal». Avsetjingane gjeld prosjekt og produkt i segmenta merdbasert- og landbasert teknologi og er estimert på bakgrunn av historiske data og forventningar. Det går ikkje fram at det ligg føre særskilde tvistar/eingongshendingar for perioden. Det står at tidshorizonten på avsetjingane variera alt etter produkt og prosjekt. Det blir føresett at mesteparten gjeld for ein kortare periode, og blir dermed klassifisert som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Finansielt

Gjeld til kredittinstitusjonar og anna kortsiktig gjeld: Dei resterande tre postane under anna kortsiktig gjeld må føresetjast å vere kortsiktig renteberande gjeld. Dette gjeld også gjeld kredittinstitusjonar.

Gjeld til kredittinstitusjonar og anna langsiktig gjeld: Dette er langsiktig renteberande finansiell gjeld.

Forpliktelsar haldt for sal: Omfattar postar som skal avviklast eller avhendast, og er med det lite relevant for den framtidige drifta. Posten reknast derfor som finansiell.

Balanseoppstilling	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Utsatt skattefordel	22 740	15 970	13 479	13 316	12 659	20 874	25 117
Goodwill	824 192	834 502	435 646	427 340	269 453	202 688	178 018
Immaterielle eigedelar	200 472	202 980	146 455	134 795	78 677	54 521	47 696
Varige driftsmiddel	485 205	332 381	246 146	150 568	103 495	74 009	55 003
Driftsrelaterte anleggsmiddel i eiga verksemd	1 532 609	1 385 833	841 726	726 019	464 284	352 092	305 834
Innvestering i driftstilknytt	69 272	67 961	4 865	4 653	684	0	0
= Driftsrelaterte anleggsmiddel	1 601 881	1 453 794	846 591	730 672	464 968	352 092	305 834
Varelager	453 331	461 917	238 373	186 125	180 677	167 238	144 188
Kundefordringar	556 336	325 612	403 977	259 880	289 216	262 894	155 539
Kontraktseigedelar	0	162 499	0	0	0	0	0
Forskudd til leverandørar	0	0	16 526	11 755	8 925	7 943	4 879
Andre fordringar	106 273	82 648	38 548	20 211	27 760	57 824	51 244
Kontantar, drift		8 900	17 500	18 300	10 114	9 250	6 509
= Driftsrelaterte omløpsmiddel	1 115 940	1 041 576	714 924	496 271	516 692	505 149	362 359
Driftsrelaterte eigedelar	2 717 821	2 495 370	1 561 515	1 226 943	981 660	857 241	668 193
Andre langsiktige finansielle eigedelar	5 116	5 019	1 813	1 764	2 063	1 896	1 967
= Finansielle anleggsmiddel	5 116	5 019	1 813	1 764	2 063	1 896	1 967
Eigedelar holdt for sal	0	78 323	0	0	0	0	0
Kontantar og kontantekvivalentar	158 062	124 217	99 469	147 243	99 403	44 685	51 821
= Finansielle omløpsmiddel	158 062	202 540	99 469	147 243	99 403	44 685	51 821
Finansielle eigedelar	163 178	207 559	101 282	149 007	101 466	46 581	53 788
Sum eigedelar	2 880 999	2 702 929	1 662 797	1 375 950	1 083 126	903 822	721 981
Eigenkapital majoritet	1 091 852	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601
Eigenkapital minoritet	4 174	184	518	376	3 444	1 676	2 255
Eigenkapital konsern	1 096 026	1 062 607	500 425	434 966	428 432	389 253	338 856
Utsatt skatt	118 811	85 114	57 499	34 564	18 107	0	0
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	118 811	85 114	57 499	34 564	18 107	0	0
Betalbar skatt	40 217	25 597	11 822	21 673	4 223	2 340	818
Leverandørgjeld	363 829	231 568	185 763	143 343	128 189	135 413	88 957
Skyldig offentlege avgifter	65 129	41 453	38 416	27 050	19 341	12 410	13 981
Kontraktforpliktelsar	0	221 891	0	0	0	0	0
Forskudd frå kundar	0	0	176 119	146 954	115 898	112 955	59 982
Anna kortsiktig gjeld	229 477	146 056	110 139	102 924	107 808	106 329	85 613
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	698 652	666 565	522 259	441 944	375 459	369 447	249 351
Driftsrelatert gjeld	817 463	751 679	579 758	476 508	393 566	369 447	249 351
Gjeld til kredittinstitusjonar	795 827	360 254	350 874	347 902	187 816	128 667	55 048
Anna langsiktig gjeld	17 642	103 641	109 565	86 602	15 495	2 677	885
= Langsiktig finansiell gjeld	813 469	463 895	460 439	434 504	203 311	131 344	55 933
Gjeld til kredittinstitusjonar	154 041	401 155	122 174	29 973	57 818	13 779	77 840
Forpliktelsar holdt for sal	0	23 593	0	0	0	0	0
= Kortsiktig finansiell gjeld	154 041	424 748	122 174	29 973	57 818	13 779	77 840
Finansiell gjeld	967 510	888 643	582 613	464 477	261 129	145 123	133 773
Sum eigenkapital og gjeld	2 880 999	2 702 929	1 662 796	1 375 951	1 083 127	903 823	721 980

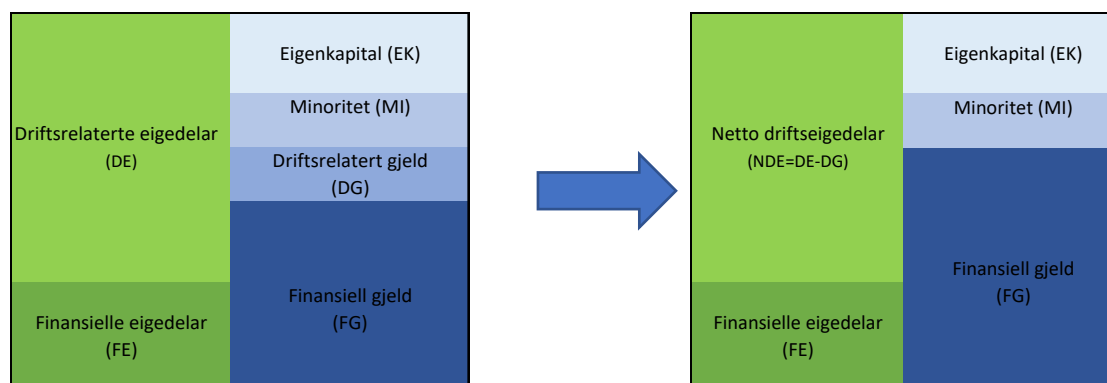
Tabell 5.3.2 (1): Omgruppert balanse

Steg 3 – Frå totalkapital til sysselsett kapital

Vi er interessert i å finne avkastninga på dei eigedelane som er investert i verksemda. Det vil seie på dei driftsrelaterte eigedelane og finansielle eigedelane. Det er dette som er sysselsett av eigarane og av finansielle lånegjevarar, og dei skal ha sin del av verdiskapinga. Vi må derfor flytte over den driftsrelaterte gjelda til dei driftsrelaterte eigedelane på eigedelssida. Den skal ikkje ha ein del av avkastninga. Driftsrelatert gjeld oppstår gjennom driftssyklusen eller som langsiktige krav skapte gjennom drift (Knivsflå, 2019E, s.49).

Netto driftseigedelar kan igjen splittast i netto anleggsmiddel som kjem av driftsrelaterte anleggsmiddel minus langsiktig driftsrelatert gjeld, samt driftsrelatert arbeidskapital som utgjer driftsrelaterte omlaufsmiddel minus kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Under ser vi den nye oppstillinga som syner sysselsette eigedelar og sysselsett kapital:

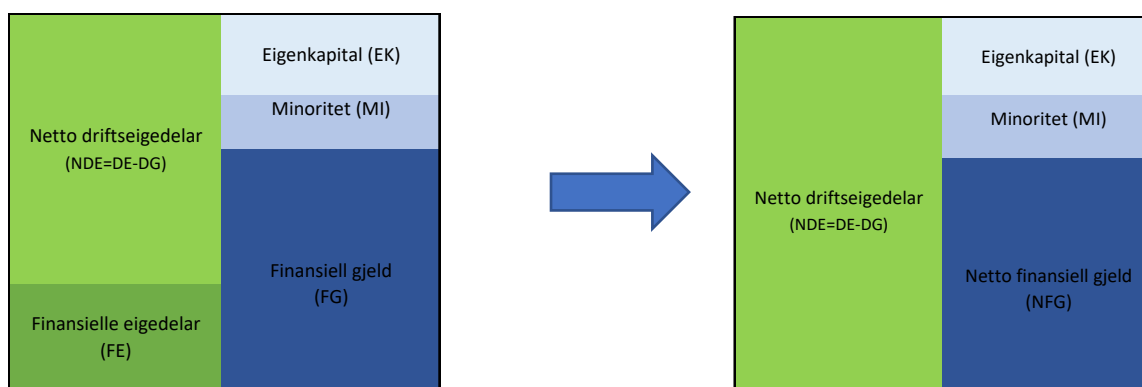


	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Driftsrelaterte eigedelar	2 717 821	2 495 370	1 561 515	1 226 943	981 660	857 241	668 193
- Driftsrelatert gjeld	817 463	751 679	579 758	476 508	393 566	369 447	249 351
= Netto driftseigedelar	1 900 358	1 743 691	981 757	750 435	588 094	487 794	418 842
+ Finansielle eigedelar	163 178	207 559	101 282	149 007	101 466	46 581	53 788
= Sysselsette eigedelar	2 063 536	1 951 250	1 083 039	899 442	689 560	534 375	472 630
Eigenkapital majoritet	1 091 852	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601
+ Eigenkapital minoritet	4 174	184	518	376	3 444	1 676	2 255
+ Finansiell gjeld	967 510	888 643	582 613	464 477	261 129	145 123	133 773
= Sysselsett kapital	2 063 536	1 951 250	1 083 038	899 443	689 561	534 376	472 629

Tabell 5.3.2 (2): Sysselsett kapital

Steg 4 - Frå sysselsett kapital til netto driftskapital

Det siste steget som klargjer balansen for vidare rekneskapsanalyse er å få fram lønnsenda til sjølve drifta. Dette gjerast fordi berekninga av verdien på eigenkapitalen skal reknast ut i frå vidare drift. Vi veit at dei finansielle egedelane er noko som ein kan selje utan at det påverkar drifta, og den kan dermed nyttast til å betale ned på eksisterande finansiell gjeld. Ein flytter derfor finansielle egedelar frå sysselsette egedelar over til sysselsett kapital og får netto finansiell gjeld. Figuren under viser overgangen.



	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Driftsrelaterte egedelar	2 717 821	2 495 370	1 561 515	1 226 943	981 660	857 241	668 193
- Driftsrelatert gjeld	817 463	751 679	579 758	476 508	393 566	369 447	249 351
= Netto driftseigedelar	1 900 358	1 743 691	981 757	750 435	588 094	487 794	418 842
Eigenkapital-majoritet	1 091 852	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601
+ Eigenkapital-minoritet	4 174	184	518	376	3 444	1 676	2 255
+ Netto finansiell gjeld	804 332	681 084	481 331	315 470	159 663	98 542	79 985
= Netto driftskapital	1 900 358	1 743 691	981 756	750 436	588 095	487 795	418 841

Tabell 5.3.2 (3): Netto driftskapital

5.4. Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet er eit forsøk på å avbilde dei underliggende økonomiske forholda i selskapet, men svært sjeldan vil denne avbildinga vere eksakt. Ofte vil rekneskapa vere prega av målestøy som gjer rapporteringa upresis (Knivsflå, 2019F s. 5). I første rekkje er rekneskapsrapporteringa meint å gi sentrale interessentar informasjon om dei underliggende økonomiske forholda i selskapet – eksempelvis til bruk til økonomiske disponeringar eller kontroll. I lys av dette er det for den vidare regnskapsanalysen viktig at talgrunnlaget i størst mogleg grad gir ei presis avbilding.

Målefeil blir av Knivsflå definert som forskjellen mellom rapporterte og «verkelege» tal (Knivsflå, 2019G, s.8). Kva som blir rekna som «verkelege tal» kan sjølvsagt diskuteras, men uttrykket er meint å vise til tal som gir eit fullt ut korrekt bilete av underliggende forhold. I realiteten er det ikkje mogleg å sikre at rapporteringa blir ei eksakt avbilding, men ved å identifisere målefeil kan ein justere for dette og i det minste kome nærmare ei korrekt avbilding. Knivsflå vektlegg også moglegheita for at justering av målefeil kan verke mot si hensikt og tilføre ytterlegare støy i rekneskapsstala. Dette kan oppstå dersom vi som eksterne analytikarar er overambisiøse med omsyn på å justere rekneskapsstal som vi berre har avgrensa informasjon om. Det er derfor berre tilrådeleg å justere for klare målefeil.

Det finnst i utgangspunktet tre typar målefeil (Knivsflå, 2019G s. 5). Den første typen feil representerer selskapets strategiske fordel - målt ved forskjellen mellom den verkelege eigenkapitalrentabiliteten (ved presis måling) og eigenkapitalkravet. Målefeil av type 1 vil ikkje justerast for i denne analysen. Målefeil av type 2 kjem av at rekneskapsstandarden, i dette tilfelle IFRS, legg opp til ei rekneskapsbasert måling som ikkje eignar seg til investororientert analyse. Typisk handlar dette om at ein del rekneskapsstandardar kostnadsføring kor vi frå eit analytikarsyn helst skulle sett balanseføring. Eksempel på dette kan vere at IAS 38 ikkje godtek balanseføring av forskning eller eigengenererte immaterielle egedelar. Resultatet av dette er at balansen vert undervurdert og vi får ei oppblåsing av rentabiliteten (Knivsflå, 2019G, s. 46). Desse problema kjem av at IFRS er eit regelverk som skal passe til ei brei gruppe rekneskapsbrukarar, og rekneskapsføring som passar i ein samanheng (eksempelvis til myndigheitskontroll eller kredittanalyse) vil ikkje passe til investororientert analyse. Den siste typen målefeil (type 3) handlar om rekneskapsmanipulasjon og feil rekneskapsføring. Dette vil seie at den rapporterte rentabiliteten avvik frå rentabiliteten som skulle vore rapportert etter IFRS. Denne siste typen målefeil er svært vanskeleg å oppdage for utanforståande med

utgangspunkt i rapporterte tal, og det vil ikkje bli gjort vesentlege undersøkingar i denne forbindelse.

5.4.1. Justering for innføring av IFRS 16

Frå og med rekneskapsåret 2019 er IFRS 16 innført som erstatning for den tidlegare standarden IAS 17. Dette betyr at ein i rekneskapa ikkje lenger skil mellom finansiell- og operasjonell leasing. I realiteten blir all leasing no behandla på same måte som finansiell leasing blei tidlegare. Ei kvar leigeavtale vil medføre balanseføring av eigedelen og leigeforpliktinga. Det skal deretter bereknast avskrivningar og ei kalkulatorisk rente på desse postane, som blir ført i resultatrekneskapan.

Analyseperioda 2014-2019T dekkjer fem år kor rekneskapa er ført etter den tidlegare standarden IAS 17, kor det blir skilt mellom operasjonell- og finansiell leasing. I kvartalsrapportane som dannar grunnlaget for trailing av 2019-rekneskapan er derimot IFRS 16 nytta ved behandling av leasingavtalar. I lys av dette er det behov for å justere rekneskaptala for 2019 etter den tidlegare standarden, slik at tala er samanliknbare over analyseperioda. Konkret blir dette gjort ved å reinse 2019-tala for effektar av IFRS 16, slik at vi får rekneskapan slik det ville sett ut ved framleis bruk av IAS 17. Alternativet ville vore å justere tala i perioden 2014-2018 til å vere i tråd med IFRS 16. Ei slik justering med grunnlag i det rapporterte talmaterialet blir derimot sett på som svært lite treffsikker, og ville etter vårt syn tilført meir støy samanlikna med ei eittårs-justering.

Justering av resultat

Innføringa av IFRS 16 fører med seg reklassifisering av enkelte kostnadspostar. I all hovudsak går dette ut på at ein ikkje lenger kan føre leigekostnadar for dei omfatta eigedelane i resultatrekneskapan. I rekneskapan til AKVA Group medfører dette reduksjon av andre driftskostnadar, og forbetra EBITDA. I staden for direkte kostnadsføring skal eigedelen avskrivast, og det skal bereknast ei kalkulatorisk rente på leigeforpliktinga. Resultatet av IFRS 16-innføringa er derfor auka rente- og avskrivingskostnadar. I kvartalsrapportane frå 2019 oppgjer AKVA Group desse IFRS 16-postane separat frå øvrige rente- og avskrivingskostnadar. Dette gjer det enkelt å justere for endringane, ved at desse kostnadane blir tilbakeført som ei auke i “andre driftskostnadar”, og dermed inngår i EBITDA.

Justering av balanse

IFRS 16 krev at innleigde eigedelar som tilfredsstillar krava i standarden skal førast i balansen. Egedelen blir ført opp på egedelssida, medan ein tilsvarende leigeforpliktelse blir ført på gjeldssida. Balanseføring som dette kjenner vi frå tidlegare ved leigeavtalar klassifisert som finansiell leasing etter IAS 17. Som nemnd tidlegare ønskjer vi å justere 2019-tala for IFRS 16-endingar, slik at vi får eit samanliknbart talmateriale over analyseperioda. Det vil derfor vere nødvendig å gjere endringar i dei rapporterte balansepostane i 3. kvartalsrapport 2019.

I rapporten for 3. kvartal 2019 oppgjer AKVA Group IFRS 16-eigedelar i balansen til ein verdi av 424 MNOK. Frå tidlegare har selskapet balanseført leigde eigedelar i tråd med IAS 17, og frå 2018 kan vi lese at balanseføring etter IAS 17 var 130 MNOK. Vi antar at AKVA Group ved utgangen av 3. kvartal 2019 har tilsvarende verdi på eigedelar som uansett hadde vore balanseført som finansiell leasing etter IAS 17. Resultatet er at 294 MNOK står igjen som den ekstra balanseførte verdien som direkte følgje av overgangen til IFRS 16. På bakgrunn av dette blir balanseverdien for varige driftsmiddel i 2019T redusert med 294 MNOK.

På gjeldssida blir tilsvarende sum trekt ut frå posten «anna langsiktig gjeld», kor leasingforpliktelsen ligg i rapporten for 3. kvartal. I tillegg til dette har det skjedd ei klassifiseringsendring frå årsrapporten 2018 til den seinaste kvartalsrapporten. Medan ein tidlegare har ført leasingforpliktelsen som rentebærande gjeld, er denne no ført som ikkje-rentebærande. Som følgje av dette har vi også reklassifisert 130 MNOK frå «anna langsiktig gjeld» til «gjeld til kredittinstitusjonar», slik at også gjeldsklassifiseringa blir i tråd med tidlegare praksis.

5.4.2. Andre potensielle målefeil

Effekten frå innføringa av IFRS 16 gir effektar i rekneskapen som er enkle å måle og dermed enkelt å justere slik at rekneskapen blir samanliknbar i perioda vi ønskjer å undersøkje. Derimot finnast det i rekneskapen ei rekkje postar kor det er stor risiko for feilmåling, men der det er utfordrande å måle feilen. I dette avsnittet vil det bli gjort ein diskusjon rundt nokre av desse postane som har særleg risiko knytt til seg, men kor det er vanskeleg å måle eventuelle feil når ein ser rekneskapen frå utsida.

Goodwill

AKVA Group har gjennom fleire oppkjøp dei seinare åra opparbeidd seg betydelege goodwill-verdiar i balansen. Eksempelvis ser ein ei auke i goodwill frå om lag 430 mill. i 2017 til 830 mill. i 2018. Denne auken er knytt til oppkjøpet av Egersund Net som blei gjennomført i 2018. Det er særleg to problemstillingar som knyt seg til goodwill-verdiar og målefeil.

For det første vil det vere uvisse knytt til innrekninga av goodwill i etterkant av eit oppkjøp. Kor stor goodwillverdien som skal førast i balansen er vil blant anna avhenge av kjøpspris og marknad for dei kjøpte egedelane. Kjøpsprisen kan i mange tilfelle vere for høg som følge av overvurdering av venta synergieffektar. I tillegg til dette må alle egedelar i det oppkjøpte selskapet vurderast til verkeleg verdi etter IFRS 13 ved berekning av goodwill. Slike vurderingar vil vere truverdige i tilfelle kor ein har relevante marknadsprisar å ta utgangspunkt i, men i motsatt fall vil ein måtte verdsette egedelane på eit meir skjønnsmessig grunnlag.

For det andre er goodwill gjenstand for årlege nedskrivningstestar etter IAS 36-standarden. Desse nedskrivningstestane er meint som ei erstatning for ein systematisk avskrivingsplan, og skal sørge for at goodwill-verdien ikkje overgår gjenvinnbart beløp. Ved ein nedskrivningstest skal ein altså finne gjenvinnbart beløp i tråd med IFRS-rammeverket. Problemet er berre at dette i stor grad vil vere basert på skjønnsmessige vurderingar og kor vidt ein kan oppdrive informasjon som gir eit korrekt bilete av bruksverdi/marknadsverdi. I mange tilfelle vil altså nedskrivningstesten av goodwill i svært stor grad vere skjønnsbasert.

Som eksterne analytikarar er det vanskeleg å vurdere eventuelle målefeil knytt til goodwill-verdiane ettersom ein ikkje har tilgang til dei vurderingane som er gjort i forbindelse med innrekning og etterfølgjande måling. Resultatet er at det ikkje kan gjerast justeringar. Ettersom posten utgjer ein svært stor andel av AKVA Group sine driftsrelaterte egedelar er det likevel verdt å merke seg den særlege risikoen som er knytt til posten.

Renteberande gjeld

Det er tidlegare gjort ei justering som følgje av at IFRS 16 gjer seg gjeldande i kvartalsrapporteringa for 2019. I denne forbindelse er det oppdaga at leigeforpliktinga i kvartalsrapportane er ført som ikkje-renteberande gjeld. Dette er i strid med IFRS 16, som angir at leigeforpliktingar skal førast som renteberande gjeld. I tillegg til dette er klassifiseringa inkonsistent med selskapet sin tidlegare behandling av finansiell leasing i årsrapporteringa. Ved justering av IFRS 16 i kapittel 5.4.1 blei det gjennomført ei justering for den delen av

leigeforpliktinga som er ført inkonsekvent med tidlegare årsrapportar. Ei slik feilklassifisering reiser likevel spørsmål knytt til om resterande gjeld er riktig klassifisert, slik at ein bør vere ekstra observant på risiko knytt til desse gjeldspostane.

Vriding av skjønnsmessige vurderingar

Sjølv om IFRS-rammeverket er omfattande og detaljert blir det lagt opp til ei rekkje skjønnsmessige vurderingar eller valmoglegheiter. Eit eksempel på dette har vi sett ved nedskriving av goodwill etter IAS 36. Ved skjønnsmessige vurderingar vil rekneskapsprodusenten alltid ha moglegheit til å strekke rekneskapen i den eine eller andre retninga utan at dette nødvendigvis skjer på utsida av regelverket. Det ligg nemleg i dei skjønnsmessige vurderingane sin natur at ulike vurderingar kan akseptast. Eit stort problem ved skjønnsmessige vurderingar i rekneskapssamanheng er at ein kan få ulike vurderingar alt etter korleis den økonomiske situasjonen i selskapet er. Om vi igjen ser på nedskriving av goodwill er det klart at selskapet i dårlege tider kan ha insentiv til å foreta låge nedskrivingar, medan ein i gode tider kan ha insentiv til å gjere større nedskrivingar for å opparbeide seg ein «buffer» for dårlegare tider. Vi ser her at insentiva som kan påverke dei skjønnsmessige vurderingane står stikk i strid med den «korrekte» nedskrivingspolitikken. Ein vil vente at goodwill vil tape meir verdi dersom selskapet går dårleg, medan gode tider vil bety at goodwill-verdien i større grad held seg.

Vidare er det også naturleg at rekneskapsprodusenten kan ha insentiv til å få kostnadar til å framstå som unormale postar, medan det gjerne er ønskeleg å klassifisere inntekter på ein måte som gjer at desse framstår «normale».

Som vi ser fører skjønnsmessige vurderingar i rekneskapen til at selskapet har moglegheiter til å vri rapporteringa i ei bestemt retning for å tilfredsstille bestemte interessentar. Vriding av goodwill-verdiar kan eksempelvis vere spesielt aktuelle dersom selskapet er pressa av covenants-krav, medan vridingar i resultatrelaterte postar kan vere spesielt aktuelle i relasjon til investorar eller analytikarar. Kor stor risikoen for dette er vil avhenge av styrken på insentiva som ligg bak. Sjølv sagt er slike målefeil som her blir omtala svært vanskelege å oppdage/måle, og dette er derfor ikkje noko ein som ekstern analytikar kan justere for.

5.4.3. Ferdig omgruppert og justert rekneskap

Tabell 5.4.1 (resultatrekneskap), 5.4.2 (balanseoppstilling) og 5.4.3 (endring i egenkapital)

viser rekneskapen ferdig traila, omgruppert og justert for overgangen til IFRS 16.

Omgruppert resultatrekneskap	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Driftsinntekter	3 352 282	2 566 760	2 073 241	1 595 385	1 420 712	1 246 059	918 495
- Varekostnad	1 901 922	1 516 675	1 196 268	912 869	837 754	759 890	556 603
- Lønnskostnader	800 295	638 190	496 121	422 104	341 094	279 945	229 329
- Andre driftskostnader	325 116	197 190	154 833	123 907	111 042	102 453	85 832
- Avskrivning	134 980	107 901	82 784	69 156	47 450	35 729	33 088
= Driftsresultat frå eiga verksemd	189 968	106 804	143 235	67 349	83 372	68 042	13 643
- Driftsrelatert skattekostnad	52 862	29 720	39 858	18 741	23 200	18 934	3 796
= Netto driftsresultat frå eiga verksemd	137 106	77 084	103 377	48 608	60 172	49 108	9 847
+ Nettoresultat driftstilknytte verksemd	12 713	12 713	14 669	6 603	4 626	0	0
= Netto driftsresultat	149 819	89 797	118 046	55 211	64 798	49 108	9 847
+ Netto finansinntekt	4 071	3 120	2 256	3 503	1 962	1 836	495
= Nettoresultat til sysselsett kapital	153 890	92 917	120 303	58 713	66 761	50 944	10 342
- Netto finanskostnad	13 368	13 671	10 775	8 108	5 655	5 127	5 921
- Netto minoritetsresultat	2 887	-334	142	98	1 572	-580	-501
= Nettoresultat til egenkapital	137 636	79 580	109 386	50 507	59 533	46 397	4 922
+ Unormalt netto driftsresultat	19 191	15 516	-1 244	-6 475	791	8 647	-717
+ Unormalt netto finansresultat	-2 680	-19 345	19 779	-21 900	7 191	23 109	9 817
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	154 147	75 752	127 921	22 133	67 515	78 154	14 022
- Netto betalt utbytte	124 718	-486 764	62 604	12 531	30 104	27 178	2 695
= Endring i egenkapital	29 429	562 516	65 317	9 602	37 411	50 976	11 327

Tabell 5.4(1): Omgruppert og justert resultatrekneskap

Endring egenkapital (Majoritet)	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Eigenkapital 1.1	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601	325 274
+ Totalresultat	154 147	73 983	127 921	22 133	67 515	78 154	14 022
- Betalt utbytte	59 401	44 335	32 272	19 376	25 736	25 834	0
+ Netto kapitalinnskott	-65 317	531 099	-30 332	6 845	-4 368	-1 344	-2 695
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0	1 769	0	0	0	0	0
+ Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
= Eigenkapital 31.12	1 091 852	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601

Tabell 5.4(2): Endring egenkapital (majoritet) etter omgruppering og justering

Balanseoppstilling	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Utsatt skattefordel	22 740	15 970	13 479	13 316	12 659	20 874	25 117
Goodwill	824 192	834 502	435 646	427 340	269 453	202 688	178 018
Immaterielle egedelar	200 472	202 980	146 455	134 795	78 677	54 521	47 696
Varige driftsmiddel	485 205	332 381	246 146	150 568	103 495	74 009	55 003
Driftsrelaterte anleggsmiddel i eiga verksemd	1 532 609	1 385 833	841 726	726 019	464 284	352 092	305 834
Innvestering i driftstilknutt	69 272	67 961	4 865	4 653	684	0	0
= Driftsrelaterte anleggsmiddel	1 601 881	1 453 794	846 591	730 672	464 968	352 092	305 834
Varelager	453 331	461 917	238 373	186 125	180 677	167 238	144 188
Kundefordringar	556 336	325 612	403 977	259 880	289 216	262 894	155 539
Kontraktseigedelar	0	162 499	0	0	0	0	0
Forskudd til leverandørar	0	0	16 526	11 755	8 925	7 943	4 879
Andre fordringar	106 273	82 648	38 548	20 211	27 760	57 824	51 244
Kontantar, drift		8 900	17 500	18 300	10 114	9 250	6 509
= Driftsrelaterte omløpsmiddel	1 115 940	1 041 576	714 924	496 271	516 692	505 149	362 359
Driftsrelaterte eigedelar	2 717 821	2 495 370	1 561 515	1 226 943	981 660	857 241	668 193
Andre langsiktige finansielle eigedelar	5 116	5 019	1 813	1 764	2 063	1 896	1 967
= Finansielle anleggsmiddel	5 116	5 019	1 813	1 764	2 063	1 896	1 967
Eigedelar holdt for sal	0	78 323	0	0	0	0	0
Kontantar og kontantekvivalentar	158 062	124 217	99 469	147 243	99 403	44 685	51 821
= Finansielle omløpsmiddel	158 062	202 540	99 469	147 243	99 403	44 685	51 821
Finansielle eigedelar	163 178	207 559	101 282	149 007	101 466	46 581	53 788
Sum eigedelar	2 880 999	2 702 929	1 662 797	1 375 950	1 083 126	903 822	721 981
Eigenkapital majoritet	1 091 852	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601
Eigenkapital minoritet	4 174	184	518	376	3 444	1 676	2 255
Eigenkapital konsern	1 096 026	1 062 607	500 425	434 966	428 432	389 253	338 856
Utsatt skatt	118 811	85 114	57 499	34 564	18 107	0	0
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	118 811	85 114	57 499	34 564	18 107	0	0
Betalbar skatt	40 217	25 597	11 822	21 673	4 223	2 340	818
Leverandørgjeld	363 829	231 568	185 763	143 343	128 189	135 413	88 957
Skyldig offentlege avgifter	65 129	41 453	38 416	27 050	19 341	12 410	13 981
Kontraktforpliktelsar	0	221 891	0	0	0	0	0
Forskudd frå kundar	0	0	176 119	146 954	115 898	112 955	59 982
Anna kortsiktig gjeld	229 477	146 056	110 139	102 924	107 808	106 329	85 613
= Kortsiktig driftsrelatert gjeld	698 652	666 565	522 259	441 944	375 459	369 447	249 351
Driftsrelatert gjeld	817 463	751 679	579 758	476 508	393 566	369 447	249 351
Gjeld til kredittinstitusjonar	795 827	360 254	350 874	347 902	187 816	128 667	55 048
Anna langsiktig gjeld	17 642	103 641	109 565	86 602	15 495	2 677	885
= Langsiktig finansiell gjeld	813 469	463 895	460 439	434 504	203 311	131 344	55 933
Gjeld til kredittinstitusjonar	154 041	401 155	122 174	29 973	57 818	13 779	77 840
Forpliktelsar holdt for sal	0	23 593	0	0	0	0	0
= Kortsiktig finansiell gjeld	154 041	424 748	122 174	29 973	57 818	13 779	77 840
Finansiell gjeld	967 510	888 643	582 613	464 477	261 129	145 123	133 773
Sum eigenkapital og gjeld	2 880 999	2 702 929	1 662 796	1 375 951	1 083 127	903 823	721 980

Tabell 5.4(3): Omgruppert og justert balanseoppstilling

5.5. Rammeverk for forholdstalsanalyse

Som ein sentral del av rekneskapsanalysa vil det i dei neste kapitla bli gjennomført analysar av risiko og superrentabilitet – i form av forholdstalsanalysar. Risikoanalysen vil systematisk ta føre seg kortsiktig kredittrisiko (likviditetsanalyse) og langsiktig kredittrisiko (soliditetsanalyse). Innsikta om kredittrisikoen vil deretter bli oppsummert gjennom ei syntetisk kredittrating (Knivsfå, 2019I).

Superrentabilitet er rentabiliteten selskapet gir utover avkastningskravet. For å gjennomføre analyse av superrentabilitet er det derfor nødvendig å etablere eit avkastningskrav innleiingsvis. Dette kravet kan deretter samanliknast mot den observerte lønsemda og dermed gi uttrykk for selskapet sin potensielle superrentabilitet. Ein eventuell superrentabilitet vil til slutt bli dekomponert og nærmare undersøkt, slik at kjeldene til meiravkastinga kjem tydeleg fram.

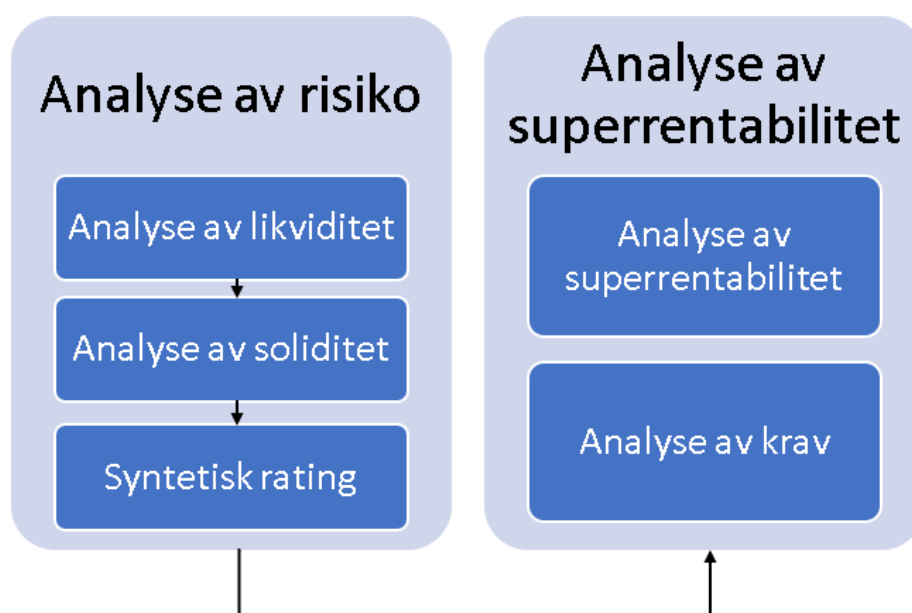


Diagram 5.5: Rammeverk for analyse av risiko og superrentabilitet

Forholdstalsanalysane vil i all hovudsak skje ved bruk av to teknikkar. For det første vil forholdstal analyserast over tid. Denne teknikken er egna til å fange opp fluktusjonar i talmaterialet, og særleg vil tidsserieanalysar vere nyttig ved analyse av tal som viser tydelege trendar over tid. I tillegg til tidsserieanalysar vil forholdstal bli samanlikna mot bransjesnittet. Bransjeavgrensinga føl av kapittel 2., og selskapa som der blei presentert dannar samanlikningsgrunnlaget i denne forholdstalsanalysen. Medan tidsserieanalysen eignar seg best

til å fange opp trendar i forholdstala, er bransjeanalysen meir fokusert på dei faktiske talverdiane og korleis desse står seg mot komparative selskap.

5.6. Tidsvekting

Som tidlegare vist har oppdrettsbransjen dei seinare åra opplevd svært høge lakseprisar i kombinasjon med flat volumutvikling. Konsekvensen av dette er høg investeringslyst, som hovudsakeleg blir teke ut i teknologiutvikling og innovasjon. Som følge av dette har utstyrsløyperane til denne bransjen opplevd høg innovasjonstakt dei seinare åra, og gjort at historiske tal i mindre grad speglar dagens situasjon. På grunn av dette vil vi ved berekning av gjennomsnittlege nøkkeltal vekte dei seinare åra tyngre.

I tillegg ser ein at selskapa i bransjen har omorganisert og elles kjøpt/seld selskap hyppig siste åra. Av eksempel har ein Akva Group som kjøpte opp Egersund Net i 2017, og salet av eit islandsk dotterselskap i tredje kvartal i år. I tillegg til dette kan Aqualine og Steinsvik sin joint venture 1. september i år nemnast. Dette peikar også på at ein bør vektlegge dei siste åra meir enn tidlegare år. Tabell 5.6 viser korleis vi har vald å vekte dei ulike åra over analyseperioden.

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	
Tidsvekt		0,35	0,25	0,15	0,10	0,10	0,05

Tabell 5.6: Tidsvekting

Kapittel 6: Risikoanalyse

Risikoanalysen vil for det første sjå på AKVA Group og den øvrige bransjen sin likviditetssituasjon og korleis denne har utvikla seg over tid (likviditetsanalyse). For det andre vil soliditeten i selskapet og bransjen undersøkjast (soliditetsanalyse). I stor grad vil desse analysane byggast på forholdstalsanalyse. Forholdstal i seg sjølv gir avgrensa informasjon, og det vil som regel vere nødvendig å samanlikne tala mot ein målestokk for å finne ut kor sterke eller svake resultata er. Dette behovet vil drøftast undervegs i analysen, og ofte ender ein opp med at bransjesnittet er den beste målestokken. Det er likevel verdt å merke seg at forholdstala som blir rekna ut, i slutten av dette kapittelet dannar grunnlaget for ein syntetisk kredittrating. I denne ratingen vil ein ta utgangspunkt i absoluttstørrelsen til forholdstala og måle desse mot ein objektiv målestokk utarbeidd av Standard & Poor's.

6.1. Likviditetsanalyse

Likviditetsrisiko er risikoen for at verksemda ikkje klarar å betale sine forplikingar etter kvart som dei forfell (Knivsflå, 2019I s. 36). Likviditetsanalysar gir eit bilete av likviditetsrisikoen ved å sjå på selskapet si betalingsevne i forhold til dei krava ein har mot seg. Eit selskap med mykje likvide midlar samanlikna med krava vil ha ein låg likviditetsrisiko. Motsett vil selskap med høge betalingskrav og lite likvide midlar ha ein høg likviditetsrisiko.

Den vidare likviditetsanalysen vil særleg ta føre seg to forhold. For det første vil analysen sjå på gjeldsdekninga i balansen ved å sjå på selskapet si evne til å dekke kortsiktig gjeld. Konkret vil dette gjerast ved å sjå på to forholdstal; 1) omløpsmiddel i forhold til kortsiktig gjeld (likviditetsgrad 1), og finansielle omløpsmiddel i forhold til kortsiktig gjeld (likviditetsgrad 2). For det andre vil analysen ta føre seg gjeldsdekninga gjennom resultatet (rentedekningsgrad).

6.1.1. Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmiddel og kortsiktig gjeld, som vist i formel 6.1.1. Altså viser dette forholdstalet selskapet si evne til å dekke si kortsiktige gjeld gjennom relativt likvide egedelar. Med kortsiktig gjeld etter IFRS meinast gjeld som forfell innan eitt år. Ein høg likviditetsgrad 1 vil indikere god evne til å dekke kortsiktig gjeld med høglikvide egedelar, medan eit lågt tal relativt sett vil indikere ei dårlegare evne til å betene kortsiktig gjeld.

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

Formel 6.1.1: Likviditetsgrad 1

Kor ein set grensa for eit akseptabelt nivå på dette forholdstalet er i høgste grad diskutabelt, men ofte blir ein verdi rundt 2 sett på som akseptabelt. Kor vidt dette er ein god målestokk vil avhenge av kor likvide omløpsmidla er og kor mykje forholdstalet varierer gjennom året mellom balansetidspunkta. Desse forholda vil variere mykje frå bransje til bransje, og bransjegjennomsnittet er derfor å rekne som den beste målestokken for likviditetsgrad 1 (Knivsflå 2019I, s. 41). Likviditetsgrad 1 for AKVA Group vil derfor bli samanlikna mot bransjesnittet. Dei fleste selskapa i bransjen har ein stabil og moden økonomi, og vi anser derfor dette som eit forsvarleg samanlikningsgrunnlag.

Tabell 6.1.1 viser likviditetsgrad 1 for AKVA Group og bransjen i analyseperioda, medan diagram 6.1.1 viser utviklinga grafisk.

LIKVIDITETSGRAD 1	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
AKVA Group	1,49	1,14	1,26	1,36	1,42	1,43	1,35
Bransje	1,17	1,17	1,13	1,16	1,25	1,33	1,18

Tabell 6.1.1: Likviditetsgrad 1

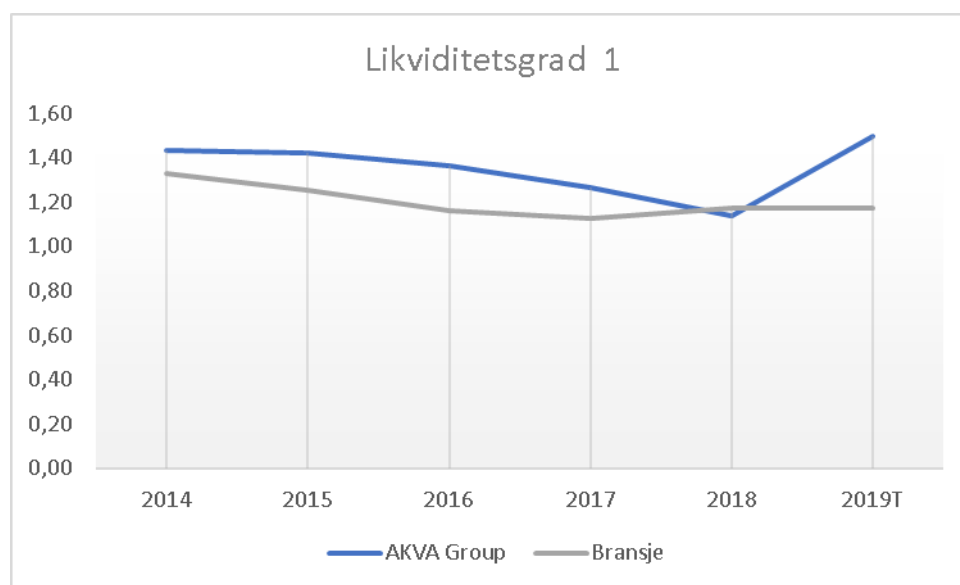


Diagram 6.1.1: Likviditetsgrad 1

Berekninga av likviditetsgrad 1 viser at AKVA Group jamt over har hatt ein noko betre likviditet enn bransjen i perioda 2014—2019T. Vidare ser vi at AKVA Group i likskap med bransjen hadde ei fallande utvikling fram til 2017/2018. Traila tal for 2019 viser foreløpig at likviditetsgrad 1 er i ferd med å ta seg opp for AKVA Group. Etersom trailinga baserer seg på tre av fire kvartal kan ein feste lit til at denne utviklinga er reell, og at AKVA Group ved utgangen av 2019 vil ha ein likviditetsgrad 1 som ligg over det ein har sett dei seinaste åra. Ein

må derimot merke seg uvissa knytt til bransjen sine tal frå 2019T. Desse selskapa har ikkje rapportert rekneskapsinformasjon for 2019, slik at trailinga baserer seg på tal frå seinast 31.12.2018. Dette betyr at den relative samanlikninga i 2019 er uviss.

6.1.2. Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er eit “strengare” mål på verksemda si betalingsevne, ettersom ein her ser på evna til å betene den kortsiktige gjelda utelukkande med høglkvide omlaupsmiddel. Vanlegvis vil ein rekne ut likviditetsgrad 2 ved å trekke varelageret ut frå omlaupsmidla. For AKVA Group og den øvrige bransjen ser vi dette som lite relevant. Varelageret knyt seg i stor grad til kontraktsfesta leveransar, og på den måten er det liten risiko for at varelageret ikkje blir seld. Det er likevel interessant å undersøke selskapet si evne til å betene kortsiktig gjeld med høglkvide omlaupsmiddel. Knivsflå presenterer ei utradisjonell form for likviditetsgrad 2, som nettopp ser på forholdet mellom finansielle omlaupsmiddel og den kortsiktige gjelda (Knivsflå, 2019I, s. 40). Utrekninga av dette forholdstalet er som vist i formel 6.1.2. Tabell 6.1.2 viser resultatet av utrekninga gjort ved balansetidspunktet 31.12 for kvar år i analyseperioda, medan diagram 6.1.2. viser grafisk korleis utviklinga har vore over tid.

Tommelfingerregelen for eit akseptabelt nivå på likviditetsgrad 2 er 1 (Damodaran, 2012), men også her vil bransjesnittet vere den beste målestokken.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omlaupsmiddel}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 6.1.2: Likviditetsgrad 2

LIKVIDITETSGRAD 2	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
AKVA Group	0,1854	0,1220	0,1815	0,3508	0,2528	0,1407	0,19
Bransje	0,0700	0,0700	0,1335	0,1674	0,1116	0,0471	0,09

Tabell 6.1.2: Likviditetsgrad 2

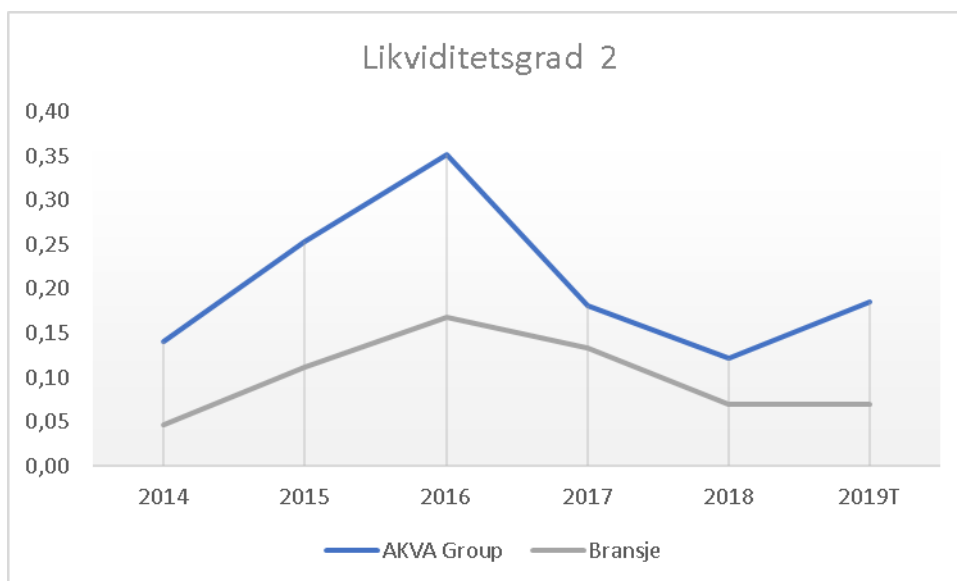


Diagram 6.1.2: Likviditetsgrad 2

I likskap med likviditetsgrad 1 viser likviditetsgrad 2 ein betre likviditetssituasjon i AKVA Group enn i bransjen elles. Trenden over analyseperioda er ujamn, men viser 2016 som ein topp, kor ein dei seinare åra har opplevd ein svekka evne til å dekkje kortsiktig gjeld med finansielle omløpsmiddel. Mesteparten av dei finansielle omløpsmidla både for AKVA Group og bransjen elles er kontantar, og denne forma for likviditetsgrad 2 er derfor nærme det ein kan omtale som kontantgrad.

Felles for selskapa i denne bransjen er at ein i stor grad sel produkta sine gjennom omfattande og langsiktige kontraktar. Resultatet av dette er at kontantbeholdninga av naturlege årsaker vil variere gjennom året. Dette vil bety at behaldninga på balansedagen ikkje alltid vil reflektere den reelle kontantsituasjonen gjennom året. For det første betyr dette at trenden vist i diagram 6.1.2 er uviss, og for det andre er det ein risiko for at dei absolutte nivåa på likviditetsgrada ikkje gir treffsikker informasjon.

6.1.3. Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad er eit nøkkeltal som blir nytta til å måle selskapet si evne til å dekkje rentekostnadane gjennom nettoresultatet frå sysselsett kapital (Damodaran, 2012, s. 50). Ei høg rentedeckningsgrad indikerer altså at selskapet har god evne til å dekkje rentekostnadane gjennom sitt nettoresultat.

Formel 6.1.3 vil bli brukt til å rekne ut forholdstalet for AKVA Group og den øvrige bransjen. Også her vil ein tabell oppsummera berekninga (tabell 6.1.3), medan diagram 6.1.3 viser utviklinga over analyseperioda grafisk.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekt}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Formel 6.1.3: Rentedeckningsgrad

RENTEDEKNINGSGRAD	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
AKVA Group	11,51	6,80	11,17	7,24	11,80	9,94	9,80
Bransje	3,02	2,80	3,99	18,28	8,21	14,91	5,75

Tabell 6.1.3: Rentedeckningsgrad

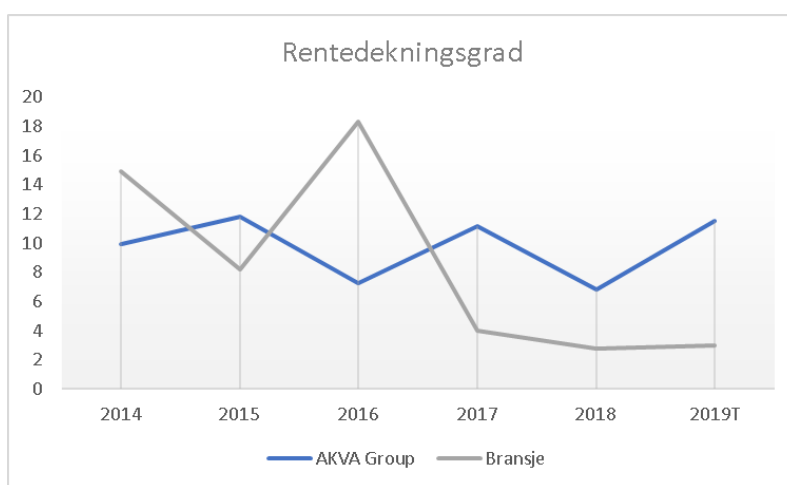


Diagram 6.1.3: Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgrada har vist ein ujamn trend for både AKVA Group og bransjen elles. Det tidsvekta gjennomsnittet viser at AKVA Group kjem klart betre ut samanlikna mot bransjen i denne perioda. Dette skuldast først og fremst at 2019T blir tungt vektlagd, kor AKVA Group hadde ei svært høg rentedeckningsrad. Også her må ein legge merke til at 2019T er eit relativt sikkert estimat for AKVA Group sitt nivå, medan estimatet er meir usikkert for bransjen.

6.2. Soliditetsanalyse

6.2.1. Eigenkapitalprosent

Nøkkeltalet syner kor stor del av egedelane som er finansiert med eigenkapital. Eigenkapitalen er ein buffer mot uventa tap. Mykje eigenkapital sett i forhold til totalkapital kan indikere at kreditor er mindre eksponert for eventuelle tap. Det er derfor fordelaktig at andelen er høg slik at selskapet kan oppnå betre lånebetingelsar grunna lågare kredittrisiko. Likevel må dette talet vurderast varsamt, då det er innhaldet på egedelssida som uttrykker kva verdiar som ligger bak eigenkapitalen. Inneheld denne berre kontantar, er eigenkapitalen svært sikker. Motsatt vil goodwill og utsett skattefordel vere luftige postar og ein høg eigenkapitalandel vil ikkje nødvendigvis vere nokon god indikasjon. For å avgjere om eigenkapitalandelen er god eller dårleg må ein samanlikne med dei andre selskapa i bransjen. Eit syn er at selskapet har eigenkapital som kan stå i mot framtidige forventa tap gitt deira risikoprofil (Petersen, Plenborg & Kinserdal, 2017, s.220).

$$\text{Eigenkapitalprosent} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Formel 6.2.1: Eigenkapitalprosent

Det sentrale er at eigenkapitalen evnar å stå mot tap. Dårleg lønsemd vil tære på eigenkapitalen slik at soliditeten vert redusert (Knivsflå, 2019I, s.66). Dette kan illustrerast ved hjelp av følgande samanheng:

$$\text{Eigenkapital}_t \downarrow = \text{Eigenkapital}_{t-1} + \text{fullstendig nettoresultat}_t \downarrow - \text{netto betalt utbytte}_t$$

Ei oversikt over AKVA Group og bransjen sin eigenkapitalandel føl under i tabell 6.2.1.

EIGENKAPITALANDEL	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
AKVA Group	0,3804	0,3931	0,3010	0,3161	0,3956	0,4307	0,37
Bransje	0,2406	0,2406	0,1808	0,2231	0,3813	0,3724	0,25

Tabell 6.2.1: Eigenkapitalandel

Som vi ser kjem AKVA Group betre ut i samlege år. Med unntak av i 2015, kor det berre skil ein prosent, ligg AKVA Group betydeleg høgare. Det tidsvekta snittet viser at AKVA Group har andel på 37% medan bransjen har 25%. Desse tala gjev indikasjonar på god soliditet. Samstundes ser ein store forskjellar mellom åra, der AKVA Group har variert frå 43 % til 30 %, medan bransjen har på det meste over halvert sin andel frå 38% til 18%. Dette er trekk som igjen viser til ein noko syklisk bransje som er påverka av variasjonar i oppdrettsnæringa. Ein solid buffer i nedgangstider er derfor avgjerande. Utviklinga er også framstilt grafisk i diagram

6.2.1. Vi ser at etter høge andelar i starten av perioden, etterfølgt av ein betydeleg nedgang, har selskapa no teke seg opp igjen og stabilisert seg rundt snittet for perioden.

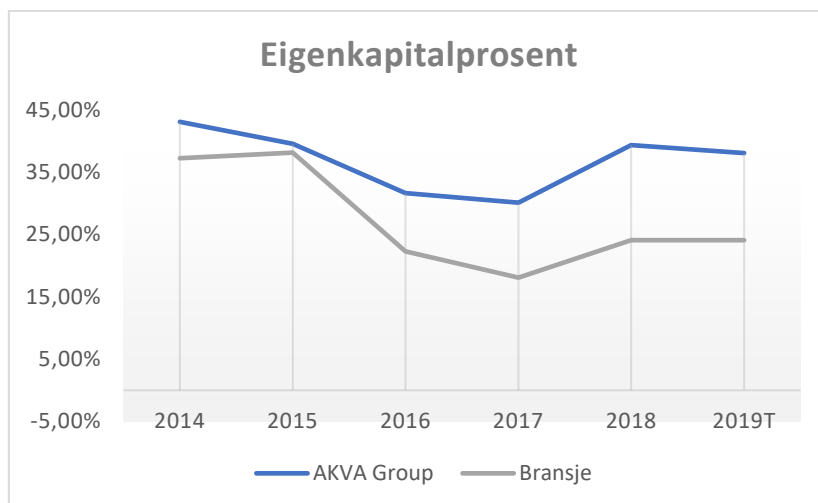


Diagram 6.2.1: Eigenkapitalprosent

6.2.2. Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er ein komponent i eigenkapitalrentabiliteten, og er eit mål på den underliggande kjernelønsemda. Vi får fram avkastinga på netto driftseigedelar. Dersom denne er mindre enn null fortel det oss at drifta tæra på eigenkapitalen, noko som heilt klart er eit dårleg teikn. Forholdstalet blir berekna ved å ta selskapet sitt normaliserte netto driftsresultat (NDR) dividert på gjennomsnittleg netto driftseigedelar (NDE) i perioden (Knivsflå, 2019I, s.67).

$$\text{ndr}_t = \frac{\text{NDR}_t}{\text{NDE}_{t-1} + \Delta\text{NDE}_t/2}$$

Formel 6.2.2: Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
AKVA Group	0,0822	0,0659	0,1363	0,0825	0,1205	0,1083	0,091
Bransje	0,0689	0,0729	0,1105	0,2536	0,1701	0,2033	0,111

Tabell 6.2.2: Netto driftsrentabilitet

Tabell 6.2.2 syner netto driftsrentabilitet for AKVA Group og bransjen over analyseperioden. Vi merkar oss at det tidsvekta snittet er lågare for AKVA Group enn for bransjen med hhv. 9,1 % mot 11,1 %. Bransjen ligg klart høgare dei tre første åra, der ein har over dobbelt så høg rentabilitet for bransjen i to av åra. Steinsvik er det selskapet som bidreg mest til høg rentabilitet

desse åra især som følge av høgt netto driftsresultat. Noko av forklaringa kan ligge i oppkjøp av konkurrentane TelCage og Ocea, samt vidare ekspansering og utvidingar. Dette bidreg til å skape vekst i omsetjing, medan resultateffekten er meir uklar avhengig av desse selskapa sin rentabilitet. Dei tre siste åra har derimot AKVA Group utjamna forspranget, og ligg jamt litt over bransjen i treårsperioden. For bransjen sin del er det rimeleg med ein reduksjon i rentabilitet når ein ser på dei gode tala som har vore. AKVA Group har på si side vore meir stabile noko som vitnar soliditet på lengre sikt. Netto driftsrentabilitet vil vi kome nærare innpå i kapittel 8, der vi ser på kjeldene til lønsemd.

Utviklinga er illustrert i diagram 6.2.2.

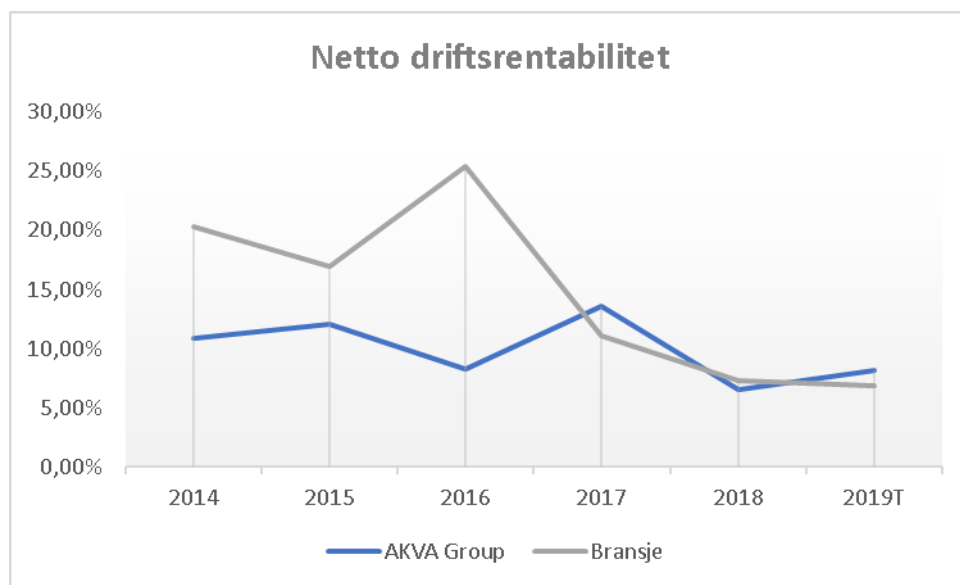


Diagram 6.2.2: Netto driftsrentabilitet

6.2.3. Kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse

Kapitalstruktur gjev eit bilete av korleis eit selskap sine egedelar er finansiert på eit gitt tidspunkt. Ved hjelp av ei finansieringsmatrise kan ein strukturere finansieringskjeldene og egedelane etter ønska formål. I vår oppstilling er egedelane rangert vertikalt etter kor likvide dei er. Øvst finn vi anleggsmiddel som er mindre likvide enn omlaupsmiddel. Vidare er driftsrelaterte egedelar mindre likvide enn finansielle egedelar. Kapitalane er rangert horisontalt etter kor langsiktige dei er. Eigenkapitalen er den sikraste finansieringskjelda og står dermed lengst til venstre. Derfor er det ønskeleg at kurva i matrisa går raskast mogleg ned, fordi dette uttrykker at egedelane er finansiert med mindre risikabel kapital og at finansieringa dermed er meir solid. Eksempelvis vil kurva gå loddrett ned dersom alle egedelane er finansiert med eigenkapital. I tabell 6.2.3 (1) og 6.3.2 (2) vil AKVA Group sin kapitalstruktur bli vurdert

– både etter absolutte tal og andelar. Det tilsvarende blir også gjort for gjennomsnittet i bransjen (tabell 6.2.3 (3) og tabell 6.2.3 (4))

Kapitalstruktur AKVA	EK	MIN	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1 091 852	4 174	118 811	387 044			1 601 881
FAM				5 116			5 116
DOM				421 309	694 631		1 115 940
FOM					4 021	154 041	158 062
TK	1 091 852	4 174	118 811	813 469	698 652	154 041	2 880 999

Tabell 6.2.3 (1): Kapitalstruktur AKVA Group, absolutte tal

Kapitalstruktur AKVA	EK	MIN	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	0,3790	0,0014	0,0412	0,1343			0,5560
FAM				0,0018			0,0018
DOM				0,1462	0,2411		0,3873
FOM					0,0014	0,0535	0,0549
TK	0,3790	0,0014	0,0412	0,2824	0,2425	0,0535	1,0000

Tabell 6.2.3 (2): Kapitalstruktur AKVA Group, andelar

Av tabellane ser vi at all egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld blir bunde opp til finansiering av driftsrelaterte anleggsmiddel. I tillegg må ein nytte nesten halvparten av den langsiktige finansielle gjelda for å fullfinansiere det resterande. Dei finansielle anleggsmidla, som er ein beskjeden post, blir i si heilheit dekkja inn av langsiktig finansiell gjeld. Det resterande av den langsiktige finansielle gjelda blir brukt på å finansiere delar av driftsrelaterte omlaupsmiddel. Kortsiktig driftsrelatert gjeld blir nesten i si heilheit nytta til å finansiere det som står att av driftsrelaterte anleggsmiddel. Til slutt har vi finansielle omlaupsmiddel som får noko av finansieringa frå kortsiktig driftsrelatert gjeld, men nesten alt kjem frå kortsiktig finansiell gjeld.

Kapitalstruktur	EK	MIN	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	238 648	-	-	93 639			332 287
FAM				777			777
DOM				96 800	466 664	55 890	619 354
FOM						39 360	39 360
TK	238 648	-	-	191 216	466 664	95 250	991 778

Tabell 6.2.3 (3): Kapitalstruktur den øvrige bransjen, absolutte tal

Kapitalstruktur	EK	MIN	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	0,241	0,000	0,000	0,094			0,335
FAM				0,001			0,001
DOM				0,098	0,471	0,056	0,624
FOM						0,040	0,040
TK	0,241	0,000	0,000	0,193	0,471	0,096	1,000

Tabell 6.2.3 (4): Kapitalstruktur den øvrige bransjen, andelar

Samanliknar vi mot bransjen ser vi at AKVA Group finansiera 37.9 % av driftsrelaterte anleggsmiddel med eigenkapital, medan bransjen berre oppnår 24.1 % eigenkapitalfinansiering. Samstundes utgjer driftsrelaterte anleggsmiddel ein betydeleg større andel av totale egedelar for AKVA Group – 55.6 % mot 33.5 %. Begge må ta i bruk langsiktig finansiell gjeld for å finansiere det resterande av driftsrelaterte anleggsmiddel med hhv. 13.43 % mot 9.4 %. Elles merkar ein seg at bransjen innehar mykje meir driftsrelaterte omlaufsmiddel, og at ein her må ta i bruk ikkje berre kortsiktig driftsrelatert gjeld, men også kortsiktig finansiell gjeld. Det å finansiere laupande drift med kortsiktig gjeld er meir risikofylt. Samla har AKVA Group 70.4 % langsiktig finansiering, medan bransjen berre har 43.4%. AKVA Group framstår derfor meir solid ein bransjen når det kjem til finansieringsstruktur.

6.3. Syntetisk rating

Samla dannar likviditets- og soliditetsanalysen grunnlag for å gjere seg opp ei meining om kredittverdigheita i AKVA Group og den øvrige bransjen. Ei kredittvurdering oppsummerast gjerne ved å gi selskapet, og i dette tilfellet også bransjen, ei syntetisk kredittrating. Ratingsystemet vi vel å bruke er utarbeida av Standard & Poors, og er gjengitt i rammeverket til Knivsflå (Knivsflå 2019I, s. 80). Dette rammeverket gir ei rating på ein skala kor AAA er best og D er dårlegast, og baserer seg på fire forholdstal: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

Den endelege ratinga er meint å gi eit bilete av det samla risikobiletet, og dei ulike ratingnivåa kan samanhaldast med eit sannsyn for at selskapet går konkurs innan eitt år. Typisk vil ei rating lik AAA bety at selskapet umogeleg kan gå konkurs det neste året, medan ei rating lik D indikerer eit sannsyn for konkurs innan eitt år på over 80 %. Tabell 6.3 (1) viser korleis ratingnivået er avhengig av nivåa på dei nemnde forholdstala.

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

Tabell 6.3 (1): Syntetisk rating grenseverdier

Basert på forholdstalsanalysen og ratingstrukturen i tabell 6.3 (1) kan vi no sette ein syntetisk kredittrating på AKVA Group og den øvrige bransjen. Tabell 6.3 (2) tar for seg dei ulike forholdstala og set ein rating på desse for kvart år i perioda 2014—2019T. Den samla ratinga i botn av tabellen er eit gjennomsnitt av ratinga til dei ulike forholdstala for det aktuelle året. Dersom den gjennomsnittlege ratinga ligg midt mellom to nivå er det i hovudsak avrunda nedover for å sikre eit konservativt estimat. Unntaket er i tilfelle kor fleire av forholdstala ligg tett opp mot ei øvre nivågrense – kor det i større grad vil bli gjort ei totalvurdering av kva som er det riktige rating-nivået.

OPPSUMMERING RATING	2019T		2018		2017		2016		2015		2014		Tidsvekta gjennomsnitt	
	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating
Likviditetsgrad 1														
AKVA Group	1,49	BBB	1,14	BB	1,26	BB	1,36	BB	1,42	BB	1,43	BB	1,35	BB
Bransjen	1,17	BB	1,17	BB	1,13	BB	1,16	BB	1,25	BB	1,33	BB	1,18	BB
Rentedekningsgrad														
AKVA Group	11,51	AA	6,80	AA	11,17	AA	7,24	AA	11,80	AAA	9,94	AA	9,80	AA
Bransjen	3,02	A	2,80	A	3,99	A	18,28	AAA	8,21	AA	14,91	AAA	5,75	AA
Eigenkapitalprosent														
AKVA Group	0,3804	BBB	0,3931	BBB	0,3010	BB	0,3161	BB	0,3956	BBB	0,4307	BBB	0,3693	BB
Bransjen	0,2406	B	0,2406	B	0,1808	B	0,2231	B	0,3813	BBB	0,3724	BB	0,2505	B
Netto driftsrentabilitet														
AKVA Group	0,0822	BBB	0,0659	BB	0,1363	A	0,0825	BBB	0,1205	BBB	0,1083	BBB	0,0914	BBB
Bransjen	0,0689	BB	0,0729	BB	0,1105	BBB	0,2536	AA	0,1701	A	0,2033	A	0,1114	BBB
Samla rating														
AKVA Group		A		BBB		BBB		BBB		A		BBB		BBB
Bransjen		BB		BB		BB		BBB		BBB		A		BBB

Tabell 6.3 (2): Syntetisk rating AKVA Group

Vi ser at AKVA Group har ein samla tidsvekta kredittrating tilsvarande BBB. Dette svarar ifølgje Standard & Poor's til eit sannsyn på 0,26 % for at selskapet går konkurs innan eitt år (Knivsflå 2019I, s. 76). Samstundes ser vi at bransjen oppnår ein tilsvarande rating på BBB, med tilhøyrande konkursrisiko lik 0,26 %. Ettersom bransjen er ei samanfatning av tre ulike selskap gir ikkje dette sannsynsanslaget særleg konkret informasjon. Samla sett har om lag 50 % av børsnoterte selskap ein rating på enten A eller BBB (Knivsflå 2019I, s. 74), slik at ratinga vi her ser for AKVA Group og bransjen elles er svært normal.

Vidare er det verdt å merke seg at AKVA Group særleg dei siste 2-3 åra har utvikla ein betre kredittrating enn bransjen, etter ein meir ujamn trend tidleg i analyseperioda. Det er særleg to forhold som bidreg til denne utviklinga. For det første viser analysen at AKVA Group likviditetsmessig jamt over gjer det litt betre enn bransjen. For det andre har AKVA Group dei seinare åra oppnådd ein betre netto driftsrentabilitet samanlikna mot bransjen. Samla sett utgjer desse to forholda mykje av årsaka til at AKVA Group skil seg positivt ut.

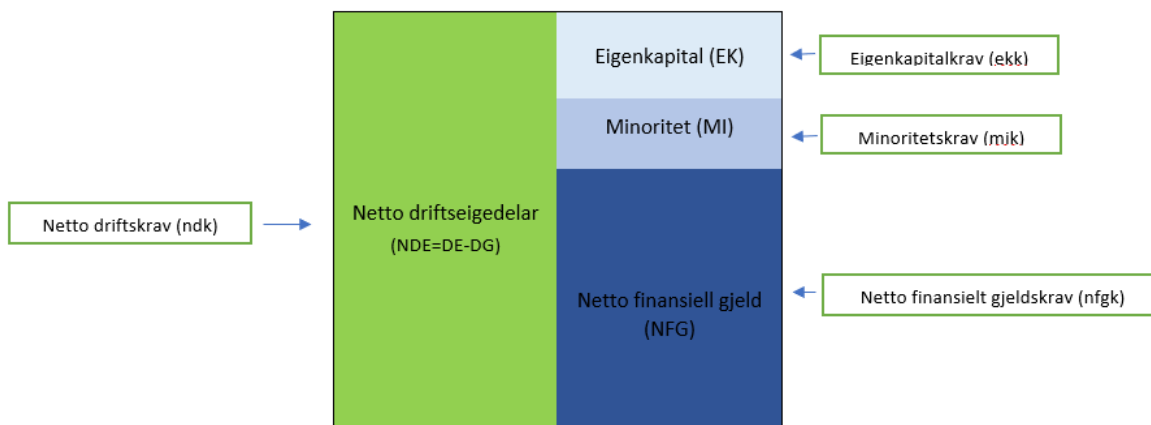
Kapittel 7: Historiske avkastningskrav

Investorane krev ei avkastning på den kapitalen dei har skote inn i selskapet. Dette kravet skal kompensere for tidsverdi, inflasjon og risiko. Derfor kan ein sjå på avkastningskravet som ein alternativkostnad, fordi det uttrykker kva ein investor kunne tent på ei tilsvarande avkastning med same risiko (Gjesdal & Johnsen, 1999). Selskapet vel kva for finansieringskjelder dei ynskjer å nytte seg av, og desse har ulik grad av risiko ved seg. Følgjeleg vil den forventa avkastninga variere blant desse.

I kapittel 6 føretok vi ei omgruppering og justering av rekneskapsoppstillingane. I balansen enda vi opp med netto driftseigedelar med mål om å få fram lønsemda til drifta. Netto driftskapital utgjorde då eigenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Kravet til netto driftskapital (WACC) finn ein gjennom å vekte desse balansepostane. Utover i kapitlet skal derfor dei respektive avkastningskrava på finansieringssida bereknast. For å sikre konsistens mellom avkastningskrav og rentabilitetstal, vil krava vere basert på gjennomsnittleg kapital. Til slutt får vi denne samanhengen:

$$\text{ndk} = \text{ek} \times \left(\frac{\text{EK}}{\text{NDK}}\right) + \text{mik} \times \left(\frac{\text{MI}}{\text{NDK}}\right) + \text{nfgk} \times \left(\frac{\text{NFG}}{\text{NDK}}\right)$$

Illustrasjon av samanhengen:



I ei verdivurdering nyttar ein avkastningskravet til to føremål (Knivsflå, 2019J, s. 5). For det første kjem den inn som målestokk for rentabilitet. Dersom eigenkapitalrentabiliteten er høgare enn eigenkapitalkravet er selskapet lønsamt. I dette kapitlet blir det rekna ut eit historisk avkastningskrav som i det påfølgjande kapitlet blir brukt til å analysere lønsemda. Samanlikninga over analyseperioden, mellom rentabilitet og avkastningskrav, skal få fram kor

lønsam AKVA Group er for eigarane. For det andre nyttar ein avkastningskravet som diskonteringsrente for verdi. Dette kjem vi tilbake til i kapittel 10.

7.1. Teori for avkastningskrav

Det finst fleire modellar for estimering av eigenkapitalkravet. Vi vil nytte oss av den velkjende kapitalverdimodellen CAPM (Capital Asset Pricing Model). Det er naturleg å innleie med risikosynet som modellen byggjer på. Ein investor er eksponert for to former for risiko ved investering i ein aksje; systematisk- og usystematisk risiko. Generell marknadsrisiko og bedriftsspesifikk risiko kan også brukast om desse omgrepa (Kaldestad & Møller, 2016, s.155). Førstnemnde omhandlar faktorar som påverkar alle selskapa. Eksempel som blir brukt om dette er rentenivå, arbeidsledigheit og konjunkturutvikling. Ein kan ikkje kvitte seg med denne risikoen, fordi alle selskapa påverkast i same retning på dei underliggjande drivarane. Derimot vil den usystematiske risikoen forbindast med faktorar som påverkar det einskilde selskapet. I motsetnad til den systematiske risikoen, er denne risikoen mogleg å diversifisere seg vekk i frå. Dette kan oppnåast gjennom å investere i mange ulike selskap og bransjar.

Ein føresetnad som kapitalverdimodellen bygger på er derfor at investorane er rasjonelle og veldiversifiserte slik at ein berre står igjen med systematisk risiko som relevant risiko. Kapitalmarknaden er då perfekt. I marknadsliekevekt blir ein berre kompensert for å bere den systematiske risikoen.

Avkastningskravet kan formulerast generelt gjennom faktormodellen. Kapitalverdimodellen blir sett på som eit spesialtilfelle av denne:

$$k = r_f + \beta(r_F - r_f)$$

k = avkastningskrav, r_f = risikofri rente, β = relativ sensitivitet overfor risikofaktoren, $(r_F - r_f)$ = faktorrisikopremie

Faktorrisikopremien er premien til ei investering med sensitivitet lik 1 (Knivsflå, 2019J, s.13). Det er ikkje berre generell marknadsrisiko som inngår i den systematiske risikoen – også marknadssvikt og illikviditet kan vere systematisk.

Ein utvida kapitalverdimodell som vil nyttast vidare er formulert slik:

$$ekk = r_f \times (1 - s) + \beta_{EK} \times (r_m - r_f) \times (1 - s) + ilp_{EK}$$

ekk = eigenkapitalkrav r_f = risikofri rente, β_{EK} = eigenkapitalbeta, s = effektiv selskapsskattesats

$(r_m - r_f)$ = marknadsrisikopremie (der r_m er etter selskapsskatt), ilp = illikviditetspremie

Vi ser at det er tilført eit skatteledd, samt ei ledd med illikviditetspremie. Skatt er inkludert for å få konsistens mellom rentabilitet og krav. Illikviditetspremien er med som følge av at kapitalmarknaden er imperfekt. Knivsflå peikar på forhold som storleik, bok/pris, illikviditet og momentum som kan inkluderast i dette leddet (Knivsflå, 2019J, s.18).

Komponentane i kapitalverdimodellen – risikofri rente, marknadsrisikopremie og eigenkapitalbeta – blir gjennomgått i dei påfølgande avsnitta.

7.2. Eigenkapitalkrav

7.2.1. Risikofri rente

Risikofri rente er eit teoretisk omgrep som viser til ein situasjon kor forventta avkastning med sikkerheit vil vere lik faktisk avkastning (Damodaran, 2012, s.154). Damodaran oppstiller to vilkår som må vere oppfylt for at ein slik situasjon skal vere mogleg. For det første kan det ikkje vere systematisk risiko involvert, slik at eksempelvis investeringar i privateigde bedrifter er utelukka. For det andre kan det ikkje føreligge risiko knytt til reinvestering.

Det er ikkje mogleg å kome fram til ei risikofri rente som tilfredsstillar den teoretiske definisjonen, men det finst ei rekkje alternativ som kan gi oss ei tilnærma risikofri rente. Kva metode som eignar seg best kan diskuteras, og vil i stor grad avhenge av tidshorisonten på investeringa. Felles for dei ulike tilnærmingane er at dei tek utgangspunkt i investeringar med svært låg konkurs- og misleghaldsrisiko – typisk knytt til banksektoren eller statlege garantiar.

Eit estimat på risikofri rente kan vere bankane si interne lånerente (Nibor), justert for kredittrisikoen i banksektoren (Knivsflå, 2019J, s. 36). På langsiktige prosjekt eller verdivurderingar er derimot statsobligasjonar sett på som best egna (Damodaran, 2012, s. 155). Undersøkingar gjort av PwC viser også at denne tilnærminga er føretrekt i norsk næringsliv, kor 10-årig statsobligasjon er sett på som det beste estimatet på risikofri rente (PWC, 2018, s.7). Den største forskjellen mellom å bruke lange statsobligasjonar og Nibor er at statsobligasjonane gir ei meir stabil rente over analyseperioda. Dagens Nibor-nivå er historisk sett på eit svært lågt nivå, og det er liten tvil om at denne er på veg oppover, etter å ha stige kraftig frå botnen i desember 2017. Stabiliteten i statsobligasjonsrenta og den usikre framtidige utviklinga til Nibor gjer at vi vel å bruke 10-årig statsobligasjonsrente som grunnlag for den risikofrie renta vidare.

Tabell 7.2.1 viser berekninga av risikofri rente med grunnlag i 10-årig statsobligasjonsrente. Obligasjonsrenta blir justert for kredittrisikoen knytt til den norske stat, som har ei kredittrating tilsvarande AAA og dermed ein risikopremie lik 0,6 % (Knivsflå, 2019J, s. 36). Det er valgt å trekke ut ein kredittrisikopremie konsistent med Standard & Poors sitt ratingsystem på tross av at fleire andre ratingbyrå opererer utan risikopremie på den norske stat. Normalt vil velstående vestlege statar ha ein risikopremie mellom 0—1,5 % hos dei fleste ratingbyrå. Til slutt blir skatt trekt ut, slik at vi ender opp med ei risikofri rente etter skatt. Den endelege risikofrie renta er vurdert til å vere rimeleg til tross for at kredittrisikopremien er diskutabel.

Risikofri rente	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
10-årig obligasjonsrente	0,0153	0,0188	0,0164	0,0133	0,0157	0,0252	0,0175
- Kredittrisikopremie	0,0060	0,0060	0,0060	0,0060	0,0060	0,0060	0,0060
= Risikofri rente før skatt	0,0093	0,0128	0,0104	0,0073	0,0097	0,0192	0,0115
- Skatt	0,0020	0,0029	0,0025	0,0018	0,0026	0,0052	0,0028
= Risikofri rente etter skatt	0,0073	0,0099	0,0079	0,0055	0,0071	0,0140	0,0086

Tabell 7.2.1: Risikofri rente etter skatt

7.2.2. Risikopremie

Marknadsrisikopremien er investoren sin kompensasjon for å bære risiko utover den risikofrie renta. Summen av risikofri rente og marknadsrisikopremien er derfor lik forventet avkastning (Damodaran, 2012, s. 159). Ettersom marknadsrisikopremien inngår som ein viktig komponent i kapitalverdimodellen er det nødvendig å estimere størrelsen.

Den vanlegaste metoden for å finne marknadsrisikopremien er analyse av historiske data (Damodaran, 2012, s. 161). Metoden går ut på at ein innhentar informasjon om historisk avkastning på marknadsindeksen, før ein justerer ned denne avkastninga med risikofri rente. Ein sit då igjen med den ekstra kompensasjonen investor har fått utover den risikofrie renta - altså marknadsrisikopremien.

Metoden basert på historiske data er svært utbreidd i praksis, men den endelege marknadsrisikopremien etter denne metoden vil variere betydeleg med korleis ein innhentar informasjon. For det første baserer metoden seg på ein historisk tidshorisont, slik at ein må velje ein passende analyseperiode. Ein for kort tidshorisont vil gjere utvalet mindre, slik at standardavviket til estimatet aukar (Damodaran, 2012, s. 162). På den andre sida vil ein for lang tidshorisont føre til overdriven vekt på gamle data som ikkje godt nok representerer dagens situasjon. For det andre vil estimatet variere med størrelsen på den risikofrie renta – som igjen avheng av korleis ein har estimert denne. I denne utgreinga er 10-årige statsobligasjonar nytta som grunnlag for estimatet på risikofri rente, men det er også vanleg å bruke kortare

obligasjonsrenter eller Nibor. Til slutt vil estimatet på marknadsrisikopremien vere ulikt om ein brukar aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt (Damodaran, 2012, s. 163).

Alternativet til den nemnde tilnærminga er å lage eit estimat på marknadsrisikopremien basert på dagens risikoprising, altså ved å finne den implisitte marknadsrisikopremien. I det vidare vil den historiske tilnærminga bli nytta. Grunngevinga for dette er at ein vanskeleg kan fastslå om dagens risikoprising er representativt for korleis denne vil utvikle seg framover i tid. Dette gjer seg ekstra gjeldande om ein tek omsyn til dagens noko urolege situasjon i verdsøkonomien.

Tabell 7.2.2 viser berekning av laupande risikopremie etter skatt for perioden 2014—2019T, kor 2018-tala er brukt som grunnlag for 2019T (Knivsflå, 2019J, s. 41). Berekninga baserer seg på historiske data, kor perioden 1995-2019 er vekta med 2/3, medan perioden 1958-2019 er vekta 1/3. Denne vektinga er gjort for at estimatet skal være oppdatert, samstundes som det har eit lågt standardavvik.

Marknadsrisikopremie	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Årleg risikopremie 1995-2019	0,0410	0,0410	0,0420	0,0420	0,0430	0,0420	0,0418
× Vekting	0,6667	0,6667	0,6667	0,6667	0,6667	0,6667	0,6667
+ Årleg risikopremie 1958-2019	0,0700	0,0710	0,0690	0,0690	0,0690	0,0690	0,0695
× Vekting	0,3333	0,3333	0,3333	0,3333	0,3333	0,3333	0,3333
= Løpande risikopremie	0,0507	0,0510	0,0510	0,0510	0,0517	0,0510	0,0511

Tabell 7.2.2: Laupande risikopremie. Kjelde: Knivsflå, Knivsflå, 2019J, s.41

7.2.3. Eigenkapitalbeta

Eigenkapitalbetaen viser forholdet mellom marknadsavkastninga og avkastninga til eigenkapitalen. Verdien er dermed eit mål på den systematiske risikoen ved å investere i selskapet sin eigenkapital (Knivsflå, 2019J, s. 16). Dersom avkastninga til eigenkapitalen korrelerer perfekt med marknadsavkastninga vil betaverdien vere lik 1, medan ein i tilfelle med perfekt motsyklisk avkastning vil ha betaverdi lik -1 .

Betaverdien til AKVA Group kan estimerast gjennom ein regresjon som måler samanhengen mellom avkastninga på aksjen og avkastninga til hovudindeksen på Oslo Børs. Dette forutset at hovudindeksen på Oslo Børs er eit godt mål på marknadsavkastninga. Ei utfordring i lys av dette er at Oslo Børs i stor grad er prega av store oljerelaterte selskap. Dette fører til ein skeivheit mot det som ville vore ein ideell indeks for å måle marknadsavkastninga. Det er likevel slik at oljeprisen i vår analyseperiode (2014—2019) har vore relativt stabil, og på den måten ikkje har vore ein like viktig drivar for indeksen si utvikling som den periodevis tidlegare

har vore. Samla ser vi derfor hovudindeksen på Oslo Børs som ein god målestokk på marknadsavkastninga i den aktuelle perioden.

Under følger resultatet av regresjonen i tabellformat (tabell 7.2.3 (1)) og gjennom eit grafisk plott (diagram 7.2.3). Historiske tal på avkastninga til AKVA Group og hovudindeksen er henta frå Oslo Børs sine databasar, og sjølve regresjonen er gjort i Excel.

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,1746
R-kvadrat	0,0305
Justert R-kvadrat	0,0297
Standardfeil	0,0197
Observasjoner	1252

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nedre 95%	Øvre 95%
Skjæringspunkt	0,0009	0,0006	1,6986	0,0896	-0,0001	0,0020
X-variabel	0,3472	0,0554	6,2690	0,0000	0,2385	0,4558

Tabell 7.2.3 (1): Regresjonsstatistikk

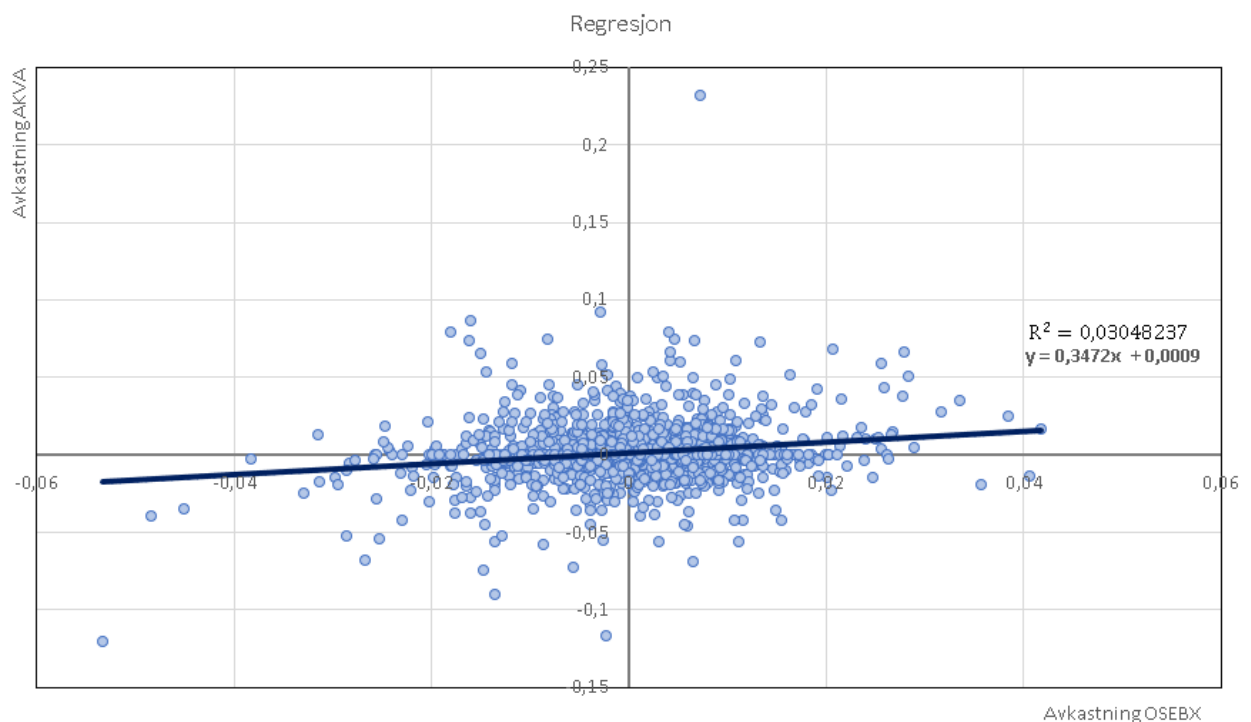


Diagram 7.2.3: Regresjon

Regresjonen gir oss eit betaestimert på 0,3472. Empiriske studie viser at betaverdien over tid vil gå mot 1, og estimatet bør derfor normaliserast gjennom å vekte estimatet mot det langsiktige estimatet på 1 (Damodaran, 2012, s. 187). Ein metode for slik normalisering er å

vekte betaverdien med 2/3 av estimatet frå regresjonen og 1/3 med 1. Dette er ein metode blant anna brukt av Bloomberg, samt at den er nytta i Knivsflå sitt rammeverk (Knivsflå, 2019J, s. 52). Justeringa av betaverdien gir oss følgjande resultat, med ein endeleg betaverdi på 0,5648:

Betaverdier	AKVA Group
Ujustert	0,347
Justert	0,565

Tabell 7.2.3 (2): Justert eigenkapitalbeta

7.2.4. Illikviditetspremie og småbedriftspremie

Ein aksje som er lite likvid vil påføre eigar transaksjonskostnader, samt kunne stenge inne eigar ved eksempelvis eit fall i marknaden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 282). Låg likviditet kan kome av at selskapet er lite av størrelse eller at det er generelt lite omsetjing av aksjar. Eit eksempel på sistnemnde er at store aksjepostar blir kontrollert av eigarar med eit langsiktig perspektiv på investeringane. Denne risikoen vil investor kompensereast for gjennom å krevje ei høgare avkastning på aksjen. Ein har ei lågare betalingsvilje. Kor stor denne premien skal vere vil avhenge av ei skjønsmessig vurdering. I dei mest likvide, børsnoterte selskapa kan ein kom seg inn og ut utan at det påverkar kursen. Her vil premien vere tilnærma 0%.

Selskapa på Oslo Børs blir inndelt i segment etter grad av aksjelikviditet (Oslo Børs, 2019). AKVA Group ligger i OB Match-segmentet. Dei som ligger her har minimum 10 handlar per dag i gjennomsnitt. Dei mest omsette aksjane ligg i OBX-utvalet og har normalt 25 handlar per dag. Dette viser at AKVA Group er likvid, men samstundes eit stykke unna dei mest likvide på Oslo Børs. Vidare har dei ein lite spreidd eigarstruktur der Egersund Group er den klart største aksjonæren med 62,1 %. Wheatshaf Investments Limited kjem deretter med 11,7 %, og nummer tre er Six Sis AG med 3%. Vi vel derfor å operere med ein likviditetspremie på 1% før tillegg av småselskapspremie. Mindre selskap er i snitt mindre likvide enn store selskap, og ein bør derfor fokusere på å unngå dobbeltteljing dersom ein skal ha premie for begge to (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171). Empiri har vist ein samanheng mellom størrelse på selskap og avkastning.

I ei undersøking utført av PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening i 2018 svara 79 % av respondentane at det bør nyttast eit påslag i avkastningskravet for små selskap (PwC, 2018). Terskelen for eit eventuelt påslag ligg på 5 mrd. i marknadsverdi. AKVA Group har ein marknadsverdi på 2.5 mrd. Dei ligg dermed i intervallet 5 mrd. til 2 mrd. som har ein medianverdi for premien på mellom 0% og 1%. Gjennomsnittsverdien er 1.3%. Vi vel 1% som

ein passende småselskapspremie for AKVA Group. Totalt ender vi opp med 2 % i illikviditetspremie, inkludert småselskapspremien.

For minoritetsinvestorane plar ein legge til ein ekstrapremie som følgje av at dei er meir innelåst. Desse eigarposisjonane er mindre attraktive enn dei meir innflytelsesrike postane. Vi vel derfor å bruke 3% som illikviditetspremie for minoritet.

7.2.5. Årleg eigenkapitalbeta

I kapittel 7.2.3 blei det ved hjelp av regresjon utarbeidd eit gjennomsnittleg betaestimat for AKVA Group. Vidare er det behov for å finne årlege betaverdiar. Ifølge Miller og Modigliani sitt første teorem er verdien av eit selskap uavhengig av kapitalstruktur. Dette betyr at netto driftsbeta er upåverka av finansiell risiko, og vi kan anta at denne ligg på same nivå gjennom analyseperioden. Formel 7.2.5 viser korleis eigenkapitalbetaen er berekna, medan tabell 7.2.5 viser utrekninga.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) \times nfgg$$

NDK = Netto driftskapital

NFG = Netto finansiell gjeld

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

Formel 7.2.5: Eigenkapitalbeta

Årleg justert eigenkapitalbeta	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Netto driftsbeta	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367
+ $\beta_{NDK} - \beta_{NFG}$	0,411	0,397	0,357	0,354	0,358	0,354	0,372
× Netto finansiell gjeldsgrad	0,690	0,744	0,853	0,553	0,318	0,247	0,567
= Årleg justert eigenkapitalbeta	0,650	0,662	0,671	0,562	0,480	0,454	0,580

Tabell 7.2.5: Årleg justert eigenkapitalbeta

7.2.6. Eigenkapitalkrav og minoritetskrav

Vi har no rekna ut alle komponentane som skal med i eigenkapital- og minoritetskravet. Det endelege resultatet er oppsummert i tabell 7.2.6 (1) og 7.2.6 (2) nedanfor.

Eigenkapitalkrav	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Risikofri rente etter skatt	0,0073	0,0099	0,0079	0,0055	0,0071	0,0140	0,0086
+ Justert eigenkapitalbeta	0,6500	0,6619	0,6710	0,5624	0,4804	0,4540	0,5799
× Marknadsrisikopremie	0,0507	0,0510	0,0510	0,0510	0,0517	0,0510	0,0511
+ Illikviditetspremie	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
= Eigenkapitalkrav etter skatt	0,0602	0,0637	0,0621	0,0542	0,0519	0,0572	0,0582

Tabell 7.2.6 (1): Eigenkapitalkrav

Med utgangspunkt i egenkapitalkravet kan vi finne minoritetskravet ved å legge til illikviditetspremien som blei drøfta i kapittel 7.2.4.

Minoritetskrav	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Eigenkapitalkrav	0,0602	0,0637	0,0621	0,0542	0,0519	0,0572	0,5648
+ Illikviditetspremie	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300	0,0300
= Minoritetskrav	0,0902	0,0937	0,0921	0,0842	0,0819	0,0872	0,5948

Tabell 7.2.6 (2): Minoritetskrav

7.3. Finansielle krav

Vi ønsker no å finne det netto finansielle gjeldskravet som inngår som ein komponent i berekninga av netto driftskravet. Då må vi først gå vegen gjennom å berekne finansielt gjeldskrav og finansielt egedelskrav. Differansen mellom desse vekta krava utgjer netto finansielt gjeldskrav. Denne samanhengen kan uttrykkast som i formel 7.3.

$$\text{nfgk} = \text{fgk} \times \frac{\text{FG}}{\text{NFG}} - \text{fek} \times \frac{\text{FE}}{\text{NFG}}$$

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

fgk = Finansielt gjeldskrav

FG = Finansiell gjeld

NFG = Netto finansiell gjeld

fek = Finansielt egedelskrav

FE = Finansielle egedelar

Formel 7.3: netto finansielt gjeldskrav

7.3.1. Finansielt gjeldskrav

Til forskjell frå aksjonærane har kreditor inga oppside, då dei berre har krav på tilbakebetaling av lånet med renter og avdrag. Dette er det beste scenarioet, og nedsida vil vere misleghald av lånet. Risikoen for kreditor kan ikkje diversifiserast vekk, og må karakteriserast som systematisk risiko (Knivsflå, 2019J). Den forventa avkastinga på lånet er derfor lågare enn renta som selskapet betalar. Det einaste tilfellet kor desse to er like er der det ikkje finst misleghaldsrisiko. Følgjeleg vil kreditor i nær samlege tilfelle krevje ein premie utover den risikofrie renta. Størrelsen vil avhenge av sannsynet for konkurs og tapsprosenten ved konkurs.

Det finansielle gjeldskravet er summen av risikofri rente pluss kredittrisikopremien. Begge er berekna etter skatt. For å finne premien nyttar vi oss av den syntetiske ratinga som vi kom fram til i kapittel 6. Standard & Poor`s rammeverk gjev oss oversikt over kredittrisikopremiane, som vist i tabell 7.3.1 (1).

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,010
BBB	0,010	0,014
BB	0,027	0,031
B	0,040	0,044
CCC	0,079	0,083
CC	0,145	0,149
C	0,210	0,214
D	0,276	0,280

Tabell 7.3.1 (1): Kredittrisikopremie Standard & Poor's

Brorparten av den finansielle gjelda til AKVA Group er langsiktig og vi finn det derfor rimeleg å bruke den langsiktige kredittrisikopremien.

Finansielt gjeldskrav	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Syntetisk rating AKVA Group	A	BBB	BBB	BBB	A	BBB	
Risikofri rente etter skatt	0,0073	0,0099	0,0079	0,0055	0,0071	0,0140	0,0086
+ Kredittrisikopremie	0,0100	0,0140	0,0140	0,0140	0,0100	0,0140	0,0127
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,0173	0,0239	0,0219	0,0195	0,0171	0,0280	0,0213

Tabell 7.3.1 (2): Finansielt gjeldskrav etter skatt

Vidare må gjeldsbetaen finnast ved hjelp av implisitt metode. Den skal seinare nyttast til å finne netto finansielt gjeldskrav. Finansiell gjeldsbeta er gitt ved formel 7.3.1 (Knivsflå, 2019J, s. 26):

$$\beta_{FG} = \frac{\text{mrd} \times \text{krp}}{\text{mrp}}$$

mrd = marknadsrisikodel krp = kredittrisikopremie mrp = marknadsrisikopremie

Formel 7.3.1: Finansiell gjeldsbeta

Kredittrisikopremie og marknadsrisikopremie er tidlegare drøfta og talfesta. Marknadsrisikodelen er den delen av kredittrisikopremien som er marknadsrelatert (Knivsflå, 2019J, s. 26). Denne finn vi ved å ta forklaringsvariabelen, R^2 , som vi fekk ut i regresjonsanalysen i kap. 7.2.3, og legg til ein passende justeringsfaktor til gjeldsavkastinga. Denne brukar vi over heile analyseperioda.

Finansiell gjeldsbeta	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	A	BBB	BBB	BBB	A	BBB	
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,014	0,014	0,010	0,014	0,013
× Markedsrisikodel	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
÷ Marknadsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,052	0,051	0,051
Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,008	0,008	0,008	0,006	0,008	0,008

Tabell 7.3.1 (3): Finansiell gjeldsbeta

7.3.2. Finansielt egedelskrav og finansiell egedelsbeta

Kravet til finansielle egedelar vert rekna ut på grunnlag av formel 7.3.2 (1) (Knivsfå 2019J, s.64).

$$\text{Finansielt egedelskrav} = \text{kk} \times \frac{\text{KON}}{\text{FE}} + \text{fk} \times \frac{\text{FOR}}{\text{FE}} + \text{ik} \times \frac{\text{INV}}{\text{FE}}$$

Forkortingar:

KON = Kontantar FOR = Fordringar INV = Investeringar r_f = risikofri rente

kk = kontantkrav fk = fordringskrav ik = investeringskrav s = skattesats

Formel 7.3.2 (1): Finansielt egedelskrav

Enkelt forklart angir formelen det finansielle egedelskravet som ein sum av krava til kontantar, fordringar og investeringar, vekta med andelen desse postane utgjør av finansielle egedelar.

Formel 7.3.2 (2) til 7.3.2 (4) viser korleis dei ulike delkrava er rekna ut.

$$\text{kk} = r_f \times (1 - s)$$

Formel 7.3.2 (2): Kontantkrav

$$\text{fk} = r_f \times (1 - s) + \text{krp}_{\text{FOR}}$$

Formel 7.3.2 (3): Fordringskrav

$$\text{ik} = r_f \times (1 - s) + \beta_{\text{INV}} \times \text{mrp} + \text{ilp}_{\text{INV}}$$

Formel 7.3.2 (4): Investeringskrav

Kontantkravet baserer seg på at kontantar er risikofrie, slik at kravet svarar til den risikofrie renta etter skatt. Fordringar har ein viss risiko for misleghald, slik at ein i dette kravet bør bygge inn ein kredittrisikopremie. Knivsfå foreslår ein premie på 1 % basert på at fordringane er antatt å ha ein kredittrating lik BBB (Knivsfå 2019J, s. 64). Altså vil kravet til fordringane bestå av den risikofrie renta med eit tillegg for kredittrisiko knytt til desse fordringane. For

finansielle investeringar er det nødvendig å justere for systematisk og usystematisk risiko knytt til marknadseksponeeringa, samt ein illikviditetspremie. Betaverdien for dei finansielle investeringane er vanskeleg å anslå ettersom innhaldet i posten er svært variert. Det er derimot slik at ein betaverdi på 1 vil vere det mest nøytrale anslaget, og vi vel å nytte denne verdien vidare.

Finansielt egedelskrav	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,0073	0,0099	0,0079	0,0055	0,0071	0,0140	0,0086
× Kontantvekt	0,7129	0,8012	0,9857	0,9847	0,9733	0,9615	0,9032
+ Fordringskrav	0,0173	0,0199	0,0179	0,0155	0,0171	0,0240	0,0186
× Fordringsvekt	0,0812	0,0604	0,0143	0,0153	0,0267	0,0385	0,0394
+ Investeringskrav	0,0580	0,0609	0,0589	0,0565	0,0588	0,0650	0,0597
× Investeringsvekt	0,2060	0,1384	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0574
= Finansielt egedelskrav	0,0185	0,0176	0,0080	0,0057	0,0074	0,0144	0,0119

Tabell 7.3.2 (1): Finansielt egedelskrav

Finansiell egedelsbeta er også rekna ut som ein vekta sum av betaverdiane til dei ulike postane som inngår i finansielle egedelar. Betaverdien for kontantar føresetjast å vere lik 0, samt at vi held på estimatet for betaverdien til investeringar på 1. Betaverdien til fordringane følger av formel 7.3.2 (5) og utrekninga er oppsummert i tabell 7.3.2 (2) (Knivsflå 2019J, s. 69). Kredittrisikopremien er henta frå tabell 7.3.1 (1) med kredittratinga som vart berekna i kapittel 6.3.

$$\beta_{\text{FOR}} = \frac{\text{KRP}_{\text{FOR}} + \text{MRD}}{\text{MRP}}$$

Formel 7.3.2 (5): Fordringsbeta

Fordringsbeta	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,014	0,014	0,010	0,014	0,013
- Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= Kort kredittrisikopremie	0,006	0,010	0,010	0,010	0,006	0,010	0,009
× Marknadsrisikodel	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
÷ Marknadsrisikopremie	0,051	0,001	0,001	0,051	0,052	0,051	0,051
= Fordringsbeta	0,004	0,233	0,233	0,006	0,004	0,006	0,005

Tabell 7.3.2 (2): Fordringsbeta

No er alle komponentane i utrekninga av finansielt egedelsbeta klargjort. Formel 7.3.2 (6) viser korleis ein kjem fram til finansiell egedelsbeta. Utrekningane er oppsummert i tabell 7.3.2 (3)

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} \times \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} \times \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} \times \frac{INV}{FE}$$

Formel 7.3.2 (6): Finansiell egedelsbeta

Finansiell egedelsbeta	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Kontantbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
× Kontantvekt	0,7129	0,8012	0,9857	0,9847	0,9733	0,9615	0,9032
+ Fordringsbeta	0,0036	0,2326	0,2326	0,0060	0,0035	0,0060	0,0807
× Fordringsvekt	0,0812	0,0604	0,0143	0,0153	0,0267	0,0385	0,0394
+ Investeringsbeta	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
× Investeringsvekt	0,2060	0,1384	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0574
= Finansiell egedelsbeta	0,2063	0,1525	0,0033	0,0001	0,0001	0,0002	0,0604

Tabell 7.3.2 (3): Finansiell egedelsbeta

7.3.3. Netto finansielt gjeldskrav

Med finansielt gjeldskrav og finansielt egedelskrav på plass kan vi no berekne netto finansielt gjeldskrav. Formel 7.3.3 (1) viser berekninga. Vi ser at krava blir vekta med høvesvis finansiell gjeld over netto finansiell gjeld, og finansielle egedelar over netto finansielle egedelar.

$$nfgk = fgk \times \frac{FG}{NFG} - fek \times \frac{FE}{NFG}$$

Forkortingar:

nfgk = netto finansielt gjeldskrav
fgk = finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld
fek = finansielt egedelskrav

FE = finansielle egedelar
FG = finansiell gjeld

Formel 7.3.3 (1): Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Krav finansiell gjeld	0,0173	0,0239	0,0219	0,0195	0,0171	0,0280	0,0213
× FG/NFG	1,2496	1,2657	1,3141	1,5272	1,5734	1,5622	1,4154
- Krav finansielle egedelar	0,0185	0,0176	0,0080	0,0057	0,0074	0,0144	0,0119
× FE/NFG	0,2496	0,2657	0,3141	0,5272	0,5734	0,5622	0,4154
= Netto finansielt gjeldskrav	0,0170	0,0256	0,0263	0,0268	0,0227	0,0357	0,0257

Tabell 7.3.3 (1): Netto finansielt gjeldskrav

Vi får eit gjennomsnittleg netto finansielt gjeldskrav på 2,57%, som vi kan lese ut av tabell 7.3.3 (1).

Betaen til netto finansiell gjeld finn vi på tilsvarende måte gjennom vekting av finansiell gjeldsbeta og finansiell egedelsbeta. Tabell 7.3.3 (2) viser berekningane. Vi ser at gjennomsnittleg netto finansiell gjeldsbeta er på -0,0048.

$$\beta_{\text{NFG}} = \beta_{\text{FG}} \times \frac{\text{FG}}{\text{NFG}} - \beta_{\text{FE}} \times \frac{\text{FE}}{\text{NFG}}$$

Formel 7.3.3 (2): Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,0060	0,0084	0,0084	0,0084	0,0059	0,0084	0,0076
× Finansiell gjeldsvekt	1,2496	1,2657	1,3141	1,5272	1,5734	1,5622	1,4154
- Finansiell eigdelesbeta	0,2063	0,1525	0,0033	0,0001	0,0001	0,0002	0,0604
× Finansiell egedelsvekt	0,2496	0,2657	0,3141	0,5272	0,5734	0,5622	0,4154
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,0440	-0,0299	0,0100	0,0127	0,0092	0,0130	-0,0048

Tabell 7.3.3 (2): Netto finansiell gjeldsbeta

7.4. Krav til netto driftskapital

Vi har no funne krava til dei ulike postane på finansieringssida av balansen, og kan dermed utarbeide kravet til netto driftskapital (WACC). Dette kravet blir funne ved å vekte krava til eigenkapital (tabell 7.2.6 (1)), minoritetsinteresser (tabell 7.2.6 (2)) og netto finansiell gjeld (tabell 7.3.3 (1)) med andelen desse postane utgjør av netto driftskapital i balansen vist i tabell 5.4 (3). På denne måten kan vi estimere selskapets avkastningskrav til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016, s.152). Tabell 7.4 (1) oppsummera utrekninga av netto driftskravet.

Netto driftskrav	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Eigenkapitalkrav	0,0602	0,0637	0,0621	0,0542	0,0519	0,0572	0,0582
× EK/NDK	0,5912	0,5732	0,5395	0,6422	0,7552	0,7988	0,6500
+ Minoritetskrav	0,0902	0,0937	0,0921	0,0842	0,0819	0,0872	0,0882
× MI/NDK	0,0012	0,0003	0,0005	0,0029	0,0048	0,0043	0,0023
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,0170	0,0256	0,0263	0,0268	0,0227	0,0357	0,0257
× NFG/NDK	0,4076	0,4265	0,4600	0,3550	0,2400	0,1969	0,3477
= Netto driftskrav	0,0426	0,0474	0,0456	0,0445	0,0450	0,0530	0,0464

Tabell 7.4 (1): Netto driftskrav

Netto driftsbeta kan no reknast ut. Dette blir gjort ved å vekte beta-verdiane for eigenkapital og netto finansiell gjeld mot andelen eigenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld utgjør av netto driftskapital (Sjå tabell 7.4 (2)).

Netto driftsbeta	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Eigenkapitalbeta	0,649	0,662	0,671	0,562	0,480	0,454	0,565
× EK/NDK	0,591	0,573	0,539	0,642	0,755	0,799	0,650
+ Eigenkapitalbeta	0,649	0,662	0,671	0,562	0,480	0,454	0,565
× MI/NDK	0,001	0,000	0,001	0,003	0,005	0,004	0,002
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,044	-0,030	0,010	0,013	0,009	0,013	-0,005
× NFG/NDK	0,408	0,427	0,460	0,355	0,240	0,197	0,348
= Netto driftsbeta	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367

Tabell 7.4 (2): Netto driftsbeta

7.5. Avkastningskrav oppsummering

Oppsummering krav	Oppsummering avkastningskrav	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Eigenkapitalkrav (ekkk)	AKVA Group	0,0602	0,0637	0,0621	0,0542	0,0519	0,0572	0,0598
	Bransjen	0,0951	0,0846	0,1037	0,0812	0,0720	0,0851	0,0896
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	AKVA Group	0,0170	0,0256	0,0263	0,0268	0,0227	0,0357	0,0230
	Bransjen	0,0433	0,0603	0,0550	0,0268	0,0277	0,0281	0,0453
Netto driftskrav (ndk)	AKVA Group	0,0426	0,0474	0,0456	0,0445	0,0450	0,0530	0,0452
	Bransjen	0,0688	0,0753	0,0796	0,0621	0,0616	0,0710	0,0708

Tabell 7.5: Oppsummering historiske avkastningskrav

Tabell 7.5 oppsummera avkastningskrava til AKVA Group og bransjen over analyseperioden.

Vi ser AKVA Group har eit stabilt avkastningskrav til eigenkapitalen på mellom 5-6 %, medan bransjen elles har eit noko meir fluktuerande krav på mellom 7-10 %. AKVA Group har eit lågare avkastningskrav til eigenkapitalen kvart enkelt år, og har gjennomsnittleg eit krav som ligg rundt 3 % under bransjen.

Netto finansielt gjeldskrav har dei seinaste tre åra vore langt lågare for AKVA Group enn bransjen elles, medan trenden var meir uklar dei tre første åra av analyseperioden. Netto driftskravet til AKVA Group ligg stabilt rundt 2 % lågare enn bransjen elles.

Mykje av årsaka til kravskilnadane er at bransjen har ein dårlegare kredittrating enn AKVA Group, og følgeleg har ein høgare kredittrisikopremie. I tillegg til dette har bransjen ein høgare eigenkapitalbeta enn AKVA Group. Elles ser vi at kapitalvektene er relativt like mellom AKVA Group og den øvrige bransjen.

Diagram 7.5 (1)—7.5 (3) kan nyttast til å enklare observere utviklinga i avkastningskrava over tid.

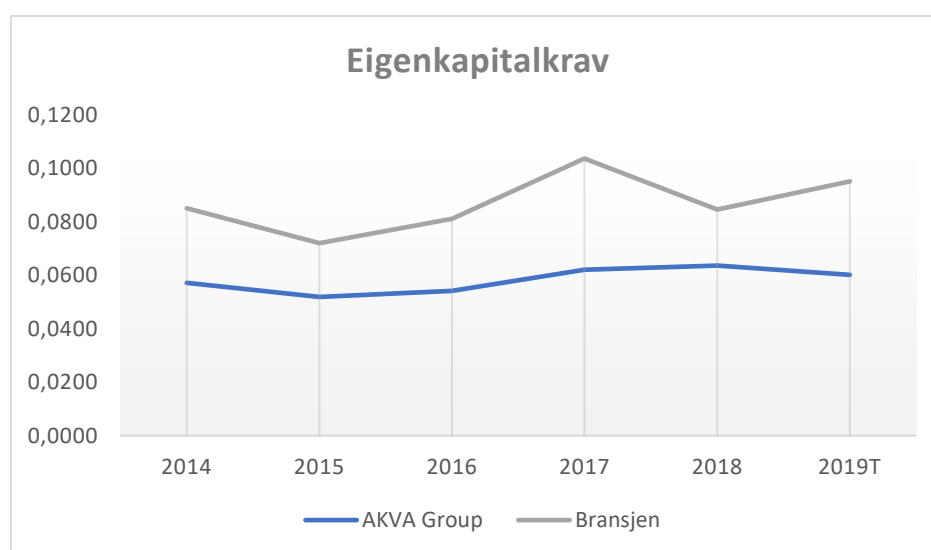


Diagram 7.5 (1): Eigenkapitalkrav

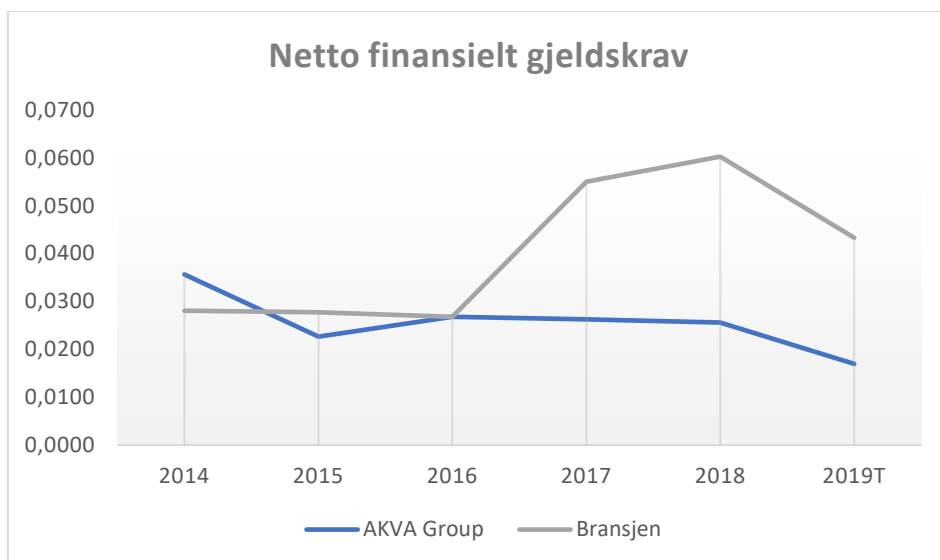


Diagram 7.5 (2): Netto finansielt gjeldskrav

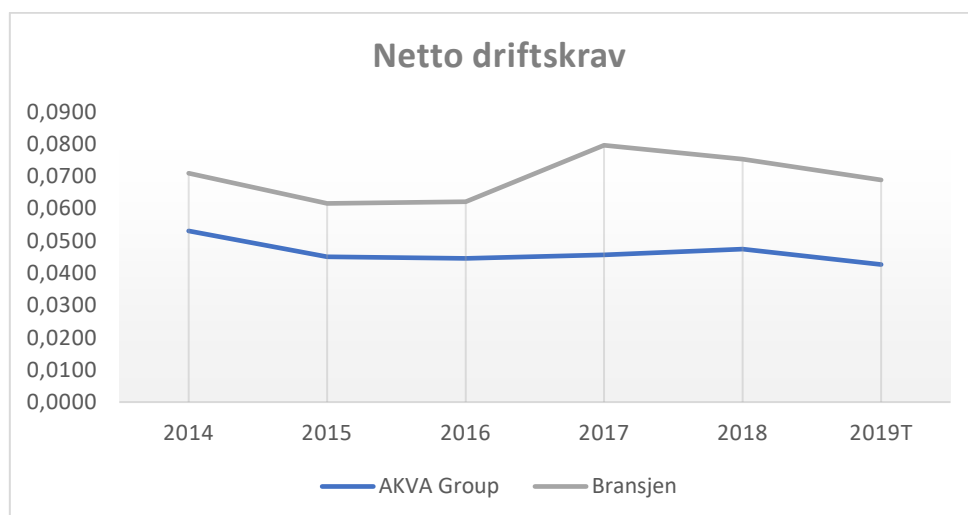


Diagram 7.5 (3): Netto driftskrav

Kapittel 8: Analyse av lønsemd

I dette kapitlet skal det gjennomførast ei lønsemdsanalyse av AKVA Group. Med krava frå førre kapittel på plass blir det første steget å finne dei tilsvarande rentabilitetstala. Dette set oss i stand til å utføre ei strategisk rentabilitetsmåling. Dette inneberer eit fokus på avvik mellom rentabilitet og avkastningskrav. Denne forma skil seg frå tradisjonell rentabilitetsanalyse som fokusera på rentabilitetsnivået. Til vårt føremål, der vi ynskjer klare målestokkar mot både krav og bransje, er derfor strategisk rentabilitetsmåling å føretrekkje.

Rentabilitet uttrykkjer kor mykje kapitalen kastar av seg i form av prosentvis rente, og mogleggjer samanlikning av lønsemd over tid og mellom selskap (Knivsflå, 2019K, s. 5). Generelt kan rentabilitet uttrykkast som i formel 8 (1).

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Formel 8 (1): Rentabilitet

Ein må ta eit val knytt til om det skal brukast fullstendig eller normalisert resultat i teljaren. I komande kapittel skal tala frå lønsemdsanalysen nyttast til budsjettering og framskriving. Følgjeleg vil det i ei verdivurdering vere hensiktsmessig å nytte normaliserte tal då dette er meir framoverskodande og vi får eit betre bilete av framtida. Normalisert rentabilitet er uttrykt i formel 8 (2):

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Inngåande kapital} + \frac{\Delta\text{kapital i året}}{2}}$$

Formel 8 (2): Rentabilitet målt på gjennomsnittleg kapital

Det er eigenkapitalrentabiliteten som er utgangspunktet for lønsemdsanalysen. Ved å trekke frå eigenkapitalkravet får vi då fram ein eventuell superrentabilitet, også kalla strategisk fordel. Vidare blir den strategiske fordelen dekomponert for å få fram kjeldene til fordel.

8.1. Strategisk fordel

Dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet har selskapet oppnådd ein strategisk fordel for eigarane. Motsatt vil det vere ei strategisk ulempe dersom kravet er større enn rentabiliteten. I tabell 8.1 (1) visast rentabilitetsutrekninga for AKVA Group.

AKVA Group	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Nettoresultat EK	137 636	79 580	109 386	50 507	59 533	46 397	97 800
Eigenkapital IB	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	336 601	660 100
Eigenkapital UB	1 091 852	1 062 423	499 907	434 590	424 988	387 577	828 077
Eigenkapitalrentabilitet	0,1278	0,1019	0,2341	0,1175	0,1465	0,1281	0,1381

Tabell 8.1 (1): Eigenkapitalrentabilitet

Vi ser at rentabiliteten har låge stabilt rundt 10% til 12% med unntak av 2017 då ein oppnådde ein eigenkapitalrentabilitet på over 23 %. Dette året var eit resultatmessig svært godt år, samstundes som kapitalveksten var beskjeden.

Superrentabilitet AKVA Group	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Eigenkapitalrentabilitet AKVA Group (ekr)	0,1278	0,1019	0,2341	0,1175	0,1465	0,1281	0,1381
- Eigenkapitalkrav AKVA Group (ekk)	0,0602	0,0637	0,0621	0,0542	0,0519	0,0572	0,0598
= Superrentabilitet AKVA Group	0,0675	0,0382	0,1720	0,0633	0,0946	0,0710	0,0783

Tabell 8.1 (2): Superrentabilitet AKVA Group

Tabell 8.1 (2) viser superrentabiliteten over analyseperioden. Vi ser at AKVA Group oppnår ein strategisk fordel i samlege år. Den tidsvekta fordelten er på 7,83 %. Eigenkapitalkravet variera lite og ligg i området 5—6 %, og derfor vil også 2017 vere året som skil seg klart ut frå dei øvrige åra. I det vidare vil den strategiske fordelten dekomponerast for å nærmare undersøke kjeldene til denne.

8.2. Dekomponering av strategisk fordel

Ved å dekomponere den strategiske fordelten vil vi få fram kjeldene som ligg bak, og dermed bidra til auka innsikt. Strategisk fordel splittast først opp i driftsfordel og finansieringsfordel:

$$\text{Strategisk fordel (SF)} = \text{DF} + \text{FF}$$

Matematisk kan dette uttrykkast slik:

$$\begin{aligned} \text{Strategisk fordel} &= \text{ekr} - \text{ekk} \\ &= (\text{ndr} - \text{ndk}) \times (1 + \text{nfgg} + \text{mig}) + (\text{nfgk} - \text{nfgR}) \times \text{nfgg} + (\text{mik} - \text{mir}) \times \text{mig} \end{aligned}$$

Formel 8.2: Strategisk fordel

Driftsfordelen kan splittast ytterlegare opp i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. På same nivå splittast finansieringsfordelen opp i netto finansiell gjeldsfordel og minoritetsfordel.

Ei oversikt over dekomponeringa følger av diagram 8.2. Desse komponentane som saman utgjer den strategiske fordelten vil kartleggjast i dei komande kapitla.

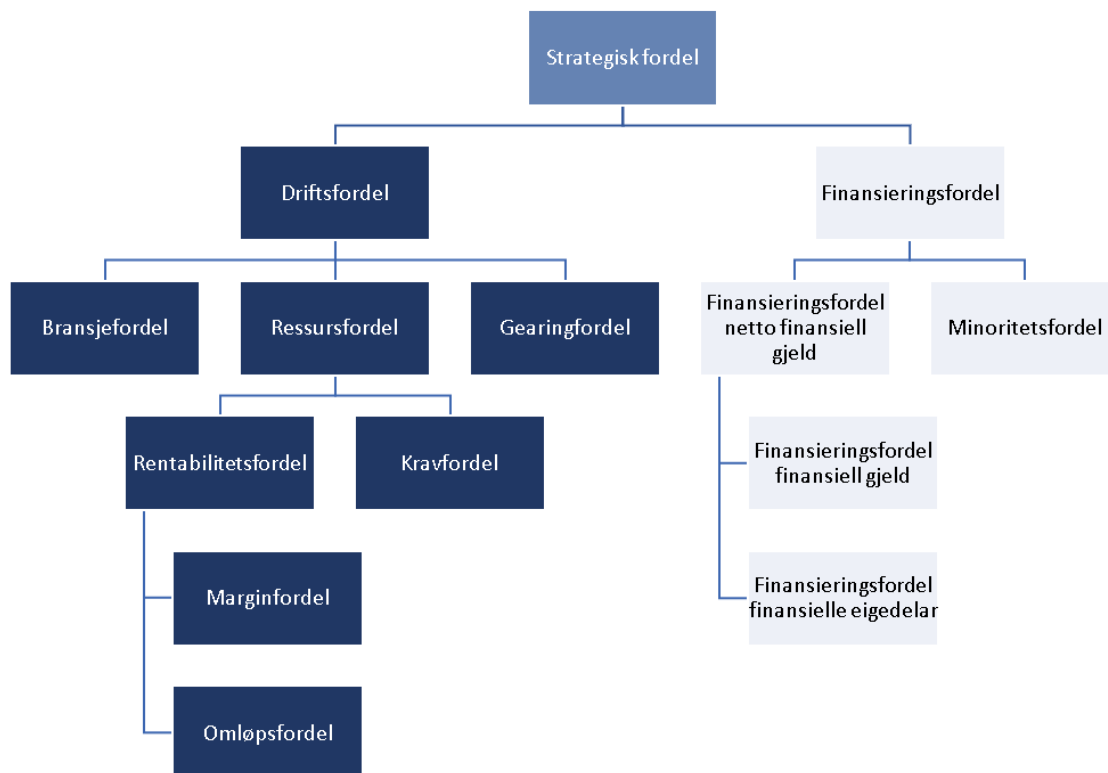


Diagram 8.2: Dekomponering av strategisk fordel

8.2.1. Driftsfordel

Det er i drifta ein finn den største kjelda til strategisk fordel. Årsaka til at finansieringsfordelen er beskjeden i forhold til driftsfordelen er den store konkurransen i finansmarknaden (Knivsflå, 2019B, s.22). Dette gjer til at ein vil oppnå ein rentabilitet om lag på kravet. I tillegg til den reine driftsfordelen består driftsfordelen også av ein gearingfordel. Gearing vil skalere opp driftsfordelen dersom driftsrentabiliteten er større enn kravet. Den reine driftsfordelen er derfor den viktigaste kjelda til strategisk eigarfordel (Knivsflå, 2019B, s.23).

$$\text{Driftsfordel} = \text{Rein driftsfordel} + \text{gearingfordel}$$

$$= (\text{ndr} - \text{ndk}) \times (1 + \text{nfgg} + \text{mig})$$

ndr = netto driftsrentabilitet
nfgg = netto finansiell gjeldsgrad

ndk = netto driftskrav
mig = minoritetsgrad

Formel 8.2.1 (1): Driftsfordel

I første omgang er det rein driftsfordel som skal gjennomgåast. Gearingfordelen kjem vi tilbake til seinare. Vi kan lese av tabell 8.2.1 at AKVA Group oppnår ein rein driftsfordel på 4,62% i tidsvekta gjennomsnitt. På årleg basis har denne variert en del utan noko klar trend.

Rein driftsfordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Netto driftsrentabilitet	0,0822	0,0659	0,1363	0,0825	0,1205	0,1083	0,0914
- Netto driftskrav	0,0426	0,0474	0,0456	0,0445	0,0450	0,0530	0,0452
= Rein driftsfordel	0,0396	0,0185	0,0907	0,0379	0,0754	0,0553	0,0462

Tabell 8.2.1: Rein driftsfordel

Den reine driftsfordelen blir i det vidare dekomponert i bransjefordel og ressursfordel.

$$\text{Rein driftsfordel} = \text{ndr} - \text{ndk}$$

$$\text{Rein driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk})$$

Formel 8.2.1: Rein driftsfordel

Den første komponenten i formelen, bransjefordel, viser differansen mellom netto driftsrentabilitet til bransje og netto driftskravet til bransjen. Ein vanleg føresetnad er å seie at kravet til bransjen er tilnærma likt det einskilde selskapet sitt krav. Ei forenkling ville derfor ha vore å nytte AKVA Group sitt krav i staden for bransjen sitt. Vi vel likevel å nytte kravet til bransjen fordi selskapa tilbyr produkt og tenester som er noko forskjellige og har ulik spisskompetanse innanfor totalleverandørsegmentet. Vi ser denne skilnaden igjen i kravforskjellen mellom selskapet og bransjen, der bransjen i snitt har 2 % høgare krav.

8.2.1.1. Bransjefordel drift

Dei forholda som påverkar alle i bransjen er det som avgjer om bransjen har ein fordel eller ulempe. Desse forholda blei gjennomgått i den eksterne strategiske analysen i kapittel 4. I PESTEL-analysen såg vi på dei overordna, ytre faktorane som påverkar bransjen i dag og i tida framover. I Porter sin teori om dei fem konkurransekrefter såg vi på aspekta ved marknaden som påverka lønnsenda.

Bransjefordel drift	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Netto driftsrentabilitet (bransje)	0,0689	0,0729	0,1105	0,2536	0,1701	0,2033	0,1114
- Netto driftskrav (bransje)	0,0688	0,0753	0,0796	0,0621	0,0616	0,0710	0,0708
= Bransjefordel drift	0,0001	-0,0024	0,0309	0,1915	0,1085	0,1324	0,0407

Tabell 8.2.1.1: Bransjefordel drift

Bransjefordelen har variert mykje, der dei siste tre åra skil seg ut negativt med ein lågare fordel. Perioden sett under eitt gjev eit tidsvekta snitt på 4,07 %. I PESTEL-analysen blei det mellom anna peika på det volumbegrensande konsesjonssystemet i norsk oppdrettsnæring,

myndighetene sine strengare miljøkrav og overgangen til landbaserte anlegg. Førstnemnde er med på å svekke veksttakta hos totalleverandørane. Fokusområdet blir derfor i større grad retta mot å utbetre dei teknologiske løysingane. Myndighetene bidreg som nemnd også til dette. Dette krev betydelege investeringar og tilpassingar som det kan ta tid å hente gevinstane av.

Vi har tidlegare sett at leverandørnæringa blir pressa av dei store oppdrettsselskapa sine egne teknologiske løysingar, kor ein blant anna har vore nytenkande innanfor oppdrett i nye lokasjonar. Denne trenden har vore aukande dei siste åra, og kan ha bidrege til å kapre noko av verdien frå totalleverandørane. Ein anna trend som blei vist i den strategiske analysen er den sterke konsolideringa dei siste åra der store selskap kjøper opp mindre aktørar. I ein overgangsfase vil samanslåingar kunne medføre utfordringar og i neste instans redusere lønnsmda i bransjen. Dette kan forklare noko av den svekka bransjefordelen.

8.2.1.2. Ressursfordel drift

Selskapsspesifikke faktorar i form av særeigne interne ressursar er det som avgjer om ein har ein ressursfordel eller ikkje (Knivsflå, 2019B, s.44). I kapittel 4 nytta vi SVIMA-rammeverket for å identifisere desse ressursfordelane hos AKVA Group. No vil dette sjåast i samband med rentabilitet og krav. Eventuelle fordelar kjem til uttrykk gjennom ein høgare rentabilitet enn bransjen eller eit krav som er lågare enn bransjen sitt. Følgande formel viser kjeldene:

$$\text{Ressursfordel drift} = (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{nk}_B - \text{nk})$$

Formel 8.2.1.2: Ressursfordel drift

I tabell 8.2.1.2 (1) er den første komponenten, rentabilitetsfordel, berekna:

Rentabilitetsfordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Netto driftsrentabilitet	0,0822	0,0659	0,1363	0,0825	0,1205	0,1083	0,0914
- Netto driftsrentabilitet (bransje)	0,0689	0,0729	0,1105	0,2536	0,1701	0,2033	0,1114
= Rentabilitetsfordel	0,0133	-0,0070	0,0258	-0,1711	-0,0496	-0,0950	-0,0200

Tabell 8.2.1.2 (1): Rentabilitetsfordel

Marknadsposisjonen til AKVA Group har styrka seg dei siste åra. Selskapet kan vise til auka vekst i ein bransje med ein relativ stabil kundemasse. Dette indikera at ein har kapra marknadsandelar frå konkurrentane, og kan vere noko av forklaringa bak den positive trenden i ressursfordelen. Ressursen merkevare som blei drøfta i strategianalysen har naturlegvis også styrka seg i takt med veksten til selskapet.

Netto driftskravfordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Netto driftskrav (bransje)	0,0688	0,0753	0,0796	0,0621	0,0616	0,0710	0,0708
- Netto driftskrav	0,0426	0,0474	0,0456	0,0445	0,0450	0,0530	0,0452
= Netto driftskravfordel	0,0262	0,0279	0,0340	0,0176	0,0165	0,0179	0,0255

Tabell 8.2.1.2 (2): Netto driftskravfordel

Driftskrava ligg ganske stabilt for både AKVA Group og bransjen. Akva Group som har eit lågare krav og dermed ein kravfordel i alle åra. Forskjellen i krava skuldast det vi har vore inne på tidlegare angående variasjonar i teneste- og produktporteføljen til bransjeselskapa. Sjølv om selskapa operera i same bransje vil det vere forskjellar. AKVA Group si verksemd er mindre risikofylt jamfør likviditets- og soliditetsanalysen i kapittel 6, og påfølgande syntetisk rating. Dette er ei sentral kjelde til forskjellen vi ser i krava.

Den totale ressursfordelen til drift følgjer av tabell 8.2.1.2 (3)

Ressursfordel drift	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Rentabilitetsfordel	0,0133	-0,0070	0,0258	-0,1711	-0,0496	-0,0950	-0,0200
+ Netto driftskravfordel	0,0262	0,0279	0,0340	0,0176	0,0165	0,0179	0,0255
= Ressursfordel drift	0,0395	0,0209	0,0598	-0,1535	-0,0331	-0,0771	0,0055

Tabell 8.2.1.2 (3): Ressursfordel drift

8.2.1.3. Gearingfordel drift

Gearingfordelen er den tredje og siste komponenten som inngår i driftsfordelen. Gearingkomponenten er netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser relativt til egenkapital. Ei auka, positiv netto finansiell gjeldsgrad vil auke gearingfordelen såframt netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav. Det vil seie at ein oppnår ein fordel ved å låne til drift. Jamfør Miller & Modigliani sitt andre teorem vil riktig nok EK-beta og EK-krav auke som følgje av auka risiko slik at verknaden på eigenkapitalen vil vere 0. Dette inneber at gearingfordelen ikkje skapar verdi for eigarane. Tabell 8.2.1.3 viser gearingfordelen til AKVA Group:

Gearingfordel drift	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Rein driftsfordel	0,0396	0,0185	0,0907	0,0379	0,0754	0,0553	0,0462
× Netto finansiell gjeldsgrad	0,6895	0,7440	0,8527	0,5528	0,3178	0,2465	0,6546
+ Rein driftsfordel	0,0396	0,0185	0,0907	0,0379	0,0754	0,0553	0,0462
× Minoritetsgrad	0,0020	0,0004	0,0010	0,0044	0,0063	0,0054	0,0023
= Gearingfordel drift	0,0274	0,0137	0,0774	0,0211	0,0244	0,0139	0,0299

Tabell 8.2.1.3: Gearingfordel drift

Av tabellen ser vi at AKVA Group oppnår ein gearingfordel for alle åra. Netto finansiell gjeldsgrad er positiv, og det same er som vist tidlegare den reine driftsfordelen og vi får følgjeleg skalert opp driftsfordelen. Minoritetsinteressene bidreg også positivt her. Tidsvekta

snitt er 2,99 %. AKVA Group kan fortsette å skalere opp driftsfordelen ytterlegare ved å auke graden av netto finansiell gjeld.

8.2.1.4. Margin- og omlaupsfordel

Marginfordel

Ein eventuell marginfordel stammar frå at selskapet har ein høgare netto driftsmargin enn bransjen. Netto driftsmargin er forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter, som vist i formel 8.2.1.4 (1). Dette forholdstalet fungerer som eit mål på lønsemd, og angir selskapet si evne til å gå frå omsetning til resultat (Knivsflå, 2019L, s.31). Ein marginfordel vil dermed bety at selskapet genererer eit høgare resultat enn den øvrige bransjen frå den same omsetninga.

$$\text{Netto driftsmargin} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 8.2.1.4 (1): Netto driftsmargin

Formel 8.2.1.4 (2) angir marginfordelen som den nemnde forskjellen mellom selskapets og bransjen sin netto driftsmargin, skalert opp med omlaupshastigheita.

Marginfordel

$$= (\text{netto driftsmargin}_{\text{AKVA}} - \text{netto driftsmargin}_{\text{Bransje}}) * \text{omlaupet til netto driftseigedelar}$$

Formel 8.2.1.4 (2): Marginfordel

Tabell 8.2.1.4 (1) viser utrekninga av marginfordelen til AKVA Group over analyseperioda. Med unntak av 2016 og 2014 har AKVA Group hatt ein marginfordel over analyseperioda, med ein fordel i det tidsvekta gjennomsnittet på 3,15 %. Utviklinga har vore svakt positiv over perioda, og vi ser at selskapet i 2019 har ein marginfordel på 4,98 %. Utviklinga vi ser er i stor grad eit resultat av at bransjen sidan 2016 har hatt ein jamt nedgåande trend i sin netto driftsmargin. AKVA Group har som vi ser ein relativ stabil margin over analyseperioden. Grunnen til at AKVA Group har ein høgare margin enn bransjen dei siste åra kan vere at AKVA Group som vist i den strategiske analysen (kapittel 4) har eit midlertidig fortrinn i sterkare merkevare/produktrennømè enn resten av bransjen.

Knytt til marginfordelen er det viktig å vere oppmerksom på at AKVA Group og dei andre selskapa i bransjen har ulike produktmikks, og at dette svekker troverdigheita til marginanalysen. AKVA Group er eksempelvis store innanfor dei fleste segment, medan eit selskap som Optimar er mykje meir spesialisert mot automatisering og mekaniske produkt. Selskapa i bransjen er valde ut med omsyn på at dei i størst mogleg grad skal vere samanliknbare mot AKVA Group,

men dei forskjellane vi ser i produktsortimenta vil likevel føre til at marginfordelen bør tolkast med forsiktighet.

Marginfordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Netto driftsmargin	0,0447	0,0350	0,0569	0,0346	0,0456	0,0394	0,0429
- Netto driftsmargin (bransje)	0,0176	0,0176	0,0277	0,0598	0,0380	0,0438	0,0267
× Omlaupshastighet	1,8399	1,8836	2,3938	2,3838	2,6410	2,7488	2,1138
= Marginfordel	0,0498	0,0327	0,0699	-0,0600	0,0200	-0,0120	0,0315

Tabell 8.2.1.4 (1): Marginfordel

Berekinga av netto driftsmargin baserer seg som vi har sett på netto driftsresultat. Størrelsen på dette resultatet er naturlegvis avhengig av dei ulike kostnadspostane som inngår i driftsresultatet. Konsekvensen av dette er at ein må sjå til dei enkeltståande kostnadspostane for djupare innsikt i kva marginforskjellar skuldast. Ein måte å gjere dette på er ved ei såkalla «common size»-analyse, kor ein ser på dei ulike kostnadspostane som ein andel av driftsinntektene. Ein kan deretter samanlikne desse andelane mot tilsvarende andelar for bransjen, for på den måten å skaffe seg innsikt i kva kostnadspostar som driv marginforskjellen. Tabell 8.2.1.4 (2) viser ei slik analyse for AKVA Group. Det tidsvekta gjennomsnittet for bransjen, samt ei summering av avvik, er ført opp i ei eiga kolonne til høgre i tabellen.

Common size-analyse	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt	Bransjesnitt	Avvik
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	-
- Varekostnad	0,567	0,591	0,577	0,572	0,590	0,610	0,580	0,644	-0,064
- Lønnskostnader	0,239	0,249	0,239	0,265	0,240	0,225	0,243	0,182	0,061
- Andre driftskostnader	0,097	0,077	0,075	0,078	0,078	0,082	0,084	0,101	-0,017
- Avskrivning	0,040	0,042	0,040	0,043	0,033	0,029	0,040	0,032	0,008
= Driftsresultat	0,057	0,042	0,069	0,042	0,059	0,055	0,053	0,040	0,013
- Driftsrelatert skattekostnad	0,016	0,012	0,019	0,012	0,016	0,015	0,015	0,013	0,002
= Netto driftsresultat frå eiga verksemd	0,041	0,030	0,050	0,030	0,042	0,039	0,039	0,027	0,012
+ Nettoresultat frå driftstilknytte verksemdar	0,004	0,005	0,007	0,004	0,003	-	0,004	-	0,004
= Netto driftsresultat	0,045	0,035	0,057	0,035	0,046	0,039	0,043	0,027	0,016

Tabell 8.2.1.4 (2): Common Size-analyse

Kostnadsstrukturen er som «common size»-analysen viser relativt lik frå år til år for AKVA Group, utan at det er mogleg å identifisere klare trendar over analyseperioda. Ei samanlikning mot det tidsvekta bransjesnittet viser derimot at AKVA Group sin kostnadsstruktur skil seg noko frå den øvrige bransjen. Først og fremst er det verdt å merke seg at AKVA Group har eit fortrinn i varekostnaden. Dette kan skuldast fordelar knytt til innkjøp, som er ein naturleg konsekvens av at AKVA Group er det klart største selskapet i bransjen. For det andre kan ein observere at den øvrige bransjen har ein lågare lønnskostnad relativt til driftsinntektene samanlikna med AKVA Group.

Omløpsfordel

Omløpet til netto driftskapital måler selskapet si evne til å generere driftsinntekter frå den investerte kapitalen. Dersom selskapet har eit høgare omløp på sin driftskapital enn bransjen, har selskapet ein omløpsfordel. Denne fordelten blir skalert opp med netto driftsmargin for bransjen for å finne den totale fordelten. Samanhengen er vist i formel 8.2.1.4 (3).

Omløpsfordel

$$= (\text{omløp netto driftskapital}_{\text{AKVA}} - \text{omløp netto driftskapital}_{\text{Bransje}}) * \text{netto driftsmargin}_{\text{Bransje}}$$

Formel 8.2.1.4 (3): Omløpsfordel

Tabell 8.2.1.4 (3) viser omløpsfordelen til AKVA Group over analyseperioda. Tabellen viser tydeleg at bransjen har ein høgare omløpshastigheit enn AKVA Group, slik at vi her får ein omløpsulempe. På same måte som ein kan forklare marginforskjellen med AKVA Group sine sterke merkevarer, kan dette også vere ein grunn til at resten av bransjen gjennom lågare prising oppnår ein høgare omløpshastigheit.

Omløpsfordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Omløpshastigheit	1,8399	1,8836	2,3938	2,3838	2,6410	2,7488	2,1138
- Omløpshastigheit - bransje	3,9087	4,1352	3,9820	4,2436	4,4724	4,6455	4,1030
× Netto driftsmargin - bransje	0,0176	0,0176	0,0277	0,0598	0,0380	0,0438	0,0267
= Omløpsfordel	-0,0365	-0,0397	-0,0441	-0,1112	-0,0696	-0,0830	-0,0515

Tabell 8.2.1.4 (3): Omløpsfordel

I mange bransjar vil ein kunne tileigne seg ytterlegare innsikt i omløpsfordelen ved å sjå på gjennomsnittsinntekta per eining. For leverandørindustrien til oppdrettsbransjen vil ei slik analyse være lite hensiktsmessig. Grunnen til dette er den store variasjonen i produktsortimentet innad i selskapa. Sjølv om den definerte bransjen baserer seg på relativt like selskap er det også ein viss forskjell i størrelsen på dei ulike produktsortimenta mellom selskapa. Konsekvensen av dette er at gjennomsnittleg inntekt per eining ikkje gir verdifull informasjon.

8.2.1.5. Oppsummering driftsfordel

Ei endeleg framstilling av komponentane i det som utgjør driftsfordelen følger av tabell 8.2.1.5. AKVA Group har ein margin- og kravfordel, medan det er ei ulempe knytt til omløpshastigheita. Samla sett har dei altså ein ressursfordel. Vidare har ein også ein bransjefordel, og til slutt ein gearingfordel som skalera opp driftsfordelen. I sum utgjør endeleg tidsvekta snitt for perioden 7,61 % i driftsfordel.

Driftsfordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Marginfordel	0,0498	0,0327	0,0699	-0,0600	0,0200	-0,0120	0,0315
+ Omlaufsfordel	-0,0365	-0,0397	-0,0441	-0,1112	-0,0696	-0,0830	-0,0515
+ Kravfordel	0,0262	0,0279	0,0340	0,0176	0,0165	0,0179	0,0255
= Ressursfordel drift	0,0395	0,0209	0,0598	-0,1535	-0,0331	-0,0771	0,0055
+ Bransjefordel drift	0,0001	-0,0024	0,0309	0,1915	0,1085	0,1324	0,0407
= Strategisk fordel drift	0,0396	0,0185	0,0907	0,0379	0,0754	0,0553	0,0462
+ Gearingfordel drift	0,0274	0,0137	0,0774	0,0211	0,0244	0,0139	0,0299
= Driftsfordel	0,0670	0,0322	0,1680	0,0591	0,0998	0,0692	0,0761

Tabell 8.2.1.5: Oppsummering driftsfordel

8.2.2. Finansieringsfordel

Ein eventuell finansieringsfordel er vanlegvis knytt til netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser, og oppstår i det selskapet har ei rente under kravet (Knivsflå, 2019K, s.47). Knivsflå argumenterer vidare for at finansieringsfordelen normalt sett vil vere tilnærma lik 0, ettersom finansmarknaden er velfungerande og finansielle investorar dermed vanlegvis vil kunne oppnå ein rentabilitet lik kravet.

Finansieringsfordelen knytt til netto finansiell gjeld kan oppstå gjennom to kjelder. For det første kan denne stamme frå finansiell gjeld. For at selskapet skal ha ein finansieringsfordel knytt til finansiell gjeld må ein betale ei rente som er lågare enn kravet til den finansielle gjelda. For det andre kan selskapet oppnå finansieringsfordel på netto finansiell gjeld ved å ha ei avkastning på sine finansielle egedelar som overgår kravet. Den samla finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld svarar til summen av desse to fordelane.

Legg merke til at finansieringsfordelen ikkje vert splitta i ein bransjefordel og intern ressursfordel. Det er særleg to årsaker til at denne oppsplittinga ikkje er nødvendig. For det første er kravet ein langt betre målestokk for finansielle postar enn ei samanlikning mot bransjen vil vere. Dette kjem av at meiravkastning utover kravet er unormalt. For det andre er den eventuelle finansieringsfordelen ein observerer vanlegvis såpass liten at ei ytterlegare oppsplitting ikkje tilfører særleg innsikt til analysen (Knivsflå, 2019K, s.39).

8.2.2.1. Finansieringsfordel finansiell gjeld

Som tidlegare nemnd oppstår finansieringsfordel knytt til finansiell gjeld ved at selskapet betalar ei rente på gjelda lågare enn krava. Denne fordelene vert deretter skalert med gjeldsgrada,

Finansieringsfordel finansiell gjeld

$$= (\text{finansiell gjeldskrav} - \text{finansiell gjeldsrente}) * \text{finansiell gjeldsgrad}$$

Formel 8.2.2.1: Finansieringsfordel finansiell gjeld

som vist i formel 8.2.2.1. Berekninga av det finansielle gjeldskravet er vist i kapittel 7 «Avkastningskrav».

Dersom ein oppnår ein finansieringsfordel betyr dette at finansieringa er rimeleg og at det dermed er lønsamt å finansiere drifta med den finansielle gjelda. Ein finansieringsfordel for eigaren vil bety ei finansieringsulempe for långjevaren (Knivsflå, 2019K, s. 51).

Tabell 8.2.2.1 viser utrekninga av finansieringsfordel knytt til finansiell gjeld for AKVA Group i analyseperioda.

Finansieringsfordel finansiell gjeld	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Finansielt gjeldskrav	0,0173	0,0239	0,0219	0,0195	0,0171	0,0280	0,0204
- Finansiell gjeldsrentabilitet	0,0144	0,0186	0,0206	0,0223	0,0278	0,0368	0,0196
= Finansiell gjeldsrentefordel	0,0029	0,0053	0,0013	-0,0028	-0,0107	-0,0088	0,0007
× Finansiell gjeldsgrad	0,8616	0,9417	1,1205	0,8441	0,5000	0,3851	0,8587
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,0025	0,0050	0,0015	-0,0024	-0,0054	-0,0034	0,0014

Tabell 8.2.2.1: Finansieringsfordel finansiell gjeld

AKVA Group har som vi ser ein finansieringsfordel dei siste tre åra, medan krava dei første tre åra i analyseperioda er for låge til å skape ein finansieringsfordel. Det tidsvekta gjennomsnittet viser positiv finansieringsfordel over analyseperioda, men denne er svært låg og tilnærma lik 0.

8.2.2.2. Finansieringsfordel finansielle egedelar

Finansieringsfordelen frå finansielle egedelar baserer seg på at selskapet sine finansielle egedelar kastar av seg meir enn kravet. Finansielle egedelar i AKVA Group består i all hovudsak av kontantar, men som tidlegare vist har selskapet også finansielle egedelar i form av finansielle fordringar og investeringsposisjonar. Grupperinga av egedelane er nærmare omtala i kapittel 5.3, medan kravet til desse egedelane er berekna i kapittel 7.3.2. Formel 8.2.2.2 viser korleis den vidare berekninga av finansieringsfordelen frå finansielle egedelar blir gjort.

Finansieringsfordel finansielle egedelar

$$= (\text{finansiell egedelsrentabilitet} - \text{finansielt egedelskrav}) * \text{finansiell egedelsgrad}$$

Formel 8.2.2.2: Finansieringsfordel finansielle egedelar

Tabell 8.2.2.2 viser kva finansieringsfordel/ -ulempe AKVA Group har gjennom sine finansielle egedelar.

Finansieringsfordel finansielle egedelar	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Finansiell egedelsrentabilitet	0,0220	0,0202	0,0180	0,0280	0,0265	0,0366	0,0227
- Finansielt egedelskrav	0,0185	0,0176	0,0080	0,0057	0,0074	0,0144	0,0141
= Finansiell egedelsrentabilitetsfordel	0,0034	0,0026	0,0100	0,0223	0,0191	0,0222	0,0086
× Finansiell egedelsgrad	0,1721	0,1977	0,2678	0,2914	0,1822	0,1386	0,2041
= Finansieringsfordel finansielle egedelar	0,0006	0,0005	0,0027	0,0065	0,0035	0,0031	0,0019

Tabell 8.2.2.2: Finansieringsfordel finansielle egedelar

Utrekninga viser at AKVA Group gjennom heile analyseperioda har ein finansieringsfordel knytt til sine finansielle egedelar, sjølv om denne har vore låg dei siste par åra.

8.2.2.3. Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Dersom kravet til netto finansiell gjeld er høgare enn netto lånerente er det ein fordel for eigarane av selskapet å bruke netto finansiell gjeld, og selskapet har dermed ein finansieringsfordel knytt til netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2019K, s.60). Formel 8.2.2.3 viser korleis finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld blir berekna.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

$$= (\text{netto finansielt gjeldskrav} - \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet}) * \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

Formel 8.2.2.3: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Legg merke til at finansieringsfordelen frå netto finansiell gjeld kan finnast ved å summere finansieringsfordelen frå hhv. finansiell gjeld og finansielle egedelar. Tabell 8.2.2.3 tar derimot utgangspunkt i formelen over og bereknar fordelene direkte gjennom å sjå på krav og rentabilitet for netto finansiell gjeld. Berekninga av netto finansielt gjeldskrav er vist i kapittel 7.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,0170	0,0256	0,0263	0,0268	0,0227	0,0357	0,0230
- Netto finansiell gjeldsrentabilitet	0,0125	0,0182	0,0214	0,0194	0,0286	0,0369	0,0188
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	0,0045	0,0074	0,0049	0,0074	-0,0059	-0,0012	0,0042
× Netto finansiell gjeldsgrad	0,6895	0,7440	0,8527	0,5528	0,3178	0,2465	0,6546
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,0031	0,0055	0,0042	0,0041	-0,0019	-0,0003	0,0033

Tabell 8.2.2.3: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld svarar til summen av finansieringsfordelen knytt til finansiell gjeld og finansielle egedelar. Som vi ser har denne fordelene lagt stabilt i området 0,4–0,55 % dei siste fire åra. Finansieringsulempa knytt til finansiell gjeld gjer at man også her ser ei ulempe i åra 2014 og 2015.

8.2.2.4. Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Vi har no sett på finansieringsfordelar knytt til netto finansiell gjeld, men som tidlegare nemnd kan ein også oppnå finansieringsfordelar frå minoritetsinteresser. For majoritetseigarane i selskapet oppstår ein slik finansieringsfordel dersom minoritetskravet er høgare enn minoritetsrentabiliteten, som vist i formel 8.2.2.4. Bakgrunnen for dette er at minoriteten i ein slik situasjon vil vere med på å dele økonomiske tap i dotterselskapa (Knivsflå, 2019K, s.65).

Finansieringsfordel minoritet

$$= (\text{minoritetskrav} - \text{minoritetsrentabilitet}) \times \text{minoritetsgrad}$$

Formel 8.2.2.4: Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Finansieringsfordel minoritetsinteresser	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Minoritetskrav	0,0902	0,0937	0,0921	0,0842	0,0819	0,0872	0,0898
- Minoritetsrentabilitet	1,3248	-0,9516	0,3177	0,0513	0,6141	-0,2951	0,3252
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-1,2345	1,0452	-0,2256	0,0329	-0,5321	0,3822	-0,2354
× Minoritetsgrad	0,0020	0,0004	0,0010	0,0044	0,0063	0,0054	0,0023
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,0025	0,0005	-0,0002	0,0001	-0,0034	0,0021	-0,0010

Tabell 8.2.2.4: finansieringsfordel minoritetsinteresser

Som vist i tabell 8.2.2.4 er minoritetsfordelen varierende, men som venta svært låg i analyseperioda.

8.2.2.5 Oppsummering finansieringsfordel

Som nemnd innleiingsvis i kapittelet er finansieringsfordelen normalt sett svært låg og har relativt sett lite innverknad på den strategiske fordelen. Tabell 8.2.2.5 oppsummera funna som er gjort av finansieringsfordelar i AKVA Group. Som venta ligg finansieringsfordelen mellom 0,5% til -0,5%. Dette gir ein relativt beskjeden innverknad på den totale strategiske fordelen.

Finansieringsfordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,0025	0,0050	0,0015	-0,0024	-0,0054	-0,0034	0,0014
+ Finansieringsfordel finansielle egedelar	0,0006	0,0005	0,0027	0,0065	0,0035	0,0031	0,0019
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,0031	0,0055	0,0042	0,0041	-0,0019	-0,0003	0,0000
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	-0,0025	0,0005	-0,0002	0,0001	-0,0034	0,0021	-0,0010
= Finansieringsfordel	0,0006	0,0060	0,0039	0,0042	-0,0052	0,0018	0,0023

Tabell 8.2.2.5: Oppsummering finansieringsfordel

8.3. Oppsummering strategisk fordel

Tabell 8.3 oppsummera den totale strategiske fordel, som altså består av dei to komponentane driftsfordel og finansieringsfordel. Som tidlegare forklart utgjør finansieringsfordelen ei relativt beskjeden kjelde til strategisk fordel. Dette gjer at det først og fremst er driftsfordelen som skapar strategisk fordel for AKVA Group. Som vi ser i tabellen har AKVA Group hatt ein strategisk fordel i samlege seks år i analyseperioda. Det tidsvekta snittet er på 7,83%.

Strategisk fordel	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Strategisk fordel drift	0,0396	0,0185	0,0907	0,0379	0,0754	0,0553	0,0462
+ Gearingfordel drift	0,0274	0,0137	0,0774	0,0211	0,0244	0,0139	0,0299
+ Finansieringsfordel	0,0006	0,0060	0,0039	0,0042	-0,0052	0,0018	0,0023
= Strategisk fordel	0,0675	0,0382	0,1720	0,0633	0,0946	0,0710	0,0783

Tabell 8.3: Oppsummering strategisk fordel

Kapittel 9: Framtidsrekneskap

9.1. Rammeverk framtidsrekneskap

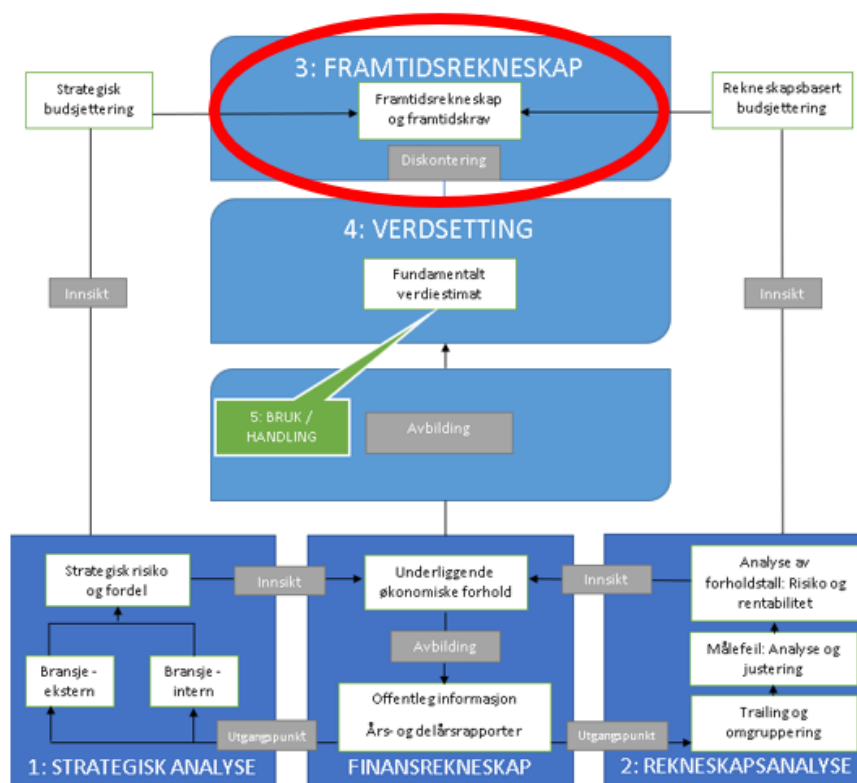


Diagram 9.1 (1): Framtidsrekneskap i rammeverk for fundamental verdivurdering

Med utgangspunkt i den strategiske rekneskapsanalyse er det no grunnlag for å utarbeide framtidsrekneskap som i det vidare vil bli brukt til å utarbeide det endelege verdiestimatet. Diagram 9.1 (2) gir eit overordna bilete av korleis prosessen mot ein ferdig framtidsrekneskap vil sjå ut.

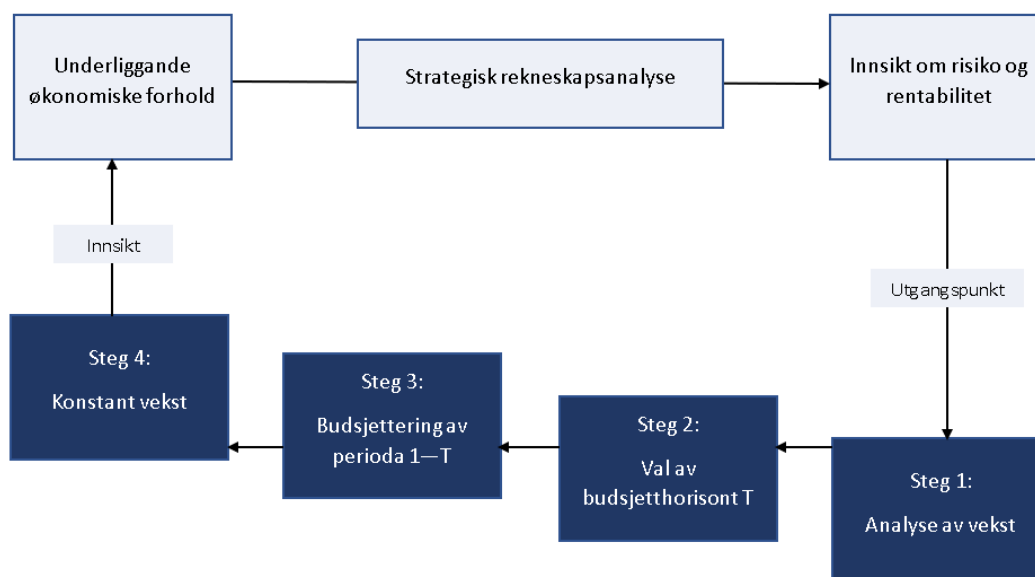


Diagram 9.1 (2): Prosess mot framtidsrekneskap

Som vi ser av diagram 9.1 (2) er vegen mot eit framtidsrekneskap ein stegvis prosess der ein tek utgangspunkt i resultatane frå den strategiske analysen.

Det første steget inneberer å analysere veksten i ulike budsjett drivarar, kor særleg det å utarbeide eit godt estimat på driftsinntektsveksten vil vere sentralt (Knivsflå, 2019O, s.7). Analysen av historiske vekstratar har som hensikt å gi informasjon om korleis veksten vil sjå ut i framtida.

Vidare i arbeidet med framtidsrekneskapan må ein budsjett horisont veljast (steg 2). Budsjett horisonten (T) er vårt anslag på kva år budsjettet kan forutsetjast å vere i konstant vekst. Denne vurderinga vil i første rekke byggje på to forhold. For det første er lengda på budsjett horisonten avhengig av dagens situasjon. Om ein opererer med selskap og bransjar som er modne og som nærmar seg konstant vekst vil ein kort budsjett horisont vere fornuftig. Motsatt vil vekstselskap eller ustabile bransjar ha behov for ein lengre horisont. For det andre vil kvaliteten på rekneskapsføringa ha betydning, kor ein klarar seg med ein kortare budsjett horisont i tilfelle kor balansen er verdibasert (Knivsflå, 2019O, s.12)

Etter at budsjett drivarane er kartlagde og ein passende budsjett horisont er vald vil ein kunne starte budsjetteringa fram mot horisonttidspunktet T (steg 3), før den vidare budsjetteringa etter tidspunkt T skjer med konstant vekst som utgangspunkt (steg 4).

9.2. Analyse av historisk vekst

Innleingsvis i arbeidet mot eit fullstendig framtidsrekneskap vil det gjennomførast ei analyse av AVKA Group sin vekst over analyseperioda 2014—2019T. Målet er at dette skal gi innsikt som kan nyttast når det seinare skal gjerast opp ei meining om framtidig vekst.

Vekstanalysa vi bli gjort gjennom å sjå på både resultatelement og kapitalelement. Først og fremst vil driftsinntektsveksten i analyseperioda undersøkjast. Veksten i driftsinntekter er spesielt interessant ettersom denne viser omfanget, eller størrelsen, på selskapet sin aktivitet (Knivsflå, 2019O, s. 7). Deretter vil analysen ta for seg eigenkapitalveksten i den same perioda.

9.2.1. Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten som kan observerast i perioda 2014—2019T dannar grunnlaget for prediksjonen av korleis inntektsutviklinga vil bli fram mot budsjettthorisonen i år T. Denne veksten er berekna for kvart år basert på veksten i det aktuelle året målt mot året i forvegen, som vist av formel 9.2.1.

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

Formel 9.2.1: Driftsinntektsvekst

Denne vekstraten er berekna år for år og presentert i tabell 9.2.1, medan diagram 9.2.1 viser utviklinga grafisk saman med tilsvarende tal for bransjen.

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	3 352 282	2 566 760	2 073 241	1 595 385	1 420 712	1 246 059	
Driftsinntektsvekst	0,3060	0,2380	0,2995	0,1229	0,1402	0,3564	0,2438

Tabell 9.2.1: Historisk driftsinntektsvekst

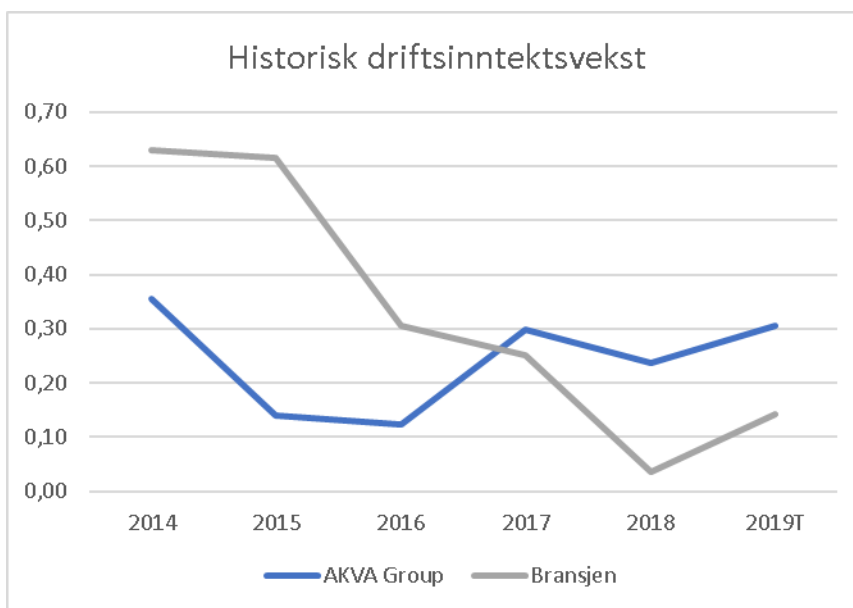


Diagram 9.2.1: Historisk driftsinntektsvekst

Berekinga av driftsinntektsveksten viser at AKVA Group og den øvrige bransjen (representert ved bransjesnittet) kvart år sidan 2014 har opplevd vekst i driftsinntektene. Dette er eit teikn på at bransjen framleis er i ein vekstfase kor aktørane stadig utviklar seg til større selskap. Vi har tidlegare i utgreinga sett at dei store selskapa i bransjen jamleg gjer oppkjøp av mindre aktørar, og denne trenden påverkar sjølvsgatt inntektsveksten i positiv retning. Merk at tala for historisk driftsinntektsvekst ikkje er justert for uorganisk vekst. Grunnen til at ei slik justering ikkje let seg gjere er manglande rekneskapsinformasjon frå dei øvrige selskapa i bransjen – som ikkje er børsnoterte. Om ein fjernar inntektseffektar ved oppkjøp for AKVA Group viser det seg at den organiske veksten ligg mellom 14—15 % både i 2018 og 2019.

For AKVA Group ser vi at driftsinntektsveksten har vore relativt stabil sidan 2014, og stort sett har denne lagt i området 15—25 %. Gjennomsnittleg driftsinntektsvekst i perioda 2014—2019T er om lag 25 %. Trenden sidan 2016 er at veksten tar seg opp for AKVA Group, medan den øvrige bransjen har opplevd ein motsett trend med avtakande vekst. Denne utviklinga kjem i etterkant av år med svært høg vekst. Den store forskjellen ein ser i favør bransjen i perioda 2014—2016 kan i stor grad tilskrivas det faktum at AKVA Group er eit av dei meir modne selskapa i bransjen, medan dei andre aktørane i større grad har vore i vekst i denne perioda.

I kapittel 9.3 vil budsjetthorisonen for framtidsrekneskapan bestemast. I denne forbindelse er det verdt å legge merke til at AKVA Group dei seinaste tre åra har hatt ein driftsinntektsvekst over 25 % - ein betydeleg vekstrate som viser at selskapet framleis er i vekst.

9.2.2. Analyse av historisk egenkapitalvekst

$$\text{Egenkapitalvekst} = (1 - \text{Utdelingsforhold}) * \text{Egenkapitalrentabilitet}$$

Formel 9.2.2: Egenkapitalvekst

I tillegg til ei analyse av den historiske driftsinntektsveksten vil det vere nyttig å sjå kort på egenkapitalveksten i den same perioda. Egenkapitalveksten kan sjølvsagt gi informasjon om kor raskt selskapet sin egenkapital veks, men også om korleis eigenkapitalen har vokse. Ein kan berekne egenkapitalveksten på to ulike måtar. Etersom AKVA Group har gjort oppkjøp som delvis er finansiert med kapitalforhøying vil egenkapitalveksten vise ein noko ustabil trend. Særleg ser vi frå diagram 9.2.2 at egenkapitalveksten i 2018 er svært høg. Denne veksten kjem som eit direkte resultat frå oppkjøpet av Egersund Net. Dette oppkjøpet blei finansiert 30 % med kontantar, medan resterande 70 % blei finansiert ved utstedelse av nye aksjar (AKVA Group, 2019A, s. 79). Vi ser også at 2014-tala for bransjen er svært høge som følgje av Steinsvik AS sitt oppkjøp av Ocea i 2014. Som vi ser er det utfordrande å trekke konklusjonar med utgangspunkt i egenkapitalveksten, utover at denne blir betydeleg påverka av oppkjøp og den konsolideringstrenda som bransjen har vore prega av. Manglande rekneskapsinformasjon frå bransjeselskapa gjer at desse tala ikkje kan justerast, slik at det heller ikkje gir meining å justere AKVA Group sin egenkapitalvekst.

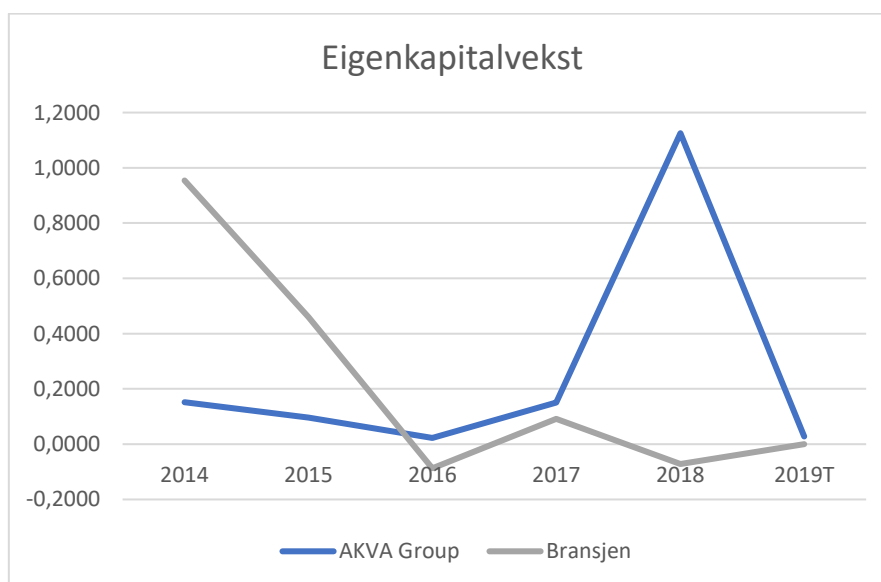


Diagram 9.2.2: Egenkapitalvekst

9.3. Val av budsjettperiode, detaljnivå og framskrivingsmetode

9.3.1. Val av budsjettperiode

Som nemnd innleiingsvis i kapittel 9 vil framtidsrekneskapen gjerast fullstendig innanfor ei gitt budsjettperiode, før konstant vekst blir forutsett frå eit tidspunkt T. Denne tilnærminga byggjer på ein livssyklusstankegang, kor ein antar at bransjar/selskap i høg vekst før eller seinare vil stabilisere veksten på eit nivå som maksimalt kan vere lik veksten i verdsøkonomien. Dette tidspunktet T er derfor først og fremst avhengig av kor modent selskapet og den øvrige bransjen er. Modne bransjar utan særleg potensiale for framtidig vekst vil typisk kunne handterast med ein kort budsjettthorison, ettersom ein forventar at selskapa er i nærleiken av konstant vekst. Motsett vil eit lang budsjettperiode vere nødvendig om ein ser på vekstbransjar. Andre tilfelle kor ei lang budsjettperiode (over fem år) er nødvendig vil være for sykliske bransjar, bransjar med høg superprofitt eller om ein forventar betydelege restruktureringar (Kaldestad & Møller, 2016, s. 116).

I kapittel 9.2.1 blei det vist at AKVA Group og bransjegjennomsnittet dei siste seks åra har opplevd positiv driftsinntektsvekst. For AKVA Group har denne veksten i gjennomsnitt hatt eit nivå rundt 25 %. Ein del av denne veksten kan tilskrivast konsolideringstrenden som den strategiske analysen fanga opp, men vekstraten er likevel såpass høg at den utan tvil viser eit selskap som framleis er i sterk vekst.

I tillegg til at driftsinntektsveksten speglar eit selskap i framleis vekst, finnast det ei rekkje potensielle vekstdrivarar for bransjen. Vi har tidlegare vist at volumutviklinga i oppdrettsnæringa dei seinaste 3—4 åra har vore flat som følgje av biologiske- og miljømessige utfordringar. Dette har leia til auka lakseprisar og auka vilje til å investere i teknologiutvikling. Ein kan sjå føre seg ulike scenario for framtidig utvikling i oppdrettsbransjen. For det første er det gode moglegheiter for at innovasjonsviljen vi no ser løyser utfordringane innan rimeleg tid, slik at volumutviklinga igjen tek seg opp. Dette vil fungere som ein vekstdrivar for leverandørindustrien gjennom oppdrettsbransjen sitt auka behov for produksjonsanlegg. Dersom dei biologiske- og miljømessige utfordringane held fram over lengre tid er det grunn til å anta at investeringane på dette området vil oppretthaldast, og dette er i seg sjølv ein vekstdrivar for leverandørindustrien som då vil oppleve vekst særleg i software- og landoppdrettsegmenta.

Knivsflå (2019O, s.19) peikar også på at kvaliteten på rekneskapsføringa påverkar behovet for ei lengre budsjettperiode. Verdibaserte rekneskap vil redusere behovet for ei lang

budsjettperiode, ettersom verdiane i selskapet då raskare blir fanga opp i rapporteringa. IFRS er i stor grad eit verdibasert rekneskapsrammeverk, slik at dette isolert sett talar i retning av ei kortare budsjettperiode.

Om ein ser på driftsinntektsveksten dei siste seks åra er det liten tvil om at AKVA Group og den øvrige bransjen er i ein vekstfase. I tillegg til dette er det usikkerheit knytt til utviklinga i oppdrettsbransjen, kor den viktigaste kundemassen er. Situasjonen i oppdrettsbransjen gir ei mengde potensielle vekstdrivarar for havbruksleverandørane i åra framover. På tross av at rekneskapskvaliteten talar for ei kortare budsjettperiode er totalbiletet at ein for AKVA Group har behov for ein nokså lang budsjettperiode. Budsjettperioden blir derfor satt til 10 år, som etter både Knivsflå og Kaldestad/Møller sine betraktningar blir sett på som en relativt lang budsjettperiode. Budsjetteringsperioda blir dermed **2020-2029**, kor 2029 altså er horisonttidspunktet.

9.3.2. Val av detaljnivå

Ein må ta stilling til kor detaljert budsjettet skal vere og kor mange budsjettdrivarar ein skal nytte. For det første påverkar lengda på budsjettperioden dette valet. Ein kort budsjettperiode tilseier høgare detaljnivå. Dette heng naturleg saman med at det er litt mindre uvisse om framtida jo nærare ein er notid. Ei slik utarbeiding er sær arbeidskrevjande og medføra eit stort informasjonsbehov. Knivsflå (2019N, s.35) argumentera generelt for at ei meir fokusert tilnærming er å føretrekke. Talet på budsjettdrivarar vert derfor avgrensa. Grunna all uvissa som skal handterast, er det ikkje gitt at eit detaljert budsjett er meir presist. Det er viktigare at modellen er transparent enn at den er kompleks (Kaldestad & Møller, 2016, s.122). Med bakgrunn i at vi her har ein relativ lang prognoseperiode (10år) vel vi ei fokusert tilnærming med fokus på dei mest sentrale budsjettdrivarane.

I vårt fokuserte rammeverk er det ni budsjettdrivarar som kjem til uttrykk gjennom sju steg. Prosessen er illustrert i diagram 9.3.2.

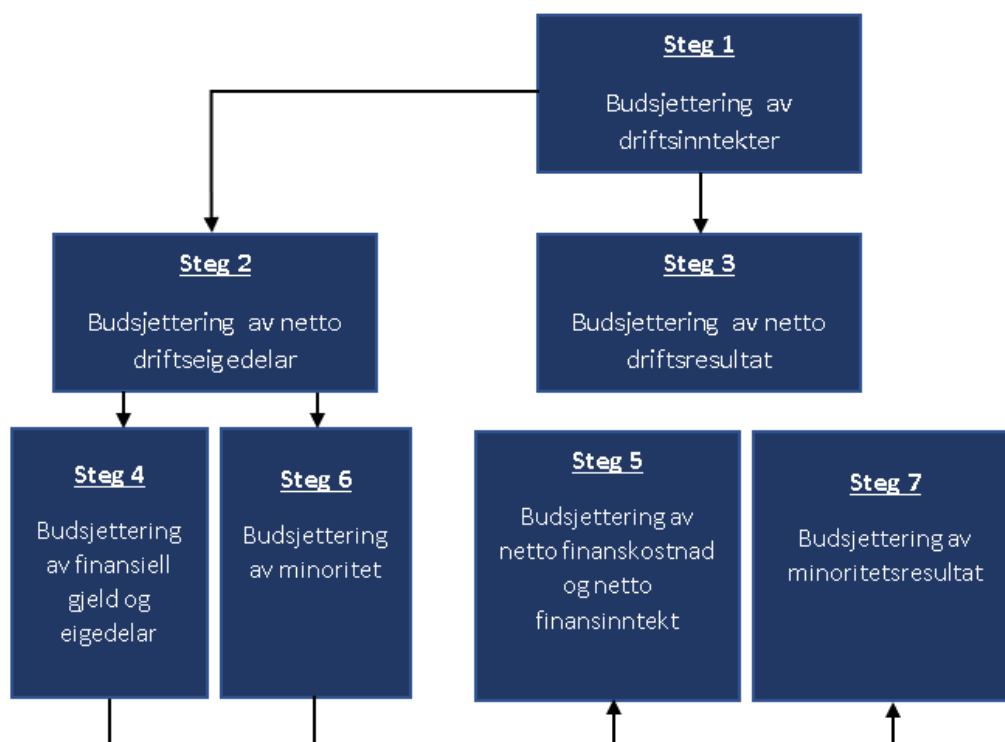


Diagram 9.3.2: Framskrivning av budsjettdrivarar

9.3.3. Framskrivningsteknikk

Knivsflå presentera to metodar som kan nyttast til å avgjere veksten i budsjettperioden (Knivsflå, 2019O, s. 53). Den første metoden går ut på å lage ei vekstbane for tre ulike scenario: Forventa-, optimistisk- og pessimistisk scenario. Ein tilordnar deretter eit sannsyn for kvart scenario og på denne måten får ein eit endeleg framtidsrekneskap. Den andre metoden, som blir brukt i det vidare, går ut på å basere seg på den forventa utviklingsbana før ein vurderer uvisse eksplisitt gjennom simulering og sensitivitetsanalyse. Simuleringa gir oss eit rimeleg pålitelegheitsintervall, medan sensitivitetsanalysen vil basere seg på uvisse knytt til estimata i simuleringa.

Dei opplista budsjettdrivarane blir framskrivne ved å først definere fire faste punkt over budsjettperioden. Deretter blir drivarane budsjettert lineært mellom desse punkta. Dei tre første åra i budsjettperioden representera punkt 1 (2022), medan punkt 2 (2025) er det vi definera som mellomlang sikt. Punkt 3 er det siste budsjettåret (T), og representera lang sikt.

Merk elles justeringa som blei gjort i kapittel 5.4.1. Etersom IFRS 16, den nye standarden for behandling av leigeavtar, blei innført frå og med 2019, vart effektar som følgje av denne justert vekk frå 2019-rekneskapen. I det vidare vil framtidsrekneskapen reknast i tråd med dei historiske rekneskapa, som betyr at heller ikkje her vil IFRS 16-effektar gjere seg gjeldande.

9.4. Budsjettdrivarar

9.4.1. Driftsinntektsvekst

I dette kapittelet vil driftsinntektsveksten for budsjettperioden bli predikert, slik denne er vist i formel 9.4.1.

$$\text{Driftsinntekt}_t = (1 + \text{driftsinntektsvekst}_t) * \text{driftsinntekt}_{t-1}$$

Formel 9.4.1: Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten er som tidlegare nemnd det viktigaste elementet i eit framtidsrekneskap. Grunnen til dette er at denne vekstraten indirekte bestemmer størrelsen og omfanget av selskapet, og på den måten gir innsikt i korleis andre drivarar vil utvikle seg. Størrelsen på selskapet er i seg sjølv også ein viktig faktor i vurderinga av korleis veksten utviklar seg vidare, ettersom empiri viser at større selskap har vanskelegare med å oppnå like stor prosentvis vekst som eit mindre selskap (Damodaran, 2012, s. 279-280). Dette betyr at ein vil forvente avtakande driftsinntektsvekst etter kvart som selskapet veks, sjølv om dei fundamentale forholda elles endrar seg lite.

Budsjetteringa av driftsinntektsveksten vil bli gjort med innsikt frå den strategiske rekneskapsanalyse, kor spesielt den strategiske analysen frå kapittel 4 vil bli viktig med tanke på å vurdere potensielle vekstimpulsar i budsjettperioden. Som tidlegare nemnd vil budsjettperioden splittast i tre. Først vil analysen ta for seg perioda 2020-2022 (kort sikt) før veksten blir bestemt for perioda 2023-2026 (mellomlang sikt). Til slutt vil den langsiktige vekstbana fram mot tidspunkt T bli drøfta, samt kva ein kan forvente av vekst etter at AKVA Group har nådd «steady state» (2029).

Den historiske driftsinntektsveksten til AKVA Group har eit gjennomsnitt over dei siste seks åra på 24,4 %, kor dei siste tre åra har gitt ein vekst mellom 24—30 % og dermed trekt opp snittet i den aktuelle analyseperioda. Den historiske driftsinntektsveksten gir i seg sjølv lite innsikt i korleis veksten vil bli framover, ettersom historisk vekst empirisk har vist låg prediksjonskraft for framtidig vekst (Damodaran, 2012, s.280). Sjølv om historisk driftsinntektsvekst isolert sett har liten prediksjonsverdi, er denne nyttig i form av at ein kan observere korleis veksten blir påverka av endring i fundamentale forhold i den aktuelle perioda. Damodaran argumenterer også for at den historiske driftsinntektsveksten i første rekkje bør brukast til prediksjon på kort sikt, og på den måten at strategisk analyse bør spele ei større rolle desto lenger ut i budsjettperioden ein beveger seg.

Forholdet til oppdrettsbransjen

Diskusjonen rundt lengda på budsjettperioden (kapittel 9.3.1) har allereie vist at AKVA Group og resten av bransjen står overfor ei uoversiktleg framtid kor oppdrettsbransjen i stor grad vil avgjere framtidige vekstforhold. Dei største og viktigaste kundane til AKVA Group og resten av havbruksleverandørane er oppdrettsselskapa. Dette betyr at driftsinntektsveksten i AKVA Group i stor grad er avhengig av korleis oppdrettsbransjen utviklar seg i tida framover.

Det viktigaste spørsmålet når det kjem til vidare utvikling i oppdrettsbransjen er kor vidt framtidig vekst vil vere volumdriven eller driven av innovasjon og effektivisering. Den strategiske analysen viste blant anna at utviklinga i slaktevolum for oppdrettsselskapa dei seinaste tre—fire åra har vore flat. Dette skuldast i stor grad volumregulerande tiltak frå myndighetshald, kor det såkalla «trafikklyssystemet» som blei vedteke i slutten av 2017 har vore spesielt viktig. Volumavgrensinga er i første rekkje knytt til biologiske- og miljømessige utfordringar – eksempelvis i form av luseproblematikk. Analysen viste samstundes at oppdrettsselskapa som resultat av høge inntekter og volumavgrensande reguleringar har vist større vilje til å investere i teknologi som løyser utfordringane eller på andre måtar kan gjere

næringa meir effektiv. Per dags dato er det høgst usikkert kor lang tid det vil ta å løyse dei biologiske- og miljømessige utfordringane slik at slaktevolumet igjen kan ta seg opp.

På tross av ei flat volumutvikling i oppdrettsbransjen har særleg laksenæringa gått svært bra dei siste åra – mykje på grunn av høg laksepris. Det sentrale ved dette i forbindelse med prediksjon av driftsinntektsveksten er korleis dei ulike scenarioa vil påverke inntektsveksten for AKVA Group og resten av havbruksleverandørane. Vårt syn er utan tvil at AKVA Group vil oppleve størst inntektsvekst dersom oppdrettsnæringa løyser problema knytt til biologi og miljø, slik at myndigheitene i større grad tillèt vekst i produksjonsvolumet. Alternativet til dette er at utviklinga vi har sett dei siste åra held fram – nemleg at innovasjon og utvikling av nye teknologiske løysingar står i fokus. Når det kjem til teknologiutvikling ser vi at oppdrettselskapa sjølve i stor grad tek initiativ og set dagsorden. Dette blei blant anna vist i den strategiske analysen, med fleire eksempel kor dei store oppdrettselskapa i samarbeid med enkelte havbruksleverandørar utviklar nye løysingar. Grunnen til at oppdrettselskapa i stor grad styrer denne prosessen sjølv er at slik teknologiutvikling er ein svært samansett prosess, kor ein er avhengig av å teste løysingane under reelle forhold i produksjonsanlegga. Eit scenario med flat volumutvikling og meir teknologiutvikling vil naturlegvis gi havbruksleverandørane inntekter og moglegheiter for inntektsvekst. Det er likevel slik at meir volumorienterte oppdrettselskap vil gi auka behov for levering av fullstendige produksjonsanlegg og dermed høgare driftsinntektsvekst for havbruksleverandørane. For AKVA Group heng dette også saman med at segmentet for merdbaserte anlegg er det klart største.

Eit anna sentralt moment med tanke på havbruksleverandørane sin avhengigheit av oppdrettselskapa er korleis lønnsmda hos desse vil utvikle seg. Ein har dei siste åra sett korleis oppdrettselskapa sin investeringsvilje har auka i takt med auka lønnsmd. Etersom lakseprisen har spelt ei svært sentral rolle i denne lønnsmdsutviklinga er det naturleg å inkludere lakseprisutviklinga når ein skal vurdere korleis driftsinntektsveksten blir for havbruksleverandørane. I tillegg til lakseprisen er etterspørselsutviklinga viktig for korleis oppdrettsbransjen vil utvikle seg. Tidlegare har det blant anna blitt peika på at verda sitt matbehov vil auke med om lag 60 % i perioda fram mot 2050. Dette er eit forhold som gir ein naturleg vekstimpuls til oppdrettsnæringa, og dermed indirekte til havbruksleverandørane.

Uorganisk vekst

Eit anna sentralt forhold frå den strategiske analysen er konsolideringa som har funne stad dei siste åra. Denne trenden er blant anna representert ved Kverva sine oppkjøp av Steinsvik AS og Aqualine AS i hhv. 2016 og 2017. I tillegg har AKVA Group gjort fleire store oppkjøp det siste tiåret, kor særleg kjøpet av Egersund Net i 2018 er viktig. Oppkjøp av denne typen bidreg til sterk inntektsvekst på kort tid for dei aktuelle selskapa. Derimot er veksten uorganisk, og ein må vere observant med tanke på korleis desse oppkjøpa påverkar dei historiske tala for driftsinntektsvekst.

Det er svært vanskeleg å predikere oppkjøp AKVA Group vil gjere i åra framover, ettersom dette i stor grad avheng av tilgang på selskap og strategiske prioriteringar framover i tid. Ein kan likevel observere at dei nemnde oppkjøpa er gjort i løpet av dei siste tre åra, slik at ein ikkje har noko indikasjon på at utviklinga vil stoppe opp med det første. Potensialet for internasjonal ekspansjon vil auke sannsynet for ytterlegare oppkjøp.

Internasjonal ekspansjon

AKVA Group har i løpet av analyseperioda 2014-2019T hatt stabil aktivitet i internasjonale marknader, kor særleg Chile og Storbritannia har vore viktige marknader. Inntektsveksten i den internasjonale marknaden har vore god, kor ein eksempelvis såg ein vekst på 85 % i Chile i 2018 (AKVA Group, 2018, s. 18). Chile er ein marknad AKVA Group er godt etablert i, og vekst i denne marknaden vil gi eit betydeleg bidrag til den totale driftsinntektsveksten.

Sjølv om AKVA Group er godt representert i mange internasjonale marknader står ein samstundes på utsida av fleire framtidig store oppdrettsnasjonar. Eit eksempel er USA, kor ei rekkje aktørar no satsar stort på landbasert oppdrett med nærleik til sluttbrukarmarknaden. Atlantic Sapphires har eit anlegg under oppbygging i Florida som aleine vil stå for ein årleg produksjon på 90.000 tonn laks. Dette svarer om lag til 7 % av den årlege norske produksjonen (PWC, 2019, s. 44). Dette anlegget, og liknande anlegg som er under planlegging i andre land, nyttar teknologi som AKVA Group i dag leverer. Kor vidt AKVA Group klarar å utnytte den enorme veksten landbasert oppdrett tilsynelatande vil få internasjonalt i åra framover vil sjølvsagt ha stor påverknad på driftsinntektsveksten. Merk at ein også ventar stor vekst i investeringar i landbaserte anlegg på norsk jord, kor AKVA Group sjølve ventar at oppdrettsnæringa vil investere 6 milliardar i settefisk- og smoltanlegg dei neste seks åra (nærmare omtala i kapittel 2.2.2).

Makroforhold

I dag stammar 52 % av AKVA Group sine inntekter frå den norske marknaden, men trenden viser at denne andelen er dalande. Veksten i den chilenske og britiske marknaden var i 2018 på hhv. 85 % og 60 % (AKVA Group, 2018). Det er med andre ord liten tvil om viktigeita av internasjonal ekspansjon for framtidig vekst for AKVA Group, som nemnd tidlegare. For at potensialet for internasjonal vekst skal realisere seg er selskapet likevel avhengig av eit godt internasjonalt handelsklima.

Den strategiske analysen peika blant anna på ein for tida spent handelspolitisk situasjon mellom USA og Kina som også påverkar verdsøkonomien i eit større bilete. USA er sett på som ein viktig vekstmarknad for landbasert oppdrett, og den proteksjonistiske retninga den amerikanske handelspolitikken har tatt er uheldig i så måte. I tillegg til dette er det knytt uvisse til korleis Storbritannia si utmelding frå EU vil få konsekvensar for handelsklimaet mellom Noreg og Storbritannia, kor tidlegare handelsavtalar i stor grad har gått gjennom EU. Proteksjonistisk politikk har ikkje berre fått fotfeste i USA og Storbritannia, men er også ein overordna trend i mange andre land. Utviklinga i handelspolitikken vil få direkte konsekvensar for AKVA Group sin driftsinntektsvekst framover gjennom at tilgangen til enkelte marknader kan bli påverka. I tillegg kan ein oppleve indirekte konsekvensar ved at handelspolitisk uro kan påverke den økonomiske veksten i aktuelle marknader.

Driftsinntektsvekst på kort sikt (2020—2022)

Den historiske driftsinntektsveksten er eit godt startpunkt for prediksjon av driftsinntektsveksten på kort sikt (Damodaran, 2012, s. 281). Analysen av den historiske driftsinntektsveksten viste vekstratar på 24 % og 31 % for hhv. 2018 og 2019. Desse tala er medrekna uorganisk vekst som oppstod i forbindelse med oppkjøpet av Egersund Net i 2018. Den organiske veksten er berekna til å ligge i området 14-15 % i 2018 og 2019, og det er denne veksten som vil nyttast som det historiske utgangspunkt for vidare prediksjon i nær framtid. Grunnen til at uorganisk vekst ikkje blir tatt omsyn til på kort sikt er at det ikkje ligg føre konkret informasjon om nye oppkjøp. I tillegg er det naturleg for AKVA Group å innarbeide Egersund Net, som er eit relativt stort oppkjøp, i si drift før ein tenker på nye oppkjøp. Den historiske driftsinntektsveksten gir oss altså eit utgangspunkt rundt 14 %.

Vidare er forholdet til oppdrettsbransjen av særleg interesse, og då særleg i forbindelse med potensiell volumauke. Trafikklyssystemet som blei innført i 2017 avgrensar per i dag produksjonsvolumet særleg på vestlandet. Karin Kroon Boxaspen frå Havforskningsinstituttet

er i intervju med kyst.no klar på at dagens situasjon ikkje gir opning for auka produksjonsvolum på kort sikt (Thomsen, 2019). Ei potensiell auke i volumet vil særleg avhenge av at ein løyser luseproblematikken. Næringa investerer store ressursar i ny teknologi på området, men det er per dags dato få teikn til at ein på kort sikt vil få eit gjennombrot. Vår klare oppfatning er at oppdrettsnæringa dei nærmaste tre åra framleis vil vere prega av avgrensa volum, og kor ein brukar ressursar på teknologiutvikling. Dette scenariolet legg som tidlegare nemnd ein dempar på driftsinntektsveksten i AKVA Group, slik at dette isolert sett trekk ned den venta driftsinntektsveksten.

Eit anna forhold som påverkar driftsinntektsveksten framover negativt er ei svekking av lakseprisen. Lakseprisen er allereie markant ned frå toppnivået i 2017. Det er naturleg å vente at denne utviklinga vil fortsette på kort sikt, ettersom internasjonale aktørar som vi har sett vil gi auka slaktevolum på verdsbasis. Lågare laksepris vil isolert sett føre til redusert lønnsnemd for oppdrettsnæringa, og dermed også påverke investeringsviljen negativt. Dette svekker driftsinntektsveksten for AKVA Group. Til slutt er det verdt å merke seg ein positiv trend i AKVA Group sin internasjonale aktivitet, med sterk vekst i Chile og Storbritannia.

I sum er det liten tvil om at driftsinntektsveksten vil reduserast dei neste tre åra. Den historiske veksten gir oss eit utgangspunkt på 14 %. Det er sjølvstykkt knytt stor uvisse til korleis veksten vil utvikle seg, men med utgangspunkt i forutgåande drøfting vel vi å sette veksten i 2022 til 4 %. Ein vekstrate på 4 % er godt under det lågaste nivået vi har sett i analyseperioden, men etter vår oppfatning vil den venta utviklinga i oppdrettsbransjen gjere det særst vanskeleg å oppretthalde ein vekst på dagens nivå. Utviklinga i perioda 2020-2022 vil framskrivas som ei lineær bane frå dagens organiske driftsinntektsvekst (14 % i 2019) og ned til venta nivå på 4 % i 2022. Dette betyr at driftsinntektsveksten i 2020 blir 10,67 %, i 2021 7,33 %, før den ender på 4 % i 2022.

Driftsinntektsvekst på mellomlang sikt (2022—2025)

Desto lenger inn i framtida ein ser desto meir usikkerheit er det knytt til korleis fundamentale drivarar vil utvikle seg. Perioda «mellomlang sikt» strekker seg i dette tilfellet frå 2023—2025. I denne perioda er det særleg tre forhold som truleg vil påverke driftsinntektsveksten.

For det første er det venta at oppdrettsnæringa før eller seinare vil løyse sine biologiske- og miljømessige utfordringar. Dette vil i neste rekkje føre til ei lette i reguleringane frå fiskerimyndigheitene, slik at det igjen er mogleg med ei betydeleg auke i slaktevolumet. Nøyaktig når dette vil inntreffe er høgst uvisst, men det er naturleg å anta at

teknologiinvesteringane som no gjerast av oppdrettsnæringa på sikt vil gi resultat. Vårt standpunkt er at ein innanfor denne tidsperioden (mellomlang sikt) vil sjå at dei biologiske problema blir løyst i større grad enn i dag, og at investeringane i produksjonsanlegg då vil ta seg opp i oppdrettsbransjen. Dette gir i neste rekkje betydelege vekstimpulsar til havbruksleverandørane.

For det andre er det klart at AKVA Group dei neste åra må investere i internasjonal ekspansjon dersom ein framleis ønskjer å vere ein internasjonal aktør. Med dette meinast først og fremst at ein per i dag ikkje er direkte til stades i USA som framover vil bli ein viktig marknad. Investeringar dei neste tre åra (kort sikt) vil gi moglegheiter for positivt bidrag til driftsinntektsveksten på mellomlang sikt.

For det tredje er det gode moglegheiter for at landbasert oppdrettsteknologi på mellomlang sikt i større grad gjer seg gjeldande og kan gi større bidra til driftsinntektene. Atlantic Sapphire sitt nemnde anlegg i Florida er under bygging og har framleis ein veg å gå før det er klart for operasjonell aktivitet. Fullskala oppdrett på land er framleis ikkje testa ut i anlegg av denne størrelsen, men på mellomlang sikt er det å vente at teknologien gjer dette mogleg. I tillegg til dette er det tidlegare vist til regulatoriske endringar i Noreg som bidreg til potensielt store investeringar i settefisk- og smoltanlegg på mellomlang sikt (sjå kapittel 2.2.2.).

Til slutt kan det også nemnast at moglegheita for uorganisk vekst vil vere større på mellomlang sikt enn på kort sikt ettersom ein då i større grad har fått integrert nylege oppkjøp i selskapet.

I sum ser vi at ei rekkje vekstimpulsar kan gjere seg gjeldande på mellomlang sikt. Særleg viktig vil det vere om oppdrettsnæringa igjen blir volumfokusert. Det er naturleg å anta ein vekst i 2025 som ligg om lag på dagens nivå, men noko nedjustert for det faktum at selskapet då har blitt større og har vanskelegare for å oppnå tilsvarande prosentvis vekst. Vi vel derfor å sette driftsinntektsveksten i 2025 til 10 %.

Driftsinntektsvekst på lang sikt (2025—2029)

Det siste framskrivingspunktet er vekstraten som blir antatt å gjelde evigvarande etter at AKVA Group har nådd «steady state» (konstant vekst) i år 2029. Knivsfå argumenterer her med at veksten på lang sikt ikkje kan overgå veksten i verdsøkonomien generelt (Knivsfå, 2019N, s. 66). Den langsiktige veksten i verdsøkonomien er antatt å ligge i intervallet 5-6 %, kor ein også har tatt omsyn til inflasjon. Det er derimot ikkje naturleg å vente at eit enkeltsekskap skal vekse med denne raten over lang tid. Grunnen er at bransjen etter kvart som denne blir meir moden

vil oppleve redusert driftsinntektsvekst, som ikkje vil kunne vere på nivå med totalveksten – som også inkluderer vekstbransjar. På bakgrunn av dette vil driftsinntektsveksten i år 2029 (T) bli satt til 3 %. Dette betyr at den lineære utviklingsbana frå 2025—2029 vil gå frå 10—3%, før den vidare veksten blir satt lik 3 %.

Oppsummering driftsinntektsvekst

Tabell 9.4.1 (1) oppsummera prediksjon av driftsinntektsvekst i budsjettperioden. Utviklinga baserer seg på dei tre punkta 2019, 2022 (kort sikt), 2025 (mellomlang sikt) og 2029 (lang sikt). Til slutt i tabellen er åra T+1 og T+2 teke med for å vise veksttakten etter at ein har nådd stabil vekst frå år 2029.

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F = T	T+1	T+2
Driftsinntektsvekst	0,1067	0,0733	0,0400	0,0600	0,0800	0,1000	0,0825	0,0650	0,0475	0,0300	0,0300	0,0300

Tabell 9.4.1 (1): Driftsinntektsvekst

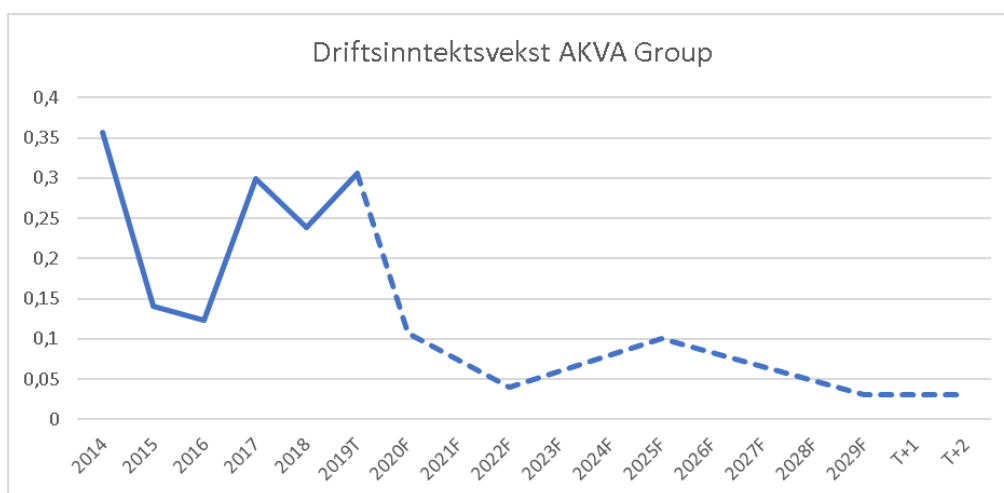


Diagram 9.4.1 (1): Driftsinntektsvekst AKVA Group

Tabell 9.4.1 (2) viser korleis driftsinntektene utviklar seg som konsekvens av dei predikerte vekstratane, medan denne utviklinga blir presentert grafisk i diagram 9.4.1 (2).

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Driftsinntekter t-1	3 352 282	3 709 858	3 981 915	4 141 191	4 389 663	4 740 836	5 214 919	5 645 150	6 012 085	6 297 659	6 486 589	6 681 186
Vekstfaktor	1,1067	1,0733	1,0400	1,0600	1,0800	1,1000	1,0825	1,0650	1,0475	1,0300	1,0300	1,0300
Driftsinntekter t	3 709 858	3 981 915	4 141 191	4 389 663	4 740 836	5 214 919	5 645 150	6 012 085	6 297 659	6 486 589	6 681 186	6 881 622

Tabell 9.4.1 (2): Framskrivne driftsinntekter

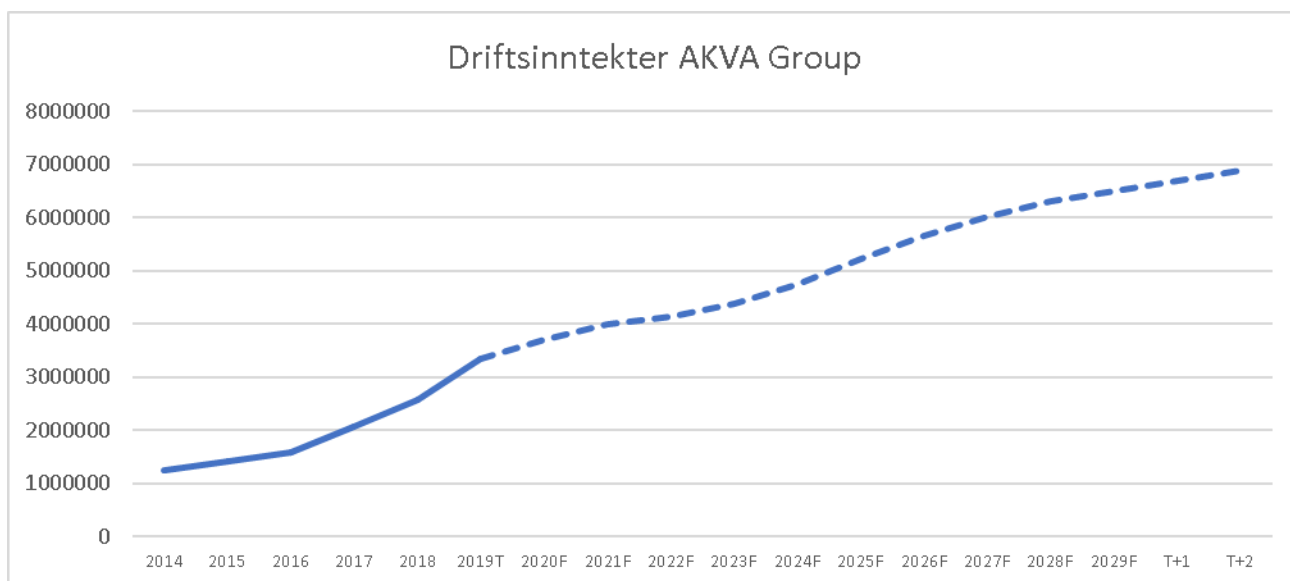


Diagram 9.4.1 (2): Driftsinntekter AKVA Group

9.4.2. Netto driftseigedelar

Netto driftseigedelar vil budsjetterast framover i tid med utgangspunkt i formel 9.4.2.

$$\text{Netto driftseigedelar}_{t-1} = \frac{\text{Driftsinntekter}_t}{\text{Omlaupet til netto driftseigedelar}_t}$$

Formel 9.4.2: Netto driftseigedelar

Driftsinntektene er allereie budsjettert i den aktuelle budsjettperioden. Dette betyr at netto driftseigedelar vil framskrivast ved å predikere utviklinga i omlaupet til netto driftseigedelar.

Den historiske utviklinga i omlaupshastigheita i AKVA Group er vist i tabell 9.4.2 (1). Tabellen viser ei stabil nedgåande trend over analyseperioda. Grunnen til at omlaupshastigheita er betydeleg lågare i 2018 og 2019T er høg kapitalbinding i immaterielle eigedelar knytt til oppkjøp – kor ein særleg tileigna seg ein betydeleg goodwill-post gjennom oppkjøpet av Egersund Net i 2018.

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Omlaushastigheit	1,84	1,88	2,39	2,38	2,64	2,75	2,11

Tabell 9.4.2 (1): Historisk omlaupshastigheit

Det beste estimatet på langsiktig omlaupshastigheit er bransjesnittet, og det er vanlegvis venta at ein vil sjå ein konvergens mot dette snittet på lang sikt (Knivsflå, 2019O, s. 9). Som lønnssemdsanalysen viste har AKVA Group ein omlaupsulempe målt mot bransjen. Det

tidsvekta gjennomsnittet for bransjen viser ein omlaupshastigheit på 4,1 – betydeleg høgare en AKVA Group med 2,1. Denne forskjellen er stor, og det er nødvendig å gjere ei kvalitativ vurdering av kor vidt det er naturleg at AKVA Group på lang sikt vil bevege seg mot ein omlaupshastigheit på over 4. I denne samanheng er det verdt å framheve posisjonen bransjeselskapa har i sine respektive konsern. AKVA Group er eit selskap som i praksis ligg på toppen i Egersund-konsernet, og stadig utvidar strukturen nedover ved oppkjøp – seinast representert ved oppkjøpet av Egersund Net i 2018. Selskapa bransjesnittet byggjer på er i stor grad selskap som sjølve har blitt kjøpt opp. Konsekvensen av dette er at både Steinsvik AS og Aqualine AS i dag ligg som dotterselskap i Kverva-konsernet, og sjølve i svært liten grad gjer egne oppkjøp. Resultatet av desse forskjellane er at AKVA Group i analyseperioden jamt over har hatt store immaterielle driftsrelaterte egedelar – særleg goodwill – i sin balanse samanlikna mot bransjesnittet. Som følge av dette ser vi det meir hensiktsmessig å bruke AKVA Group sitt tidsvekta gjennomsnitt som utgangspunkt for anslaget på omlaupshastigheita i tidspunkt T (2,11). Vi vel å justere ned anslaget noko frå det historiske snittet for å sikre konsistens mot dei overordna strategiske føresetnadane. Det er nemleg venta at bransjen på lang sikt vil omstille seg til meir sal av landbasert teknologi og softwareløysingar. Dette er produkt som i mindre grad krev spesialtilpassingar og dermed i større grad tilet standardproduksjon og lageroppbygging. Som følge av dette er det venta at den langsiktige omlaupshastigheita vil stabilisere seg noko lågare enn det historiske gjennomsnittet. Vi vel derfor ei omlaupshastigheit på 1,9 i 2029, og ei lineær utvikling fram mot dette tidspunktet.

Tabell 9.4.2 (2) viser utrekninga i netto driftseigedelar i budsjettperioden. Merk at omlaupshastigheit blir rekna på inngåande balanse. Dette blir gjort for å sikre konsistens til framtidsrekneskapan og sjølve verdivurderinga, kor ein forutset at kontantstraumen blir realisert ved slutten av året.

Netto driftseigedelar	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Driftsinntekter t+1	3 981 915	4 141 191	4 389 663	4 740 836	5 214 919	5 645 150	6 012 085	6 297 659	6 486 589	6 681 186	6 881 622	7 088 071
Omlaupshastigheit t+1	1,85	1,86	1,86	1,87	1,88	1,88	1,89	1,89	1,90	1,90	1,90	1,90
Netto driftseigedelar t	2 150 186	2 228 956	2 355 071	2 535 297	2 779 887	2 999 612	3 184 412	3 325 081	3 413 994	3 516 414	3 621 906	3 730 563

Tabell 9.4.2 (2): Framskrevne netto driftseigedelar

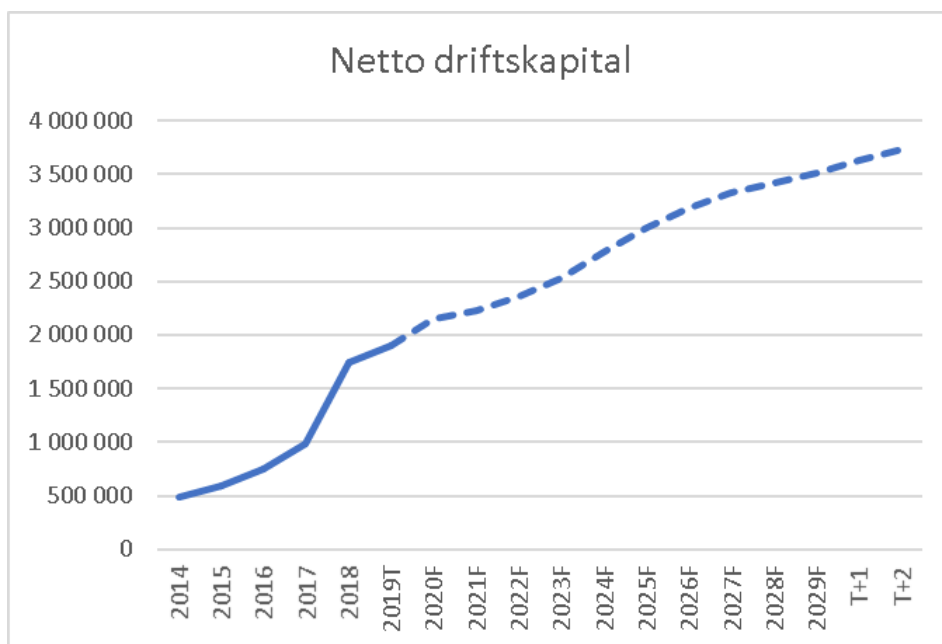


Diagram 9.4.2: Framskreven netto driftskapital

9.4.3. Netto driftsresultat

Budsjetteringa av netto driftsresultat vil basere seg på formel 9.4.3.

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t * \text{Driftsinntekter}_t$$

Formel 9.4.3: Netto driftsresultat

Også her vil budsjetteringa basere seg på dei allereie framskrivne driftsinntektene, slik at det er framtidig netto driftsmargin som vil avgjere korleis driftsresultatet vil utvikle seg over budsjetterperioden.

Tabell 9.4.3 (1) viser den historiske utviklinga i netto driftsmargin i perioda 2014—2019T. Tala viser ein netto driftsmargin som i analyseperioda har vore relativt stabil rundt 4 %, med eit tidsvekta gjennomsnitt på 4,29 %. Frå lønnssemdsanalysen såg vi at den øvrige bransjen hadde ein endå lågare margin, slik at AKVA Group har ein marginfordel..

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Netto driftsmargin	0,0447	0,0350	0,0569	0,0346	0,0456	0,0394	0,0429

Tabell 9.4.3 (1): Netto driftsmargin

Ettersom AKVA Group har ei relativt distinkt tredeling av sitt varesortiment kan det innleiingsvis vere nyttig å sjå på korleis marginen i desse ulike segmenta var i 2018. Årsrapporteringa til AKVA Group inneheld ikkje informasjon om nettoresultatet per segment,

men angir driftsresultatet før skatt (EBIT). Disse tala er vist i tabell 9.4.3 (2). Berekningane viser at software er det segmentet som gir den høgaste marginen, og har gjort det samlege år sidan 2014. Elles leverer segmenta «merdbasert teknologi» og «landbasert teknologi» relativt lik margin i gjennomsnitt. Det er likevel verdt å merke seg at landbasert oppdrettsteknologi dei siste åra har vore igjennom ein utprøvningsfase, og vi ser at marginen har stabilisert seg på eit langt høgare nivå dei seinaste to åra etter ei svak periode 2014—2016. Dette betyr at ein framover i tid kan vente høgare driftsmargar ved sal av landbasert teknologi, og at denne vil stabilisere seg over marginen for merdbasert teknologi.

Driftsmargin	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Merdbasert teknologi	0,0387	0,0762	0,0557	0,0575	0,0627	0,0549
Software	0,1151	0,0988	0,1035	0,1186	0,0770	0,1058
Landbasert teknologi	0,0737	0,0622	-0,0077	0,0471	-0,0098	0,0476

Tabell 9.4.3 (2): Driftsmargin etter segment

I det vidare vil det bli gjort ei framskriving av netto driftsmargin i tre delar (kort-, mellomlang- og lang sikt). Framskrivinga vil også her bygge på strategisk rekneskapsanalyse. I analysen av driftsinntektsveksten blei fundamentale forhold framover i tid drøfta detaljert og mange av forholda som blei drøfta i kapittel 9.4.1 «Driftsinntektsvekst» vil også vere sentrale her.

Netto driftsmargin på kort sikt (2020-2022)

Den strategiske analysen frå kapittel 4, samt drøftinga i kapittel 9.4.1, konkluderte med at ein på kort sikt vil sjå ei framleis flat volumutvikling i oppdrettsnæringa. Resultatet av dette, i kombinasjon med ein høg investeringsvilje i næringa er at havbruksleverandørane dei neste åra må belage seg på utflating i salsvolum, men høgare etterspurnad etter teknologi. Som vist i tabell 9.4.3 (2) rapporterer AKVA Group langt høgare driftsmargin i sitt software-segment enn for merdbasert teknologi. Dei seinaste åra har dette segmentet berre utgjort om lag 10 % av den totale omsetnaden, men ei utvikling mot relativt meir software-sal vil isolert sett auke driftsmarginen.

Eit anna utviklingstrekk som den strategiske analysen avdekka er overgangen til landbasert oppdrett. Dette er også ein trend som har gjort seg gjeldande for AKVA Group ved at segmentet «landbasert teknologi» har hatt ein markant auke dei seinare åra (sjå tabell 2.4.3). Det er grunn til å anta at denne utviklinga vil halde fram på kort sikt. Margineffekten frå auka sal av landbasert teknologi er noko uklar, men det er grunn til å anta at landbasert teknologi på kort og mellomlang sikt vil gi høgare margar enn tradisjonell merdteknologi. Grunnen til dette er

effekten som blei drøfta i forbindelse med tabell 9.4.3 (2) – nemleg at landbasert teknologi viser gode marginar etter kvart som segmentet har blitt meir modent.

I sum er det fleire faktorar som peikar i retning av at AKVA Group dei nærmaste åra kan oppnå vekst i segment som gir relativt sett gode marginar. Vi vel derfor å budsjettere ein netto driftsmargin i 2022 på 6 %.

Netto driftsmargin på mellomlang sikt (2023-2025)

På mellomlang sikt er det venta at volumutviklinga i oppdrettsnæringa vil ta seg opp, av årsaker drøfta i kapittel 9.4.1 «Driftsinntektsvekst». Ei slik utvikling er venta å gi eit auka behov for investeringar i tradisjonelle produksjonsanlegg – ettersom dette er ein føresetnad for at produksjonsvolumet skal kunne ta seg opp. Dette betyr isolert sett at AKVA Group vil sjå auke i segmentet for merdbasert teknologi. Frå tabell 9.4.3 (2) ser vi at dette segmentet historisk har gitt låge driftsmarginar, kor eksempelvis 2018 ga ein driftsmargin under 4 %.

Vidare er det som tidlegare drøfta venta at ein på mellomlang sikt vil sjå at landbasert teknologi verkeleg gjer seg gjeldande i oppdrettsnæringa. Dette er grunna i pågåande investeringar eksempelvis i USA. Det er venta at AKVA Group som ein internasjonal aktør må posisjonere seg for dette dei nærmaste åra, og at ein deretter i større grad kan dra nytte av veksten i landbasert teknologi eksempelvis i USA på mellomlang sikt. På bakgrunn av dette er det naturleg å vente vekst i segmentet «landbasert teknologi» for AKVA Group sin del på mellomlang sikt.

Vi ser at ulike forhold på mellomlang sikt trekker i ulike retningar. I sum er det likevel eit faktum at merdbasert teknologi utgjer ein svært stor del av AKVA Group si verksemd, slik at ein vekst i dette segmentet på mellomlang sikt er venta å svekke netto driftsmargin. Netto driftsmargin blir derfor satt til 5 % i 2025.

Netto driftsmargin på lang sikt (2025-2029) og i stabil vekst

På lang sikt er det venta at konkurransen i bransjen driv netto driftsmargin for enkeltaktørane mot bransjesnittet (Knivslå, 2019O, s. 19). Unntaket frå dette vil vere i tilfelle kor selskapa har varige konkurransefortrinn. SVIMA-analysen i kapittel 4 viste at AKVA Group ikkje har slike varige fortrinn knytt til interne ressursar. Dette betyr at ein på lang sikt vil forvente at konkurrentane imiterer lønsame ressursar, og at netto driftsmargin dermed vil konvergere mot bransjesnittet. Bransjen har i perioda 2014-2019T oppnådd ein tidsvekta gjennomsnittleg netto driftsmargin på 2,67 %. Denne marginen er noko påverka av eit svært svakt 2018 for dei

aktuelle bransjeselskapa, og det er venta at netto driftsmargin reelt sett vil ligge nok høgare framover i tid. Dette er også understøtta av at bransjen på lang sikt er venta å dreie meir i retning av produkt som gir høgare driftsmarginar (eksempelvis landbaserte anlegg og software). Som resultat av dette antar vi ein langsiktig netto driftsmargin for AKVA Group som i utgangspunktet vil vere lik det tidsvekta historiske gjennomsnittet (4,29 %). Vi vel likevel å justere anslaget litt opp basert på dei overordna strategiske føresetnadane som ligg til grunn for framskrivinga – nemleg at det er venta ein varig overgang til meir sal av landbaserte anlegg og teknologi. Desse produkta har som vist tidlegare ein noko høgare margin, og vi vel derfor ein netto driftsmargin i 2029 på 4,5 %, som også vil gjelde ved stabil vekst etter 2029.

Oppsummering netto driftsresultat

Tabell 9.4.3 (3) viser den venta utviklinga i netto driftsmargin fram mot tidspunkt T = 2029, samt dei to første åra med stabil vekst. Netto driftsresultat blir deretter berekna i tråd med formel 9.4.3. I diagram 9.4.3 visast utviklinga i netto driftsresultat grafisk, saman med den historiske utviklinga i perioda 2014-2019T.

Netto driftsresultat	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Driftsinntekter t	3 709 858	3 981 915	4 141 191	4 389 663	4 740 836	5 214 919	5 645 150	6 012 085	6 297 659	6 486 589	6 681 186	6 881 622
Netto driftsmargin	0,0498	0,0549	0,0600	0,0567	0,0533	0,0500	0,0488	0,0475	0,0463	0,0450	0,0450	0,0450
Netto driftsresultat	184 730	218 596	248 471	248 748	252 845	260 746	275 201	285 574	291 267	291 896	300 653	309 673

Tabell 9.4.3 (3): Framskrive netto driftsresultat

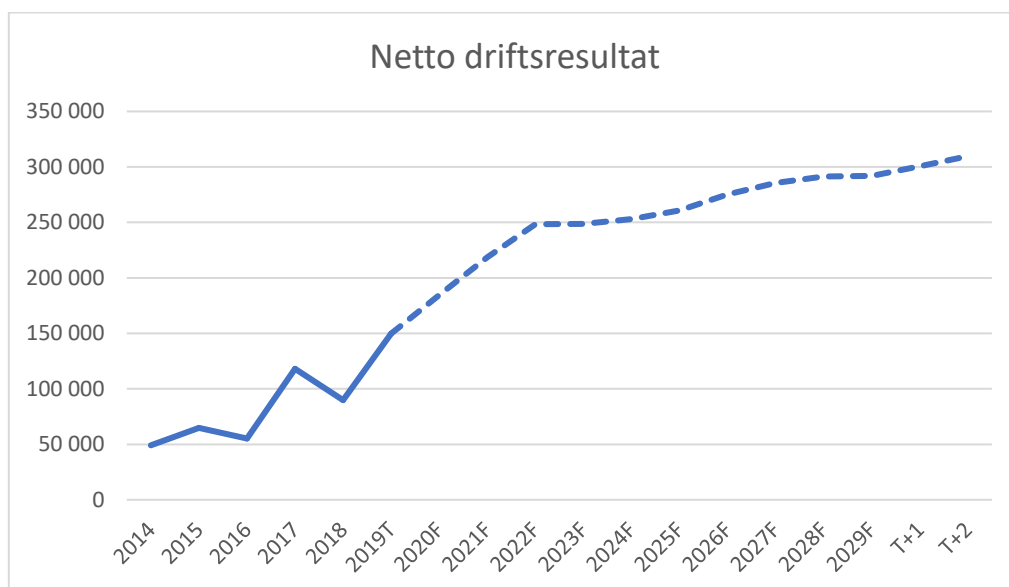


Diagram 9.4.3: Framskrive netto driftsresultat

9.4.4. Netto finansiell gjeld

Framskrivninga av netto finansiell gjeld skjer ved å sjå på finansiell gjeld og finansielle eigarar separat, ettersom det er enklare å kople desse postane separat mot den strategiske analysen og forventede utvikling i ulike vekstdrivarar.

Finansiell gjeld

Finansiell gjeld blir framskriven ved å predikere utviklinga i finansiell gjeldsdel (finansiell gjeld som andel av netto driftskapital). Den finansielle gjeldsdelen vil deretter multipliserast med netto driftseigarar, slik denne posten blei framskriven i kapittel 9.4.2 (som vist i formel 9.4.4 (2)).

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsdel}_t * \text{Netto driftseigarar}_t$$

Formel 9.4.4 (2): Finansiell gjeld

Den finansielle gjeldsdelen er vanlegvis relativt stabil over tid (Knivsflå, 2019O, s. 32), og det er derfor naturleg å begynne med å sjå på det historiske nivået (tabell 9.4.4 (1)). AKVA Group har i perioden 2014—2019T hatt ein tidsvekta gjennomsnittleg finansiell gjeldsdel på 51,58 %, med ein nedgåande trend dei siste tre åra. Bransjen har på si side eit tidsvekta gjennomsnitt i den same perioda på 63,5 %. I denne forbindelse er det verdt å merke seg at ingen av selskapa som inngår i bransjesnittet er børsnoterte – til forskjell frå AKVA Group. Vanlegvis vil ein observere at børsnoterte verksemdar har noko lågare finansiell gjeldsdel enn ikkje-børsnoterte verksemdar (Knivsflå, 2019O, s. 32).

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Finansiell gjeldsdel	0,5091	0,5096	0,5934	0,6189	0,4440	0,2975	0,5158

Tabell 9.4.4 (1): Historisk finansiell gjeldsdel

På lang sikt er det naturleg at den finansielle gjeldsdelen konvergerer mot bransjesnittet, men i dette tilfellet er det altså naturlege årsaker til at AKVA Group avviker frå dette. Selskapet sitt eige tidsvekta gjennomsnitt i perioda 2014—2019T vil derfor vere eit betre estimat. Den finansielle gjeldsdelen vil derfor setjast til 51,6 % på tidspunkt T.

I drøftinga av driftsinntektsveksten og marginutviklinga blei det lagt til grunn at AKVA Group på kort—mellomlang sikt vil vere avhengig av å investere i infrastruktur som er tilpassa veksten i landbasert oppdrett – og då særleg med tanke på veksten i USA. Som følgje av dette er det venta at den finansielle gjeldsdelen vil ta seg noko opp dei nærmaste tre åra – og det blir derfor lagt inn eit budsjettpunkt på kort sikt (2022) med ein finansiell gjeldsdel på 55 %.

Deretter vil denne konvergere mot det langsiktige anslaget på 51,6 %. Den ferdige framskrivinga av finansiell gjeld er vist i tabell 9.4.4 (2).

Finansiell gjeld	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Netto driftseigedelar	2 150 186	2 228 956	2 355 071	2 535 297	2 779 887	2 999 612	3 184 412	3 325 081	3 413 994	3 516 414	3 621 906	3 730 563
Finansiell gjeldsdel	0,5227	0,5364	0,5500	0,5451	0,5403	0,5354	0,5306	0,5257	0,5209	0,5160	0,5160	0,5160
Finansiell gjeld	1 124 002	1 195 552	1 295 289	1 382 099	1 501 933	1 606 078	1 689 558	1 748 043	1 778 203	1 814 470	1 868 904	1 924 971

Tabell 9.4.4 (2): Framskriven finansiell gjeld

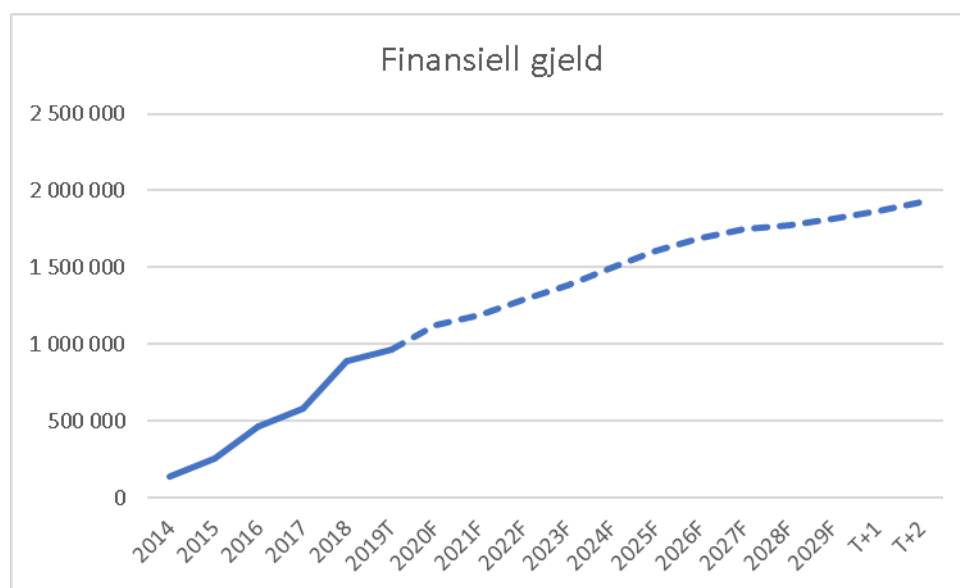


Diagram 9.4.4 (1): Framskriven finansiell gjeld

Finansielle eigedelar

På same måte som for finansiell gjeld, vil også finansielle eigedelar budsjetterast ved å framskrive den finansielle eigedelsdelen. Finansielle eigedelar blir deretter funne ved å multiplisere denne andelen med netto driftseigedelar.

$$\text{Finansielle eigedelar}_t = \text{Finansiell eigedelsdel}_t * \text{Netto driftseigedelar}_t$$

Formel 9.4.4 (2): Finansielle eigedelar

Tabell 9.4.4 (3) viser den historiske utviklinga i finansiell eigedelsdel for AKVA Group. Størsteparten av dei finansielle eigedelane er kontantar, og dette gjeld også for resten av bransjen. Den øvrige bransjen har ein tidsvekta gjennomsnittleg finansiell eigedelsdel på 15,72 %, men viser langt høgare variasjon gjennom analyseperioda.

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Finansiell eigedelsdel	0,0859	0,1190	0,1032	0,1986	0,1725	0,0955	0,1172

Tabell 9.4.4 (3): Historisk finansiell egedelsdel

Som for den finansielle gjeldsdelen er det også her naturleg å bruke bransjesnittet og selskapet sitt eige tidsvekta gjennomsnitt som utgangspunkt (Knivsflå, 2019O, s. 37). Dei siste tre åra har AKVA Group sin finansielle egedelsdel vore langt under det tidsvekta bransjegjennomsnittet. Det er heller ingen grunn til å tru at AKVA Group er interessert i å sitte på store kontantbeholdningar over tid, slik at ein vanskeleg kan sjå føre seg ein finansiell egedelsdel på noko særleg over 10—12 % på lang sikt. Den finansielle egedelsdelen i tidspunkt T blir derfor satt til 11 %, som om lag svarar til det tidsvekta gjennomsnittet i perioden 2014—2019T.

Tabell 9.4.4 (4) oppsummera utviklinga i den finansielle egedelsdelen, samt den påfølgande utrekninga av finansielle egedelar over budsjettperioden.

Finansielle egedelar	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Netto driftsegedelar	2 150 186	2 228 956	2 355 071	2 535 297	2 779 887	2 999 612	3 184 412	3 325 081	3 413 994	3 516 414	3 621 906	3 730 563
Finansiell egedelsdel	0,0883	0,0907	0,0931	0,0955	0,0979	0,1003	0,1028	0,1052	0,1076	0,1100	0,1100	0,1100
Finansielle egedelar	189 819	202 152	219 273	242 172	272 244	301 001	327 230	349 710	367 300	386 806	398 410	410 362

Tabell 9.4.4: Framskrivne finansielle egedelar

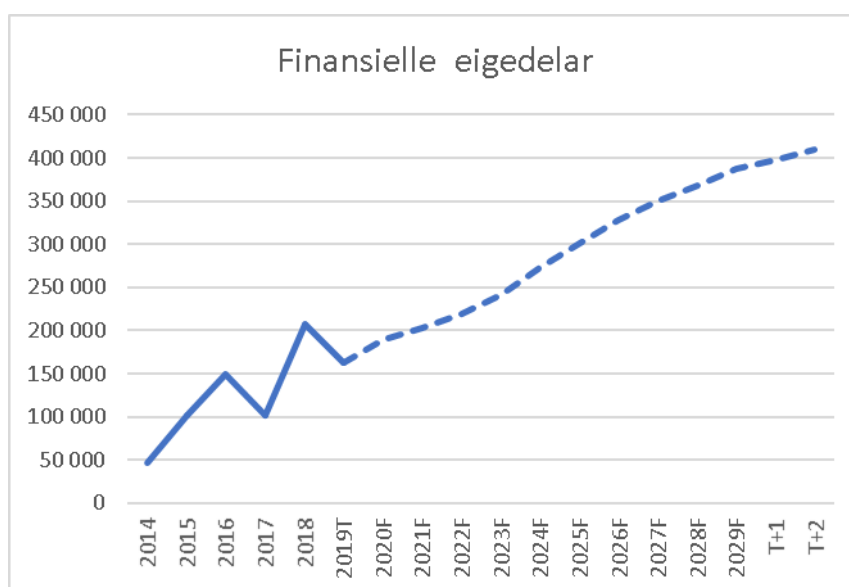


Diagram 9.4.4 (2): Framskrivne finansielle egedelar

Oppsummering av netto finansiell gjeld

Ettersom finansiell gjeld og finansielle egedelar er framskrivne mot tidspunkt T (2029), kan vi no berekne netto finansiell gjeld over denne perioden. Netto finansiell gjeld over budsjettperioden er presentert i tabell 9.4.4 (5).

Netto finansiell gjeld	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Finansiell gjeld	1 124 002	1 195 552	1 295 289	1 382 099	1 501 933	1 606 078	1 689 558	1 748 043	1 778 203	1 814 470	1 868 904	1 924 971
Finansielle egedelar	189 819	202 152	219 273	242 172	272 244	301 001	327 230	349 710	367 300	386 806	398 410	410 362
Netto finansiell gjeld	934 183	993 400	1 076 016	1 139 927	1 229 689	1 305 077	1 362 328	1 398 333	1 410 903	1 427 664	1 470 494	1 514 609

Tabell 9.4.4 (5): Framskrivning netto finansiell gjeld

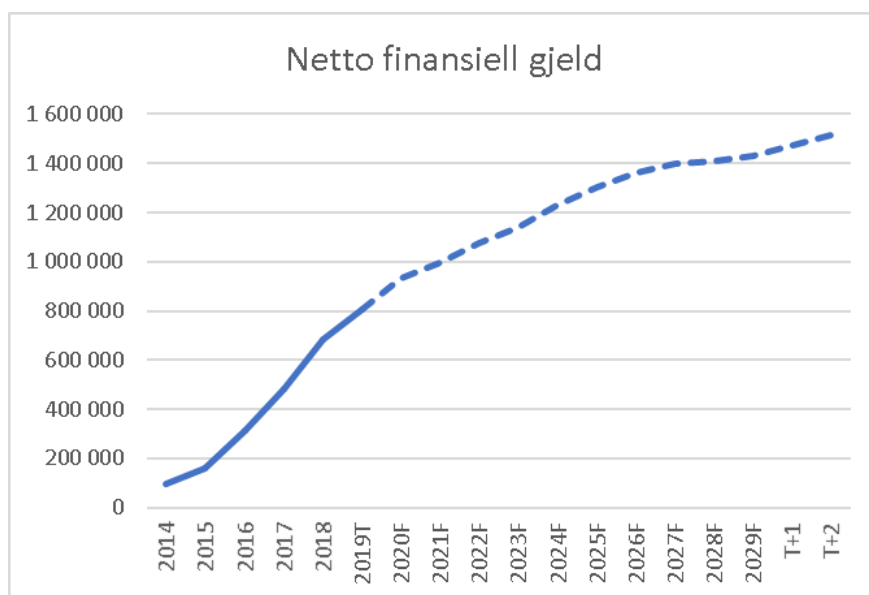


Diagram 9.4.4 (3): Framskrivning netto finansiell gjeld

9.4.5. Netto finanskostnad

Framskrivninga av netto finanskostnad vil bli gjort ved å predikere utviklinga i finanskostnader og finansinntekter separat over budsjettperioden. Summering av netto finanskostnad vil gjerast mot slutten av dette kapittelet etter at enkeltkomponentane er framskrivne.

Netto finanskostnad

Formel 9.4.5 (1) viser framskrivninga av netto finanskostnad. Merk at finansiell gjeldsrente blir berekna på inngåande finansiell gjeld, jamfør tidlegare presisering av dette. Ettersom den

finansielle gjelda allereie er framskriven (sjå kapittel 9.4.4) vil det berre vere nødvendig å framskrive den finansielle gjeldsrenta for å lage eit estimat på finanskostnaden.

$$\text{Netto finanskostnad}_t = \text{Finansiell gjeldsrente}_t * \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

Formel 9.4.5 (1): Netto finanskostnad

På lang sikt er det venta at det ikkje er mogleg å oppnå ein finansieringsfordel. Dette kjem først og fremst av finansmarknaden er velfungerande og at ein derfor ventar at långevarane i all hovudsak vil oppnå ein rentabilitet lik kravet til finansiell gjeld. Den verdibaserte IFRS-rapporteringa bidreg også i så måte gjennom å gi reelle/verkelege verdieestimater på selskapa si gjeld (Knivsflå, 2019O, s. 42). Dette temaet er også diskutert i kapittel 8.2.2 kor den historiske finansieringsfordelen blei drøfta. Med bakgrunn i dette blir den langsiktige gjeldsrenta satt lik gjeldskravet, slik at AKVA Group på lang sikt ikkje oppnår nokon finansieringsfordel. Det framtidige finansielle gjeldskravet er rekna i kapittel 10.2.2. Tabell 9.4.5 (1) viser utrekninga av netto finanskostnad i budsjettperioden basert på framskriven finansiell gjeld og det nemnde framtidige kravet til finansiell gjeld.

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Finansiell gjeld (t-1)	967 510	1 124 002	1 195 552	1 295 289	1 382 099	1 501 933	1 606 078	1 689 558	1 748 043	1 778 203	1 814 470	1 868 904
Finansiell gjeldsrente (t)	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,036	0,037	0,037	0,037
Netto finanskostnad (t)	25 801	31 236	34 568	38 906	43 066	48 487	53 653	58 340	62 323	65 395	66 729	68 731

Tabell 9.4.5 (1): Framskrivning netto finanskostnad

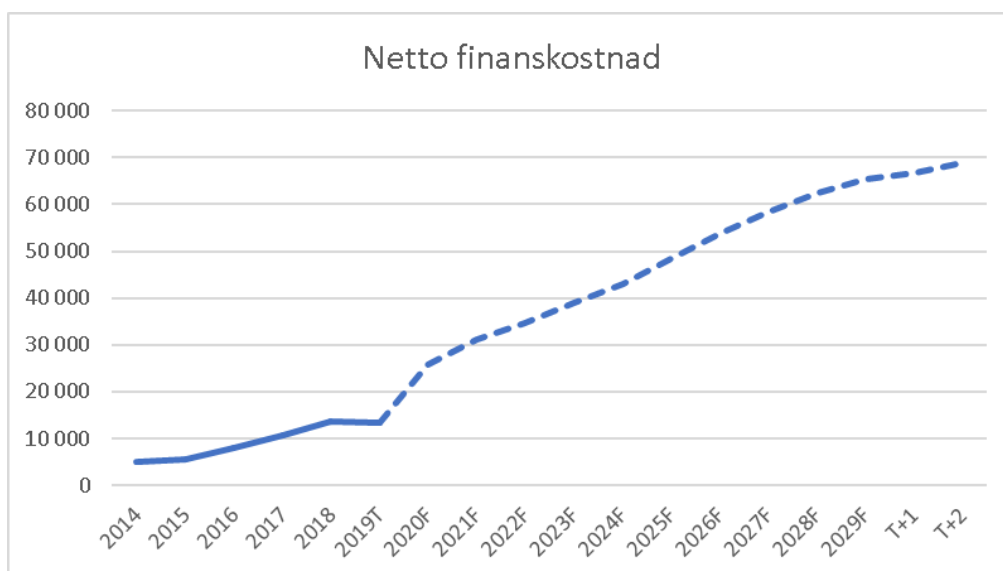


Diagram 9.4.5 (1): Framskrivning netto finanskostnad

Netto finansinntekt

Framskrivinga av finansinntektene baserer seg på formel 9.4.5 (2), og vi ser også her at det er nødvendig å predikere rentabiliteten framover i tid for å lage ei fullstendig framskriving av finansinntektene.

$$\text{Netto finansinntekter}_t = \text{Finansielle egedelsrentabilitet}_t * \text{Finansielle egedelar}_{t-1}$$

Formel 9.4.5 (2): Netto finansinntekt

Sjølv om AKVA Group hadde ein liten finansieringsfordel knytt til finansielle egedelar i perioda 2014—2019T er det også her slik at ein slik finansieringsfordel vanskeleg vil vare ved over tid. Grunnen er som tidlegare drøfta i kapittel 8.2.2 og tidlegare i dette kapittelet at ein antar velfungerande kapitalmarknadar på lang sikt. Som følge av dette vil den langsiktige finansielle egedelsrentabiliteten settast lik kravet til finansielle egedelar. Framtidskravet til finansielle egedelar er utarbeide i kapittel 10.2.3. Tabell 9.4.5 (2) viser netto finansinntekt i budsjettperioden.

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Finansielle egedelar (t-1)	163 178	189 819	202 152	219 273	242 172	272 244	301 001	327 230	349 710	367 300	386 806	398 410
Finansiell egedelsrentabilitet (t)	0,023	0,024	0,025	0,025	0,026	0,026	0,027	0,028	0,028	0,029	0,029	0,029
Netto finansinntekt (t)	3 815	4 550	4 966	5 516	6 235	7 170	8 105	9 005	9 830	10 541	11 101	11 434

Tabell 9.4.5 (2): Framskriving netto finansinntekt

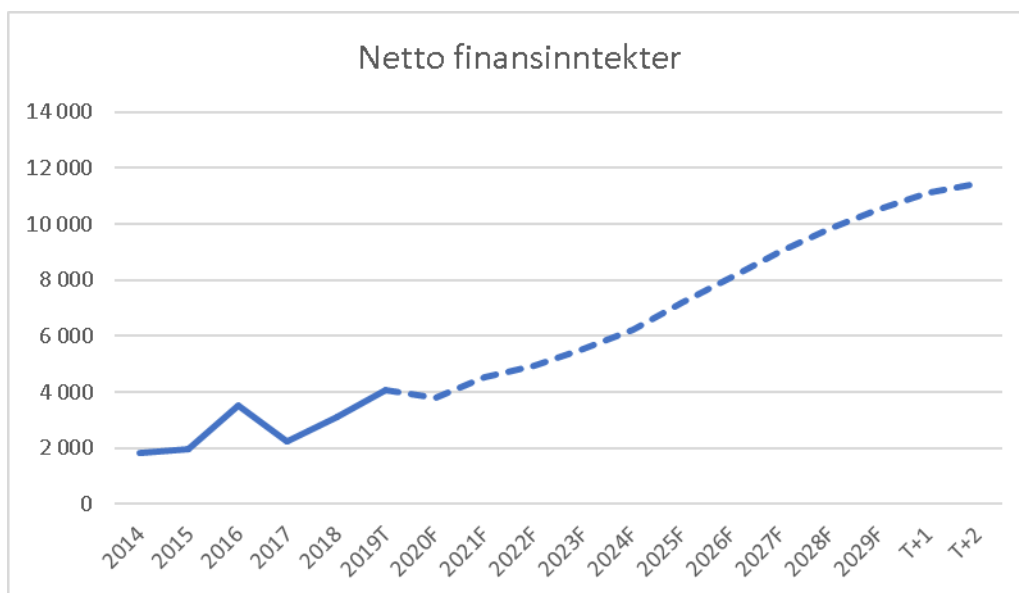


Diagram 9.4.5 (2): Framskriving netto finansinntekt

9.4.6. Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene blir budsjettert som ein andel (minoritetsdel) av allereie framskrivne netto driftseigedelar, som vist i formel 9.4.6.

$$\text{Minoritetsinteresser} = \text{Minoritetsdel} * \text{Netto driftseigedelar}$$

Formel 9.4.6: Minoritetsinteresser

Som tidlegare drøfta er det liten grunn til å tru at kapitalstrukturen i relativt modne selskap vil endre seg særleg over tid. Utgangspunktet for framskrivinga av minoritetsinteressene er derfor at minoritetsdelen vil vere relativt stabil over tid (Knivsflå, 2019O, s.53).

	2019T	2018	2017	2016	2015	2014	Tidsvekta snitt
Minoritetsdel	0,0022	0,0001	0,0005	0,0005	0,0059	0,0034	0,0017

Tabell 9.4.6 (1): Historisk minoritetsdel

Tabell 9.4.6 (1) viser den historiske utviklinga til minoritetsdelen i AKVA Group i perioda 2014—2019T. Som vi ser er minoritetsdelen svært låg. Den prosentvise endringa frå år til år er tidvis betydeleg, men dette skuldast at minoritetsposten i utgangspunktet er svært låg. I utgangspunktet er det rimeleg å anta at minoritetsandelen fram mot tidspunkt T vil konvergere mot det tidsvekta gjennomsnittet. Andre budsjettdrivarar, delvis basert på den strategiske analysen, byggjer på at havbruksleverandørane framover i større grad må diversifisere sine produktportefølje for å møte auka etterspørsel etter landbasert teknologi. Dette vil vere eit utvikling som truleg vil drive fram oppkjøp i dei aktuelle segmenta – som i neste rekkje vil gjere at AKVA Group får fleire dotterselskap. For at budsjetteringa av minoritetsdelen skal vere konsistent med dei andre budsjettdrivarane er det derfor naturleg å anta ein liten auke av minoritetsdelen på lang sikt. Den langsiktige minoritetsdelen vil som følge av dette bli satt til 1 %. Framskrivinga og utrekninga av minoritetsinteresser i budsjettpperioden er vist i tabell 9.4.6 (2).

Minoritetsinteresser	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Netto driftseigedelar	2 150 186	2 228 956	2 355 071	2 535 297	2 779 887	2 999 612	3 184 412	3 325 081	3 413 994	3 516 414	3 621 906	3 730 563
Minoritetsdel	0,0030	0,0038	0,0045	0,0053	0,0061	0,0069	0,0077	0,0084	0,0092	0,0100	0,0100	0,0100
Minoritetsinteresser	6 401	8 375	10 686	13 482	16 952	20 633	24 389	28 061	31 476	35 164	36 219	37 306

Tabell 9.4.6 (2): Framskriving minoritetsinteresser

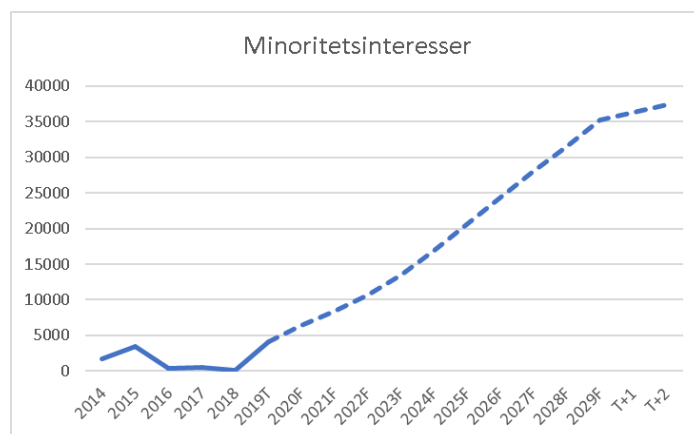


Diagram 9.4.6: Framskrivning minoritetsinteresser

9.4.7. Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat blir framskrive med utgangspunkt i formel 9.4.7.

$$\text{Netto minoritetsresultat}_t = \text{Minoritetsrentabilitet}_t * \text{Minoritetsinteresser}_{t-1}$$

Formel 9.4.7: Netto minoritetsresultat

Ettersom minoritetskapitalen blei budsjettert i kapittel 9.4.6 står det att å budsjettere minoritetsrentabiliteten for å kunne lage ei fullstendig framskrivning av netto minoritetsresultat. Merk at minoritetsrentabiliteten blir rekna på inngåande minoritetskapital.

På lang sikt er det ein rimeleg føresetnad at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet. Grunnen til dette er at ein vil vente at majoriteten over tid vil presse ut minoritetseigarane ut av lønsame selskap. Lønnsemdsanalysen i kapittel 8 viste ein tidsvekta gjennomsnittleg ulempe knytt til minoritet for AKVA Group på -24 %. Dette betyr at minoritetsrentabiliteten jamt over har vore høgare enn minoritetskravet. Ein ser derimot at minoritetsrentabilitetsulempa har vore svær ujevn, og AKVA Group hadde oppnådde særleg i 2018 ein stor minoritetsrentabilitetsfordel då minoriteten i dotterselskapa måtte bere eit negativt resultat. Som tidlegare drøfta er minoritetsinteressene i AKVA Group i dag svært små og fluktuerande frå år til år. Dette gjer at ein vanskeleg kan trekke bastante konklusjonar frå dei historiske tala. Ettersom ein ikkje kan fastslå eit fornuftig nivå på ein eventuell strategisk fordel for minoriteten vil minoritetsrentabiliteten bli satt lik minoritetskravet.

Framskrivninga av minoritetsrentabiliteten og minoritetsresultatet er oppsummert i tabell 9.4.7.

Minoritetsresultat	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Minoritetsinteresser (t-1)	4 174	6 401	8 375	10 686	13 482	16 952	20 633	24 389	28 061	31 476	35 164	36 219
Minoritetsrentabilitet (t)	0,094	0,094	0,094	0,093	0,092	0,091	0,089	0,088	0,086	0,085	0,085	0,085
Netto minoritetsresultat (t)	392	600	783	997	1 239	1 535	1 840	2 141	2 426	2 678	2 979	3 069

Tabell 9.4.7: Framskrive minoritetsresultat

9.5. Framtidsrekneskap

9.5.1. Resultatrekneskap

Den framskrivne resultatrekneskapen er vist i tabell 9.5.1, og er ei samanfating av dei framskrivne resultatpostane i kapittel 9. Netto betalt utbytte er berekna som differansen mellom «fullstendig nettoresultat» og «endring i eigenkapital». Legg elles merke til at det ikkje blir rekna med unormale postar i framtidsrekneskapen. Årsaka til dette er nettopp at postane er unormale og derfor ikkje let seg estimere på ein forsvarleg måte.

Resultatrekneskap	2019T	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Driftsinntekter	3 352 282	3 709 858	3 981 915	4 141 191	4 389 663	4 740 836	5 214 919	5 645 150	6 012 085	6 297 659	6 486 589	6 681 186	6 881 622
Netto driftsresultat	149 819	184 730	218 596	248 471	248 748	252 845	260 746	275 201	285 574	291 267	291 896	300 653	309 673
+ Netto finansinntekt	4 071	3 815	4 550	4 966	5 516	6 235	7 170	8 105	9 005	9 830	10 541	11 101	11 434
= Nettoresultat sysselsatt kapital	153 890	188 546	223 147	253 437	254 263	259 079	267 916	283 306	294 579	301 097	302 438	311 755	321 107
- Netto finanskostnad	13 368	25 801	31 236	34 568	38 906	43 066	48 487	53 653	58 340	62 323	65 395	66 729	68 731
- Netto minoritetsresultat	2 887	392	600	783	997	1 239	1 535	1 840	2 141	2 426	2 678	2 979	3 069
= Nettoresultat til eigenkapital	137 636	162 352	191 310	218 086	214 360	214 774	217 894	227 813	234 098	236 348	234 364	242 046	249 308
+ Unormalt nettoresultat	16 511	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til eigenkapital	154 147	162 352	191 310	218 086	214 360	214 774	217 894	227 813	234 098	236 348	234 364	242 046	249 308
- Netto betalt utbytte	124 718	44 603	173 731	176 898	100 841	63 416	77 237	104 020	133 106	163 420	152 394	180 439	185 852
= Endring i eigenkapital	29 429	117 750	17 579	41 188	113 519	151 358	140 657	123 793	100 992	72 928	81 970	61 608	63 456

Tabell 9.5.1: Resultatrekneskap

9.5.2. Balanseoppstilling

Balanseoppstillinga for budsjettperioden er vist i tabell 9.5.2.

Balanseoppstilling	2019T	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Netto driftseigedelar	1 900 358	2 150 186	2 228 956	2 355 071	2 535 297	2 779 887	2 999 612	3 184 412	3 325 081	3 413 994	3 516 414	3 621 906	3 730 563
+ Finansielle eigedelar	163 178	189 819	202 152	219 273	242 172	272 244	301 001	327 230	349 710	367 300	386 806	398 410	410 362
= Sysselettede eigedelar	2 063 536	2 340 005	2 431 108	2 574 344	2 777 469	3 052 131	3 300 614	3 511 642	3 674 791	3 781 294	3 903 219	4 020 316	4 140 925
Eigenkapital majoritet	1 091 852	1 209 602	1 227 181	1 268 369	1 381 887	1 533 245	1 673 902	1 797 695	1 898 687	1 971 615	2 053 586	2 115 193	2 178 649
+ Minoritetsinteresser	4 174	6 401	8 375	10 686	13 482	16 952	20 633	24 389	28 061	31 476	35 164	36 219	37 306
+ Finansiell gjeld	967 510	1 124 002	1 195 552	1 295 289	1 382 099	1 501 933	1 606 078	1 689 558	1 748 043	1 778 203	1 814 470	1 868 904	1 924 971
= Sysseletsett kapital	2 063 536	2 340 005	2 431 108	2 574 344	2 777 469	3 052 131	3 300 614	3 511 642	3 674 791	3 781 294	3 903 219	4 020 316	4 140 925

Tabell 9.5.2: Balanseoppstilling

9.5.3. Fri kontantstraum til eigenkapital

Fri kontantstraum til eigenkapital i budsjettperioden er vist i tabell 9.5.3. Som tabellen viser er fri kontantstraum til ein kapital lik kontantstraumen denne kapitalen genererer med fråtrekk for investeringar (Knivsflå, 2019O, s.70). Fri kontantstraum til eigenkapital er derfor det same som netto betalt utbytte som vist i resultatrekneskapen.

Fri kontantstrøm	2019T	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Netto driftsresultat	149 819	184 730	218 596	248 471	248 748	252 845	260 746	275 201	285 574	291 267	291 896	300 653	309 673
+ Unormalt netto driftsresultat	19 191	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring netto driftseigedelar	156 667	249 828	78 770	126 115	180 226	244 590	219 725	184 800	140 669	88 913	102 420	105 492	108 657
= Fri kontantstrøm frå drift	12 343	-65 098	139 826	122 357	68 521	8 255	41 021	90 401	144 905	202 354	189 477	195 161	201 016
+ Netto finansinntekt	4 071	3 815	4 550	4 966	5 516	6 235	7 170	8 105	9 005	9 830	10 541	11 101	11 434
+ Unormalt netto finansinntekt	-2 680	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring finansielle eigedelar	-44 381	26 641	12 333	17 121	22 899	30 072	28 757	26 229	22 480	17 590	19 505	11 604	11 952
= Fri kontantstrøm frå sysselsatt kapital	58 116	-87 923	132 044	110 201	51 138	-15 583	19 433	72 277	131 430	194 593	180 513	194 658	200 498
- Netto finanskostnad	13 368	25 801	31 236	34 568	38 906	43 066	48 487	53 653	58 340	62 323	65 395	66 729	68 731
+ Endring finansiell gjeld	78 867	156 492	71 550	99 737	86 810	119 834	104 145	83 480	58 484	30 161	36 266	54 434	56 067
- Netto minoritetsresultat	2 887	392	600	783	997	1 239	1 535	1 840	2 141	2 426	2 678	2 979	3 069
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring minoritetsinteresser	3 990	2 227	1 974	2 312	2 796	3 470	3 681	3 756	3 672	3 414	3 688	1 055	1 087
= Fri kontantstrøm til eigenkapital	124 718	44 603	173 731	176 898	100 841	63 416	77 237	104 020	133 106	163 420	152 394	180 439	185 852

Tabell 9.5.3: Fri kontantstrøm til eigenkapital

9.5.4. Framtidig netto driftsrentabilitet

Tabell 9.5.4 viser framtidig netto driftsrentabilitet for budsjettperioden 2020—2029, samt dei to første åra med stabil vekst. Som vi ser varierer rentabiliteten lite, og når ein topp i 2022 med like over 11 %. Rentabiliteten på horisonten ligger på 8,55 %. Intuitivt verkar dette som eit optimistisk anslag. Etter at framtidskrava er rekna ut i kapittel 10 vil den strategiske fordelene framskriva for den same perioda, og rimelegheita av ein eventuell varig strategisk fordel vil diskuteras i nærmare detalj. Når det gjeld uvissa knytt til dei framskriva rentabilitetsdrivarane blir denne nærmare studert i kapittel 11 i etterkant av verdsetjinga.

Framtidig netto driftsrentabilitet	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Netto driftsresultat	184 730	218 596	248 471	248 748	252 845	260 746	275 201	285 574	291 267	291 896	300 653	309 673
/ IB Netto driftseigedelar	1 900 358	2 150 186	2 228 956	2 355 071	2 535 297	2 779 887	2 999 612	3 184 412	3 325 081	3 413 994	3 516 414	3 621 906
= Framtidig netto driftsrentabilitet	0,0972	0,1017	0,1115	0,1056	0,0997	0,0938	0,0917	0,0897	0,0876	0,0855	0,0855	0,0855

Tabell 9.5.4. Framtidig netto driftsrentabilitet

Kapittel 10: Framtidskrav og strategisk fordel

Vi er no komne fram til det siste kapittelet før eigenkapitalverdien blir endeleg estimert. Det som står att er først å estimere framtidskrav for budsjettperioden, slik at desse kan nyttast som diskonteringsrenter i den komande verdsetjinga. Teorigrunnlaget er det same som ved utrekninga av historiske avkastningskrav i kapittel 7. I framtidsrekneskapen reknast rentabilitet på inngåande kapital og ikkje gjennomsnittleg kapital ettersom kontantstraumen er antatt å bli realisert 31.12 kvart år. Følgjeleg vil balansevektene i dette kapittelet også reknast på inngåande kapital. Innleiingsvis må vi bruke budsjetterte vektor sidan vi endå ikkje har verdivektor (Knivsflå, 2019P, s.14). Seinare vil desse oppdaterast sekvensielt slik at vi får ut dei riktige, verdivekta krava. Denne prosessen finn stad i kapittel 11. Til slutt vil vi analysere den strategiske fordelten i framtidsrekneskapen, og sjå om den er konsistent med den strategiske rekneskapsanalysa.

10.1. Krav til eigenkapital og minoritet

Vi kjem fram til eigenkapital- og minoritetskrav ved bruk av kapitalverdmodellen slik som framstilt i kapittel 7. Komponentane i modellen er risikofri rente, marknadsrisikopremien, eigenkapitalbeta samt ein illikviditetspremie. Gjennom prognostisering av desse variablane får vi fram krava kvart einskilde år i budsjettperioden.

10.1.1. Framtidig risikofri rente

Risikofri rente viser til ein situasjon der forventa avkastning med sikkerheit vil vere lik faktisk avkastning. Det finst ingen metodar som treffer den teoretiske definisjonen perfekt. Tilnærminga vi valde å nytte for estimat av den historiske renta var 10-årig statsobligasjonar. Bakgrunnen for valet vi tok var at statsobligasjonane i hovudsak er meir stabile enn Nibor (bankane si interne lånerente), samt at det er meir usikkerheit kring utviklinga til Nibor.

Sett i eit historisk perspektiv er dagens rentenivå lågt. Teorien om «mean reversion» skulle derfor tilseie at den risikofri renta er venta å stige i åra framover. Følgjeleg er det rimeleg å anta ei reversering mot ei normalrente i steady state (Knivsflå, 2019P, s.21). For punkt 1 i budsjettperioden vel vi NIBOR3M-renta som per 20.11.2019 ligg på 1,88%.

For å finne risikofri rente i budsjettthorisonen vel vi å bruke Knivsflå sin framgangsmåte (Knivsflå 2019P, s.24). Dette inkludera for det første norske 10-årige statsobligasjonar. Vi har brukt 1,53% som siste oppdaterte sats for desse. Knivsflå inkludera vidare både 10-årig og 30-årig amerikansk statsobligasjon som ligg på høvesvis 1,77% og 2,23% per 21.11.19

(Tradingeconomics, 2019). Den 10-årige norske og amerikanske statsobligasjonen blir vekta likt, samstundes som at ein basera endeleg snitt av statsobligasjonane ved å vekte 30-årig statsobligasjon like tungt som dei 10-årige:

$$\frac{1,77\% + 1,53\%}{2} + \frac{2,23}{2} = 2,765$$

Deretter blir NIBOR3M-renta brukt som ein forklaringsvariabel i estimatet. Dette representera det historiske rentenivået og blir her brukt til å berekne framtidig risikofri rente. Den gjennomsnittlege månadlege renta frå 1996-2018 er på 3,6% (Oslo Børs, 2019). Til slutt er det ei vekting mellom NIBOR3M og statsobligasjonane for å kome fram til estimatet på den langsiktige risikofrie renta. NIBOR3M blir vekta tyngst, fordi denne er å sjå som det beste estimatet på framtidig rente. Vi ender opp med følgende estimat:

Estimat langsiktig rente	
Gjennomsnittleg månadleg NIBOR3M(1996-2018)	3,60 %
× Vekt	2/3
+ 10-årige og 30-årig statsobligasjonar i dag	2,77 %
× Vekt	1/3
= Estimat langsiktig rente	3,32 %

Tabell 10.1.1 (1): Estimat langsiktig rente

Med risikofri rente på 3,32% i punkt T og tilsvarende rente på 1,88% i punkt 1 føreset vi lineær vekst over budsjettperioden.

Vidare må vi trekke ut den kortsiktige risikopremien før skatt. Tabell 7.3.1 gir ein kort kredittrisikopremie *etter* skatt på 0,004 (Rating AA). Omrekna til før skatt, med skattesats på 22%, får vi kredittrisikopremie før skatt på 0,51%. Skattesatsen på 22% kan reduserast ytterlegare i framtida jf. Stortinget sitt forslag på 20% for å nærme seg europeisk nivå. Grunna uvisse kring nye reduksjonar vel vi å fortsetje med 22% som selskapskattesats over heile budsjettperioden. Oversikt over den risikofrie renta følger i tabell 10.1.1 (2).

Risikofri rente etter skatt	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Gjennomsnittleg bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR-rente, 3 mnd	0,020	0,022	0,023	0,025	0,026	0,027	0,029	0,030	0,032	0,033	0,033	0,033
- Kredittrisikopremie	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= Risikofri rente før skatt	0,016	0,018	0,019	0,021	0,022	0,023	0,025	0,026	0,028	0,029	0,029	0,029
- Skatt (sss)	0,004	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,015	0,016	0,017	0,018	0,019	0,021	0,022	0,023	0,023	0,023

Tabell 10.1.1 (2): Risikofri rente etter skatt

10.1.2. Marknaden sin risikopremie

Marknadsrisikopremien er den andre komponenten i CAPM, og den tilsvarende investoren sin kompensasjon for å bære risiko utover den risikofrie renta. I kapittel 7.2.2 argumenterte vi for å bruke ei historisk tilnærming for å komme fram til premien. Perioden 1995-2019 vart vekta med 2/3, medan perioden 1958-2019 vart vekta med 1/3. Snittet over analyseperioden kom på 5,1%. Når vi no skal estimere premien i framtida kjem Knivsflå (2019P, s.29) fram til at dagens nivå er beste estimat på framtidig nivå. Damodaran (2012) har det same synspunktet. Vi vel derfor å bruke 2019T-verdien på 5,07% som utgangspunkt og held dette nivået konstant over heile budsjettperioden, som vist i tabell 10.1.2.

Marknadsrisikopremie	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Marknadsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051

Tabell 10.1.2: Marknadsrisikopremie

10.1.3. Eigenkapitalbeta

I tråd med Miller og Modigliani sitt første teorem er betaverdien til netto driftskapital upåverka av finansiell risiko som følgje av endringar i kapitalstruktur. Vi føreset derfor at netto driftsbeta for budsjettperioden er lik det vi kom fram til i den historiske analysen, som betyr ein betaverdi lik 0,367. Eigenkapitalbetaen blir så fastsett residualt, og denne vil variere med finansiell risiko.

Eigenkapitalbetaen viser forholdet mellom marknadsavkastninga og avkastninga til eigenkapitalen. Den framtidige eigenkapitalbetaen er vist under i tabell 10.1.3. Eigenkapitalbetaen viser seg å vere relativt stabil i budsjettperioden med ein liten nedgang perioden sett under eitt.

Netto driftsbeta	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Eigenkapitalbeta	0,658	0,671	0,683	0,696	0,686	0,676	0,666	0,657	0,647	0,638	0,631	0,631
× EK/NDK	0,575	0,563	0,551	0,539	0,545	0,552	0,558	0,565	0,571	0,578	0,584	0,584
+ Eigenkapitalbeta	0,658	0,671	0,683	0,696	0,686	0,676	0,666	0,657	0,647	0,638	0,631	0,631
× MI/NDK	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,031	-0,029	-0,027	-0,025	-0,024	-0,023	-0,022	-0,021	-0,020	-0,018	-0,019	-0,019
× NFG/NDK	0,423	0,434	0,446	0,457	0,450	0,442	0,435	0,428	0,421	0,413	0,406	0,406
= Netto driftsbeta	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367	0,367

Tabell 10.1.3: Netto driftsbeta

10.1.4. Illikviditetspremie

Det er særleg tre forhold som må vurderast i fastsettinga illikviditetspremie. Momenta som må takast med i vurderinga er 1) grad av marknadssvikt, 2) storleiken til selskapet og 3) selskapsspesifikk risiko (Knivsflå, 2019P, s. 42). Drøftinga av illikviditetspremien i kapittel 7.2.4 tok for seg desse momenta og ga ein illikviditetspremie for majoriteten på 2 % og 3 %

for minoritetsinteressene. Innbakt i desse illikviditetspremiene ligg ein småselskapspremie på 1 %, basert på at selskapsverdien er under 5 milliardar. På lang sikt er det venta at selskapsverdien vil overstige dette nivået, slik at denne småselskapspremien ikkje lenger er relevant. Som følgje av dette vil illikviditetspremien for majoritet bevege seg lineært mot 1 % i tidspunkt T = 2029, medan illikviditetspremien for minoritet vil bevege seg mot 2 %. På denne måten vil den tidlegare medrekna småselskapspremien ikkje gjere seg gjeldande frå 2029. Tabell 10.1.4 oppsummera berekninga av illikviditetspremiene fram mot budsjetthorisonten.

Illikviditetspremie	2019T	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Illikviditetspremie majoritet	0,02	0,019	0,018	0,017	0,016	0,015	0,014	0,013	0,012	0,011	0,01	0,01	0,01
Illikviditetspremie minoritet	0,03	0,029	0,028	0,027	0,026	0,025	0,024	0,023	0,022	0,021	0,02	0,02	0,02

Tabell 10.1.4: Illikviditetspremie majoritet og minoritet

10.1.5. Eigenkapitalkrav og minoritetskrav

Kapitalverdimodellen blei presentert innleiingsvis i kapittel 7.1, og det er denne som også no blir brukt til å rekne eigenkapitalkravet framover i tid. Tabell 10.1.5 (1) viser utrekninga av eigenkapitalkravet, medan tabell 10.1.5 (2) viser utrekninga av minoritetskravet. Minoritetskravet er her, som i kapittel 7 rekna ut ved å legge til ein ekstra illikviditetspremie til eigenkapitalkravet. Illikviditetspremien til minoritetsinteressene blir lagt ettersom minoriteten er venta å vere meir innelåst i sin posisjon enn majoriteten (Knivsflå, 2019P, s. 43). Som følgje av ein relativt stabil eigenkapitalbeta viser eigenkapitalkravet ei flat utvikling fram mot 2029F. Veksten i den risikofrie renta blir i stor grad utjamna av at illikviditetspremien fell utover i budsjettperioden. I motsetning til eigenkapitalkravet fell minoritetskravet med nær 1 % i løpet av budsjettperioden – som følgje av den ekstra illikviditetspremien som blir redusert framover.

Eigenkapitalkrav	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,015	0,016	0,017	0,018	0,019	0,021	0,022	0,023	0,023	0,023
+ Justert eigenkapitalbeta	0,658	0,671	0,683	0,696	0,686	0,676	0,666	0,657	0,647	0,638	0,631	0,631
× Risikopremie etter skatt	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
+ Illikviditetspremie	0,019	0,018	0,017	0,016	0,015	0,014	0,013	0,012	0,011	0,010	0,010	0,010
= Eigenkapitalkrav etter skatt	0,065	0,066	0,067	0,067	0,067	0,067	0,066	0,066	0,065	0,065	0,065	0,065

Tabell 10.1.5 (1): Eigenkapitalkrav etter skatt

Minoritetskrav	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Eigenkapitalkrav	0,065	0,066	0,067	0,067	0,067	0,067	0,066	0,066	0,065	0,065	0,065	0,065
+ Illikviditetspremie	0,029	0,028	0,027	0,026	0,025	0,024	0,023	0,022	0,021	0,02	0,02	0,02
= Minoritetskrav	0,094	0,094	0,094	0,093	0,092	0,091	0,089	0,088	0,086	0,085	0,085	0,085

Tabell 10.1.5 (2): Minoritetskrav

10.2. Finansielle krav

Det vil i det vidare reknast ut krav til finansiell gjeld, finansielle eigedelar og netto finansiell gjeld. Føresetnaden for desse utrekningane er at vi har kredittrisikopremien i framtidsrekneskapen klarlagt. Som i kapittel 6.3 må vi derfor kome fram til ei syntetisk rating basert på forholdstal knytt til selskapets likviditets- og soliditetsrisiko. Dei relevante forholdstala er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, netto driftsrentabilitet og eigenkapitalprosent.

10.2.1. Syntetisk rating

Likviditetsgrad 1 er omlaufsmiddel som andel av kortsiktig gjeld. Etersom framtidsrekneskapen verken inneheld oppsplitting av den finansielle gjelda eller av sysselsette eigedelar er det nødvendig å predikere utviklinga direkte. Ein naturleg føresetnad er at likviditetsgrad 1 på lang sikt vil bevege seg mot det tidsvekta historiske gjennomsnittet. I kapittel 6 blei likviditetsgrada berekna i analyseperioda 2014—2019T, og det tidsvekta gjennomsnittet blei berekna til 1,35. Likviditetsgrad 1 i budsjettperioden vil derfor bevege seg lineær frå 2019-nivået (1,49) mot 1,35 i år 2029.

Rentedekningsgrada er rekna ut som nettoresultatet til sysselsett kapital som andel av finanskostnaden. Finanskostnaden framover i tid er som tidlegare drøfta avhengig av det framskrivne finansielle gjeldskravet, som igjen blir berekna på bakgrunn av den syntetiske ratingen framover i tid. Løysinga på denne utfordringa er å bruke rating basert fjorårets rentedekningsgrad. Dette betyr at ratinga gitt til rentedekningsgrada for eit gitt år er basert på fjorårets rentedekningsgrad.

Dei to siste forholdstala (eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet) blir rekna ut på ordinær måte med framtidsrekneskapen som grunnlag. Utrekninga av dei relevante forholdstala og tilhøyrande rating og kredittrisikopremie er vist i tabell 10.2.1.

OPPSUMMERING RATING	2020F		2021F		2022F		2023F		2024F		2025F		2026F		2027F		2028F		2029F		T+1		T+2	
	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating
Likviditetsgrad 1	1,476	BBB	1,462	BBB	1,448	BB	1,434	BB	1,42	BB	1,406	BB	1,392	BB	1,378	BB	1,364	BB	1,35	BB	1,35	BB	1,35	BB
Rentedekningsgrad	7,308	AA	7,144	AA	7,332	AA	6,535	AA	6,016	AA	5,525	AA	5,280	AA	5,049	AA	4,831	AA	4,625	A	4,672	A	4,672	A
Eigenkapitalprosent	0,344	BB	0,336	BB	0,329	BB	0,333	BB	0,336	BB	0,340	BB	0,343	BB	0,347	BB	0,351	BB	0,354	BB	0,354	BB	0,354	BB
Netto driftsrentabilitet	0,086	BBB	0,098	BBB	0,106	A	0,098	BBB	0,091	BBB	0,087	BBB	0,086	BBB	0,086	BBB	0,085	BBB	0,083	BBB	0,083	BBB	0,083	BBB
Samla rating		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB		BBB
Risikopremie		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014		0,014

Tabell 10.2.1: Framtidig syntetisk rating

AKVA Group har kvart år i perioda 2020F—2031F (T+2) ein ramla kredittrating lik BBB, som gir ein langsiktig risikopremie på 1,4 % for kvart av åra.

10.2.2. Framtidig finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsbeta

Det finansielle gjeldskravet i budsjettperioden er rekna på same måte som det historiske kravet blei rekna i kapittel 7.3.1, men no med framskrivne komponentar. Utrekninga er oppsummert i tabell 10.2.2 (1). Som tabellen viser vil det finansielle gjeldskravet auke fram mot budsjettthorisonten (2029), som eit resultat av den venta auka i risikofri rente.

Finansielt gjeldskrav	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Syntetisk rating AKVA Group	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,013	0,014	0,015	0,016	0,017	0,018	0,019	0,021	0,022	0,023	0,023	0,023
+ Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,036	0,037	0,037	0,037

Tabell 10.2.2 (1): Finansielt gjeldskrav etter skatt

Tabell 10.2.2 (2) viser utrekninga av den finansielle gjeldsbetaen. Legg merke til at framtidig marknadsrisikodel og marknadsrisikopremie er lik dei historiske tala som blei berekna i kapittel 7.3.1.

Finansiell gjeldsbeta	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kredittrisikopremie	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140
× Markedsrisikodel	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305	0,0305
÷ Marknadsrisikopremie	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511	0,0511
= Finansiell gjeldsbeta	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084	0,0084

Tabell 10.2.2 (2): Finansiell gjeldsbeta

10.2.3. Egedelskrav og finansiell egedelsbeta

Som i kapittel 7.3.2 blir det finansielle egedelskravet rekna som ei vekting mellom kravet til kontantar, finansielle fordringar og finansielle investeringar. Kravet til kontantar er som tidlegare omtala lik risikofri rente. Kravet til finansielle fordringar er lik risikofri rente men med eit tillegg for kredittrisiko knytt til fordringsmassen med venta gjennomsnittleg kredittrating lik BBB. For finansielle fordringar vil kravet i tillegg til den risikofrie renta ta omsyn til marknadsrisikoen, samt ein illikviditetspremie (sjå kapittel 7.3.2).

Ettersom framtidsrekneskapen ikkje spesifiserer dei finansielle egedelane er det nødvendig å lage eit estimat på korleis dei ulike finansielle egedelane utviklar seg framover. Balansevektene er derfor antatt å utvikle seg lineært frå 2019-nivået tilbake til det tidsvekta gjennomsnittet i år 2029F (T). Tabell 10.2.3 (1) viser berekninga av det finansielle egedelskravet i budsjettperioden. Vi ser at det finansielle egedelskravet er aukande over budsjettperioden. Hovudårsaka til denne utviklinga er den venta auken i den risikofrie renta.

Finansielt egedelskrav	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Kontantkrav	0,0127	0,0138	0,0149	0,0160	0,0172	0,0183	0,0194	0,0205	0,0217	0,0228	0,0228	0,0228
× Kontantvekt	0,7257	0,7386	0,7515	0,7643	0,7772	0,7901	0,8029	0,8158	0,8287	0,8415	0,8415	0,8415
+ Fordringskrav	0,0227	0,0238	0,0249	0,0260	0,0272	0,0283	0,0294	0,0305	0,0317	0,0328	0,0328	0,0328
× Fordringsvekt	0,0782	0,0753	0,0724	0,0694	0,0665	0,0635	0,0606	0,0577	0,0547	0,0518	0,0518	0,0518
+ Investeringskrav	0,0633	0,0645	0,0656	0,0667	0,0678	0,0689	0,0701	0,0712	0,0723	0,0734	0,0734	0,0734
× Investeringsvekt	0,1960	0,1861	0,1762	0,1663	0,1563	0,1464	0,1365	0,1265	0,1166	0,1067	0,1067	0,1067
= Finansielt egedelskrav	0,0234	0,0240	0,0246	0,0252	0,0257	0,0263	0,0269	0,0275	0,0281	0,0287	0,0287	0,0287

Tabell 10.2.3 (1): Finansielt egedelskrav

Betaværdien til finansielle egedelar blir også fastsett på same måte som i kapittel 7.3.2 – altså som ei vektning av betaen til kontantar, finansielle fordringar og finansielle investeringar. Kontantbetaen er som tidlegare satt lik 0. Betaen til finansielle investeringar er satt lik 1 ettersom dette er det mest nøytrale anslaget på risikoen i desse investeringane. Fordringsbetaen blir fastsett som i formel 7.3.2.5 frå kapittel 7.

Tabell 10.2.3 (2) oppsummera estimatet på den finansielle egedelsbetaen i budsjettperioden. Den finansielle egedelsbetaen er nedgåande over budsjettperioden på grunn av nedgang i den finansielle investeringsvekta. Om ein ser på den historiske utviklinga er det først dei siste to åra AKVA Group har hatt finansielle investeringar i sin balanse. Dette gjer at utgangspunktet for den estimerte utviklingsbana har eit høgt startpunkt samanlikna mot det tidsvekta gjennomsnittet, som er nivået utviklinga skal gå mot.

Finansiell egedelsbeta	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
× Kontantvekt	0,7257	0,7386	0,7515	0,7643	0,7772	0,7901	0,8029	0,8158	0,8287	0,8415	0,8415	0,8415
+ Fordringsbeta	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597	0,0597
× Fordringsvekt	0,0782	0,0753	0,0724	0,0694	0,0665	0,0635	0,0606	0,0577	0,0547	0,0518	0,0518	0,0518
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
× Investeringsvekt	0,1960	0,1861	0,1762	0,1663	0,1563	0,1464	0,1365	0,1265	0,1166	0,1067	0,1067	0,1067
= Finansiell egedelsbeta	0,2007	0,1906	0,1805	0,1704	0,1603	0,1502	0,1401	0,13	0,1199	0,1098	0,1098	0,1098

Tabell 10.2.3 (2): Finansiell egedelsbeta

10.2.4. Netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansielt gjeldskrav blir berekna ved å vekte kravet til finansiell gjeld og finansielle egedelar med andelen desse balansepostane utgjer av netto finansiell gjeld (sjå elles kapittel 7.3.3). Balansevektene er rekna på inngåande balanse frå framtidsrekneskapan. Tabell 10.2.4 (1) viser utrekninga av netto finansielt gjeldskrav. Konsistent med det finansielle gjeldskravet og det finansielle egedelskravet er også nettokravet aukande utover i budsjettperioden.

Netto finansielt gjeldskrav	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Krav finansiell gjeld	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,036	0,037	0,037	0,037
× FG/NFG	1,203	1,203	1,203	1,204	1,212	1,221	1,231	1,240	1,250	1,260	1,271	1,271
- Krav finansielle egedelar	0,023	0,024	0,025	0,025	0,026	0,026	0,027	0,028	0,028	0,029	0,029	0,029
× FE/NFG	0,203	0,203	0,203	0,204	0,212	0,221	0,231	0,240	0,250	0,260	0,271	0,271
= Netto finansielt gjeldskrav	0,027	0,029	0,030	0,031	0,032	0,034	0,035	0,036	0,038	0,039	0,039	0,039

Tabell 10.2.4 (1): Netto finansielt gjeldskrav

Også netto finansiell gjeldsbeta blir fastsett som ei vekting av dei allereie berekna betaverdiane til finansiell gjeld og finansielle egedelar. Tabell 10.2.4 (2) oppsumma denne berekninga, og vi ser ein jamt over svakt negativ netto finansiell gjeldsbeta.

Netto finansiell gjeldsbeta	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Finansiell gjeldsbeta	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
× FG/NFG	1,203	1,203	1,203	1,204	1,212	1,221	1,231	1,240	1,250	1,260	1,271	1,271
- Finansiell eigdelesbeta	0,201	0,191	0,181	0,170	0,160	0,150	0,140	0,130	0,120	0,110	0,110	0,110
× FE/NFG	0,203	0,203	0,203	0,204	0,212	0,221	0,231	0,240	0,250	0,260	0,271	0,271
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,031	-0,029	-0,027	-0,025	-0,024	-0,023	-0,022	-0,021	-0,02	-0,018	-0,019	-0,019

Tabell 10.2.4 (2): Netto finansiell gjeldsbeta

10.3. Selskapskapitalkrav

Både sysselsett kapital og netto driftskapital er mål på selskapskapitalen. Denne kapitalen er finansiert av ulike interessentar, og kravet til kapitalen er derfor basert på ei vekting av krava til dei ulike finansieringskjeldene (Knivsflå, 2019P, s. 62). I dette kapitlet vil kravet til netto driftseigedelar/netto driftskapital og kravet til sysselsett kapital bereknast. Begge krava er ei vekting mellom eigenkapitalkravet, minoritetskravet og kravet til netto finansiell gjeld. Forskjellen er at nemnaren i balansevektene er hhv. netto driftseigedelar og sysselsett kapital.

Tabell 10.3 (1) viser utrekninga av kravet til netto driftseigedelar fram mot 2029, medan tabell 10.3 (2) viser kravet til sysselsett kapital. Krava har som vi ser ein svak auke i budsjettperioden, og igjen er det den venta auka i risikofri rente som påverkar fleire av krava i denne retninga.

Netto driftskrav	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Eigenkapitalkrav	0,065	0,066	0,067	0,067	0,067	0,067	0,066	0,066	0,065	0,065	0,065	0,065
× EK/NDK	0,575	0,563	0,551	0,539	0,545	0,552	0,558	0,565	0,571	0,578	0,584	0,584
+ Minoritetskrav	0,094	0,094	0,094	0,093	0,092	0,091	0,089	0,088	0,086	0,085	0,085	0,085
× MI/NDK	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,027	0,029	0,030	0,031	0,032	0,034	0,035	0,036	0,038	0,039	0,039	0,039
× NFG/NDK	0,423	0,434	0,446	0,457	0,450	0,442	0,435	0,428	0,421	0,413	0,406	0,406
= Netto driftskrav	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,052	0,053	0,053	0,054	0,054	0,054	0,054

Tabell 10.3 (1): Netto driftskrav

Krav til sysselsett kapital	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Eigenkapitalkrav	0,065	0,066	0,067	0,067	0,067	0,067	0,066	0,066	0,065	0,065	0,065	0,065
× EK/SSK	0,529	0,517	0,505	0,493	0,498	0,502	0,507	0,512	0,517	0,521	0,526	0,526
+ Minoritetskrav	0,094	0,094	0,094	0,093	0,092	0,091	0,089	0,088	0,086	0,085	0,085	0,085
× MI/SSK	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005	0,006	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,009
+ Finansielt gjeldskrav	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,036	0,037	0,037	0,037
× FG/SSK	0,469	0,480	0,492	0,503	0,498	0,492	0,487	0,481	0,476	0,470	0,465	0,465
= Krav til sysselsett kapital	0,047	0,048	0,048	0,049	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,052	0,052	0,052

Tabell 10.3 (2): Sysselsett kapitalkrav

10.4. Oppsummering framtidskrav

Tabell 10.4 oppsummera framtidskrava som er berekna i dette kapittelet.

Oppsummering framtidskrav	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Eigenkapitalkrav	0,065	0,066	0,067	0,067	0,067	0,067	0,066	0,066	0,065	0,065	0,065	0,065
Minoritetskrav	0,094	0,094	0,094	0,093	0,092	0,091	0,089	0,088	0,086	0,085	0,085	0,085
Finansielt gjeldskrav	0,027	0,028	0,029	0,030	0,031	0,032	0,033	0,035	0,036	0,037	0,037	0,037
Finansielt eignedelskrav	0,023	0,024	0,025	0,025	0,026	0,026	0,027	0,028	0,028	0,029	0,029	0,029
Netto finansielt gjeldskrav	0,027	0,029	0,030	0,031	0,032	0,034	0,035	0,036	0,038	0,039	0,039	0,039
Netto driftskrav	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,052	0,053	0,053	0,054	0,054	0,054	0,054
Krav til sysselsett kapital	0,047	0,048	0,048	0,049	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,052	0,052	0,052

Tabell 10.4: Oppsummering framtidskrav

10.5. Framtidig strategisk fordel

Avslutningsvis i dette kapittelet vil den framtidige strategiske fordel/ulempa analyserast. Som følgje av at framtidskrava no er klargjort er det mogleg å framskrive den strategiske fordel. På denne måten kan ein sjå kor vidt den historiske fordel som blei vist i kapittel 8 vil vare ved. Tabell 10.5 viser framskrivinga av den strategiske fordel over budsjettperioden. Framskrivninga av netto driftsrentabilitet er vist avslutningsvis i kapittel 9 «Framtidsrekneskap».

Framtidig strategisk fordel	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	T+1	T+2
Netto driftsrentabilitet	0,097	0,102	0,111	0,106	0,100	0,094	0,092	0,090	0,088	0,086	0,086	0,086
- Netto driftskrav	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,052	0,053	0,053	0,054	0,054	0,054	0,054
= Strategisk fordel drift	0,048	0,052	0,061	0,055	0,048	0,042	0,039	0,036	0,034	0,031	0,031	0,031
+ Gearingfordel drift	0,036	0,040	0,050	0,047	0,040	0,034	0,031	0,028	0,025	0,023	0,022	0,022
= Driftsfordel	0,084	0,092	0,111	0,102	0,089	0,076	0,070	0,064	0,059	0,054	0,053	0,053
+ Finansieringsfordel	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Strategisk fordel	0,084	0,092	0,111	0,102	0,089	0,076	0,070	0,064	0,059	0,054	0,053	0,053

Tabell 10.5: Framtidig strategisk fordel

Den historiske lønsemdsanalysen viste ein strategisk fordel for AKVA Group med eit tidsvekta gjennomsnitt på 7,8 %. Denne strategiske fordel var i perioden 2014-2016 driven av ein høg bransjefordel, medan selskapet sjølv hadde ei ressursulempa. Situasjonen var motsatt i perioden 2017-2019T, kor det var ein positiv ressursfordel som sørga for ein strategisk fordel.

Som tabell 10.5 viser oppnår AKVA Group ein strategisk fordel kvart år i budsjettperioden. Fordelen er venta å auke fram mot år 2022F, før denne blir svekka mot horisonttidspunktet. Framskrivninga gir ein varig strategisk fordel på 5,3 %. I utgangspunktet må ein vente at ein strategisk fordel på lang sikt vil reverserast og gå mot null, ettersom konkurranse over tid vil drive eigenkapitalrentabiliteten mot eigenkapitalkravet (Knivsflå, 2019R, s. 69). For at selskapet skal kunne ha ein strategisk fordel som varar ved etter at ein har nådd stabil vekst, må dette kunne forklarast ved varige fortrinn for selskapet eller bransjen. For å kunne fastslå rimelegheita av ein vedvarande strategisk fordel på 5,3 % er det derfor nødvendig å sjå nærmare på kjeldene til denne fordelten.

Det første ein kan merke seg er at AKVA Group ikkje har noko finansieringsfordel på lang sikt, ettersom estimert rentabilitet til finansiell gjeld, finansielle egedelar og minoritetsinteresser er antatt å vere lik kravet til dei respektive kapitalane på lang sikt. Denne føresetnaden er nærmare diskutert i kapitla 9.4.5 og 9.4.7 kor finansresultatet og minoritetsresultatet blei framskrive.

Ettersom AKVA Group ikkje har noko finansieringsfordel framover i tid kjem en strategiske fordelten frå strategisk driftsfordel og gearingfordel. Gearingfordelen er berre ei oppskalering av den strategiske driftsfordelen, slik at kjelda til strategisk fordel her må kome frå driftsfordelen. I Kapittel 4 «Strategisk analyse» blei blant anna AKVA Group sine interne ressursar analysert med hensikt å kartlegge potensielt varige konkurransefortrinn gjennom desse. Analysen fanga ikkje opp varige konkurransefortrinn, og dette betyr at AKVA Group ikkje har ein varig ressursfordel. Nokre av ressursane som blei kartlagde, eksempelvis merkevarer/produktrennomé og den sterke marknadsposisjonen, viste kjelder til midlertidige konkurransefortrinn. Desse ressursane bidreg til å skape ein strategisk fordel opp mot 10—11 % i fleire av åra fram mot 2029, men dei kan altså ikkje forklare ein varig fordel utover dette tidspunktet.

Ettersom verken finansieringsfordelar eller ressursfordelar kan forklare den strategiske fordelten må denne byggje på bransjefordelar. Dette betyr at bransjen over tid vil skape ein rentabilitet over kravet. I kapittel 4 blei makroforhold og bransjeforhold undersøkt gjennom ei PESTEL-analyse og ved Porter sine fem konkurransekrefter. Porter-analysen tok særleg for seg etableringsbarrierar som gjer seg gjeldande for potensielt nye aktørar. I denne forbindelse blei det peika på høge etableringsbarrierar basert på høge kapitalkrav/initialinvesteringar, avansert teknologi, nære kunderelasjonar og krav til serviceapparat. Her er det spesielt viktig å

merke seg havbruksleverandørane sitt forhold til kunden. Oppdrettsanlegg er store, dyre investeringar med integrerte system som krev jamleg oppfølging/service. Denne oppfølginga er det naturlegvis leverandøren sjølv som er i best stand til å utføre. Som følgje av dette, i kombinasjon med at oppdrettsanlegga er svært langsiktige investeringar, har oppdrettselskapa insentiv til å oppretthalde ein tett relasjon til sine leverandørar. I tillegg til dette viser PESTEL-analysen til det stadig strengare konsesjonssystemet som oppdrettselskapa lever under. Dette konsesjonssystemet gjer det svært vanskeleg og kostbart for nye oppdrettsaktørar å etablere seg, og representerer dermed ei betydeleg etableringsbarriere i denne bransjen. Mangelen på nyetableringar i oppdrettsbransjen fører til ytterlegare utfordringar for selskap som vil etablere seg som havbruksleverandørar, ettersom ein i dei fleste tilfelle må trenge seg inn hos etablerte aktørar.

Vidare peikar den strategiske analysen på at marknadsstørrelsen i seg sjølv kan fungere som ein barriere mot at kapitalsterke aktørar etablerer seg. Vanlegvis vil ein vente at kapitalsterke aktørar vil ønske å gå inn i lønsame bransjar. Derimot vil dette ikkje i like stor grad gjere seg gjeldande dersom marknaden i seg sjølv er liten og ikkje genererer store nok kontantstraumar. Størrelsen på marknaden i åra framover vil i stor grad avhenge av utviklinga i landbasert oppdrett, men innanfor merdbasert teknologi er det å vente at marknadsstørrelsen i seg sjølv kan hindre konkurranse frå store kapitalsterke aktørar.

Som vi ser er det forhold ved bransjen og kundebransjen som gjer det mogleg å forklare korleis ein bransjefordel kan eksistere over tid. Dei høge etableringsbarrierane vil føre til at konkurranseintensiteten ikkje blir like høg som den potensielt kunne vore, og dette hemmar den venta utviklinga mot ein rentabilitet lik bransjekravet. Merk at ved framskriving på denne måten vil horisontverdien for dei ulike budsjettdivarane vere svært sentrale for verdsetjinga, som ein vil sjå i kapittel 11. Driftsinntektsveksten er estimert til 3 % i horisonten, netto driftsmargin til 4,5 % og omlaupet til netto driftseigedelar til 1,9. Desse divarane er estimert på bakgrunn av strategisk rekneskapsanalyse og skapar altså ein rentabilitet i horisonten på 8,6 %. Uvisse i dei aktuelle budsjettdivarane vil analyserast i detalj avslutningsvis i kapittel 11.

Kapittel 11: Fundamental verdivurdering

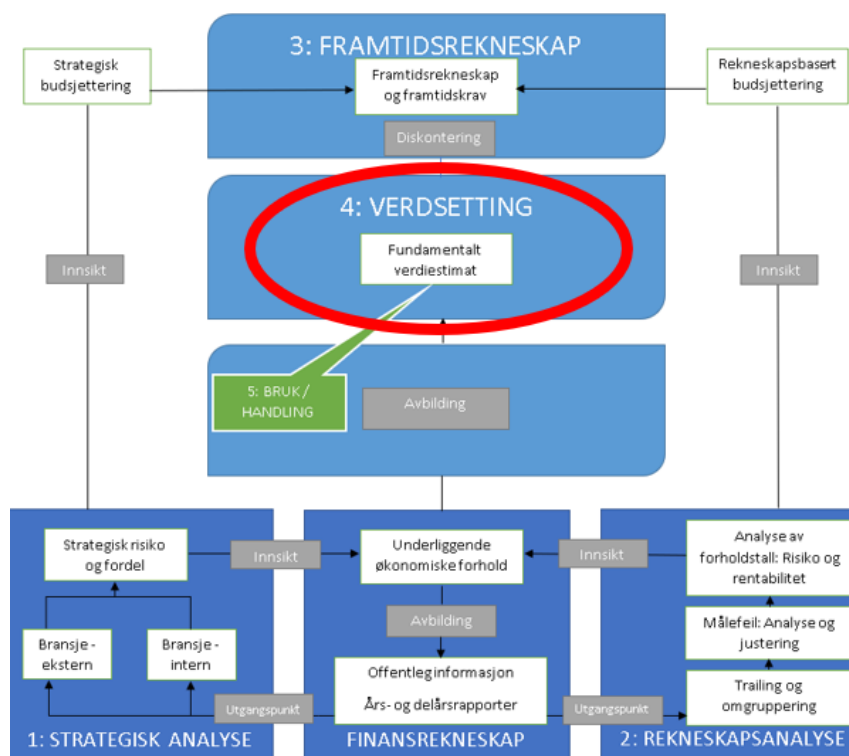


Diagram 11: Veridsetting i rammeverk for fundamental verdivurdering

I kapittel 3, «Val av verdsettingsteknikk», blei fundamental verdivurdering valgt som metode for å finne eit endeleg verdlestimat på AKVA Group sin eigenkapital. I dei etterfølgjande kapitla er det gjort ei rekkje kvalitative og kvantitative analysar som i kapittel 9/10 enda i ein framtidsrekneskap og tilhøyrande framtidskrav. I dette kapittelet vil framtidsrekneskapan og framtidskrava brukast til å setje eit endeleg verdlestimat på eigenkapitalen i AKVA Group.

For fundamental verdivurdering finnast det to dominerande metodar for å utarbeide det endelege verdlestimatet, nemleg eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Eigenkapitalmetoden brukast til å verdsetje eigenkapitalen i selskapet direkte ved å diskontere den frie kontantstraumen til eigenkapitalen med eigenkapitalkravet. Ved bruk av selskapskapitalmetoden vil ein først vurdere verdien av selskapskapital og gjeld separat, før det endelege verdlestimatet blir funne ved å trekke gjelda frå selskapskapitalen (Knivsflå, 2019Q, s.13).

Eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden vil alltid gje det same verdlestimatet, men dette føreset at framtidskrava er vekta basert på verkeleg balanseverdi. Framtidskrava som blei berekna i kapittel 10 var som vi har sett vekta på budsjetterte balansetal, og dette vil gi ulike

verdiestimat mellom dei to metodane. I det vidare vil eigenkapitalen sin verdi estimerast ved bruk av begge metodane, men for å finne eit endeleg verdiestimat er det nødvendig å konvergere estimata mot kvarandre ved å stegvis oppdatere krava til å vere basert på konsistente verdivekter. Denne prosedyren vil forklarast nærmare seinare i kapitlet.

11.1. Eigenkapitalmetoden

Eigenkapitalmetoden går altså ut på å verdsetje eigenkapitalen direkte ved å bruke framskriven kontantstraum til eigenkapital og eigenkapitalkravet framover i tid. Eigenkapitalmetoden kan basere seg på fire ulike modellar, som alle vil gje det same verdiestimatet. Desse modellane er; utbyttmodellen, fri kontantstraum-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen.

11.1.1. Utbyttmodellen

Utbyttmodellen set verdien på eigenkapitalen lik noverdien av framtidig utbytte, slik dette er estimert i framtidsrekneskapen. Diskonteringsfaktoren som blir brukt på kontantstraumen er eigenkapitalkravet. Formel 11.1.1 viser utbyttmodellen matematisk, med forklaringar på forkortingane i etterkant. Første ledd i formelen representerer verdien over budsjettperioden, medan det siste leddet representerer horisontverdien etter at framtidsrekneskapen har nådd «steady state».

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekv - ekk)}$$

NBU = Netto betalt utbytte

VEK = Verdi av eigenkapital

ekk = Avkasningskrav til eigenkapital

ekv = Eigenkapitalvekst

Formel 11.1.1: Utbyttmodellen

11.1.2. Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen berekner verdien av egenkapitalen ved å diskontere fri kontantstrøm til egenkapital med egenkapitalkravet. Merk at fri kontantstrøm til

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

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapital

Formel 11.1.2: Fri kontantstrøm-modellen

eigenkapital svarar til netto betalt utbytte, som i praksis betyr at utbyttmodellen og fri kontantstrøm-modellen er ekvivalente.

11.1.3. Superprofittmodellen

Superprofittmodellen baserer verdierestimatet på dagens bokførte egenkapitalverdi med tillegg for noverdien av framtidig superprofitt til egenkapitalen (Knivslå, 2019Q, s. 41). Formel 11.1.3 viser superprofittmodellen. Det første leddet representerer dagens bokførte egenkapitalverdi, det andre leddet er den framskrivne superprofitten over budsjettperioden, medan det siste leddet er horisontleddet som gir noverdien i konstant vekst. Den klare fordelene med superprofittmodellen samanlikna mot det som oftast blir brukt i praksis – kontantstrømbaserte modellar – er at modellen fokuserer på verdidrivarane i selskapet, nemleg lønsemd og vekst (Gjesdal, 2012).

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekv - ekk)}$$

SPE = Superprofitt til egenkapital

Formel 11.1.3: Superprofittmodellen

11.1.4. Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen er vist i formel 11.1.4. Modellen berekner egenkapitalen sin verdi ved å summere neste års kapitaliserte verdi av nettoresultatet til egenkapital (første ledd) og

framtidig vekst (andre ledd) (Knivsflå, 2019Q, s. 58). Det siste leddet representerer horisontverdien av egenkapitalen.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ek_{k_1}} + \frac{1}{ek_{k_1}} \times \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ek_{k_1}) \times \dots \times (1 + ek_{k_{t-1}})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ek_{k_1}) \times \dots \times (1 + ek_{k_{T+1}}) \times (ek_k - ek_v)} \right\}$$

NRE = Nettoresultat til egenkapital

Formel 11.1.4: Superprofittvekstmodellen

11.2. Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden skil seg frå eigenkapitalmetoden ved at eigenkapitalen blir verdsett indirekte. Dette betyr at verdien av selskapskapitalen og gjelda blir fastsett separat, før ein trekk gjeldsverdien og verdien av minoritetsinteressene frå kapitalen for å finne eigenkapitalen sin verdi (Knivsflå, 2019R, s. 5). To mål på selskapskapitalen, som også er presentert i framtidsrekneskapen, er netto driftskapital og sysselsett kapital. Desse to kapitalmåla danner grunnlaget for to variantar av selskapskapitalmetoden – nemleg netto driftskapitalmetoden og sysselsett kapital-metoden. Formel 11.2 viser selskapskapitalmetoden representert ved desse to metodane. Innanfor dei to metodane kan fri kontantstraum til eigenkapital-modellen, superprofitt til eigenkapital-modellen og superprofittvekstmodellen nyttast på same måte som i eigenkapitalmetoden.

Sysselsett kapitalmetode →

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Netto driftskapitalmetode →

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

VSSK = Verdi sysselsett kapital

VFG = Verdi finansiell gjeld

VNDK = Verdi netto driftskapital

VNFG = Verdi netto finansiell gjeld

VMI = Verdi minoritetsinteresser

Formel 11.2: Sysselsett kapitalmetode og netto driftskapitalmetode

Som vi ser er det nødvendig å estimere verdien av netto finansiell gjeld, finansiell gjeld og minoritetsinteresser i tillegg til verdien av hhv. sysselsett kapital og netto driftskapital. Finansiell gjeld og netto finansiell gjeld er oppgitt til verkeleg verdi i framtidsrekneskapen ettersom det er antatt ein rentabilitet lik kravet når desse postane blei framskrivne. Det same gjeld for minoriteten, kor minoritetsrentabiliteten er satt lik det framtidige minoritetskravet.

11.3. Foreløpig verdiestimat basert på budsjettert vekting

Med utgangspunkt i dei presenterte verdsettjingsmodellane kan det no utarbeidast foreløpige verdiestimat. Dette estimata vil basere seg på krav som er rekna ut med grunnlag i den budsjetterte framtidsrekneskapen og vist i kapittel 10. Det vil bereknast ein eigenkapitalverdi etter eigenkapitalmetoden, ein etter netto driftskapitalmetoden og ein etter sysselsett kapitalmetoden, kor det vil nyttast tre modellar for kvar metode.

Verdien av eigenkapitalen vil dividerast på uteståande aksjar for å finne verdiestimatet per aksje. I rapporten for 3. kvartal 2019 opplyst det at AKVA Group har utstedt 33.334.303 aksjar, medan selskapet sjølv eig 177.883 av desse. Talet på uteståande aksjar er derfor $(33.334.303 - 177.883) = 33.156.420$.

11.3.1. Foreløpig verdiestimat - eigenkapitalmetoden

FKE-modellen (EK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fri kontantstrøm til eigenkapital		44 603	173 731	176 898	100 841	63 416	77 237	104 020	133 106	163 420	152 394	180 439	185 852
/ Diskontering		1,07	1,14	1,21	1,29	1,38	1,47	1,57	1,67	1,78	1,90	2,02	2,15
= Nettoverdien frå t=1 til T+1	925 274	41 879	153 058	146 127	78 047	46 004	52 534	66 361	79 674	91 812	80 385	89 392	86 477
+ Noverdi horisontverdi	2 651 787												
= Verdi eigenkapital	3 577 061												
Verdi per aksje	107,88												

Tabell 11.3.1 (1): FKE-modellen (EK-metode)

Superprofittmodellen (EK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Balanseført eigenkapital	1 091 852													
+ Superprofitt til eigenkapital		91 353	111 761	136 451	128 995	122 308	115 884	117 068	115 817	112 099	106 030	109 135	112 409	115 782
/ Diskontering		1,07	1,14	1,21	1,29	1,38	1,47	1,57	1,67	1,78	1,90	2,02	2,15	2,29
= Noverdi t=1 til t=T	881 323	85 775	98 462	112 716	99 837	88 725	78 821	74 685	69 326	62 979	55 929	54 067	52 304	50 598
+ Horisontverdi frå T+2	1 603 886													
= Verdi eigenkapital	3 577 061													
Verdi per aksje	107,88													

Tabell 11.3.1 (2): Superprofittmodellen (EK-metode)

Superprofittvekstmodellen (EK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nettoreultat		162 352												
Kapitalisert verdi	2 496 712													
Superprofittvekst til EK			20 331	24 498	-7 731	-6 903	-6 587	1 060	-1 335	-3 761	-6 076	3 137	3 306	3 405
/ Diskontering			1,07	1,14	1,21	1,29	1,38	1,47	1,57	1,67	1,78	1,90	2,02	2,15
= Noverdi t=2 til t=T+2			19 089	21 583	-6 386	-5 343	-4 779	721	-851	-2 251	-3 414	1 654	1 638	1 585
+ Kapitalisert verdi	333 118													
Horisontverdi													48 590	
+ Kapitalisert verdi	747 231													
= Verdi av eigenkapital	3 577 061													
Verdi per aksje	107,88													

Tabell 11.3.1 (3): Superprofittvekstmodellen (EK-metode)

11.3.2. Foreløpig verdiesimat – netto driftskapitalmetoden

FKD-modellen (NDK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fri kontantstrøm drift		-65 098	139 826	122 357	68 521	8 255	41 021	90 401	144 905	202 354	189 477	195 161	201 016
/ Diskontering		1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,42	1,49	1,57	1,66	1,75	1,84
= Nettoverdien frå t=1 til T+1	779 961	-62 049	126 969	105 789	56 376	6 459	30 508	63 866	97 190	128 783	114 361	111 708	109 116
+ Noverdi horisontverdi	4 703 203												
= Verdi netto driftskapital	5 483 164												
- Netto finansiell gjeld	804 332												
- Minoritetsinteresser	4 174												
= Verdi egenkapital	4 674 658												
Verdi per aksje	140,99												

Tabell 11.3.2 (1): FKD-modellen (NDK-metode)

Superprofittmodellen (NDK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Balanseført NDK	1 900 358													
SPD (t)		91 353	111 761	136 451	128 995	122 308	115 884	117 068	115 817	112 099	106 030	109 135	112 409	115 782
/ Diskontering		1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,42	1,49	1,57	1,66	1,75	1,84	1,94
= Nettoverdien frå t=1 til T+1	952 745	87 075	101 484	117 975	106 132	95 702	86 185	82 706	77 681	71 343	63 996	62 468	61 019	59 603
+ Noverdi horisontverdi	2 630 061													
= Verdi netto driftskapital	5 483 164													
- Netto finansiell gjeld	804 332													
- Minoritetsinteresser	4 174													
= Verdi egenkapital	4 674 658													
Verdi per aksje	140,99													

Tabell 11.3.2 (2): Superprofittmodellen (NDK-metode)

Superprofittvekstmodellen (NDK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Netto driftsresultat		184 730												
Kapitalisert netto driftsresultat	3 759 525													
Superprofittvekst NDK			20 349	24 544	-7 666	-6 961	-6 751	786	-1 710	-4 223	-6 603	2 554	2 706	2 787
/ Diskontering			1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,42	1,49	1,57	1,66	1,75	1,84
= Noverdi frå t=2 til t=T+2			19 396	22 287	-6 628	-5 727	-5 283	585	-1 208	-2 832	-4 202	1 541	1 549	1 513
+ Kapitalisert noverdi t=2 til t=T+2	396 413													
Horisontverdi													65 215	
+ Kapitalisert horisontverdi	1 327 226													
= Verdi netto driftskapital	5 483 164													
- Netto finansiell gjeld	804 332													
- Minoritetsinteresser	4 174													
= Verdi egenkapital	4 674 658													
Verdi per aksje	140,99													

Tabell 11.3.2 (3): Superprofittvekstmodellen (NDK-metode)

11.3.3. Foreløpig verdiesimat – sysselsett kapitalmetoden

FKD-modellen (SSK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fri kontantstrøm sysselsett kapital		-87 923	132 044	110 201	51 138	-15 583	19 433	72 277	131 430	194 593	180 513	194 658	200 498
/ Diskontering		1,05	1,10	1,15	1,21	1,27	1,33	1,39	1,47	1,54	1,62	1,71	1,79
= Nettoverdien frå t=1 til T+1	670 162	-83 968	120 374	95 850	42 415	-12 318	14 633	51 814	89 655	126 248	111 330	114 130	111 753
+ Noverdi horisontverdi	5 365 101												
= Verdi sysselsett kapital	6 035 263												
- Finansiell gjeld	967 510												
- Minoritetsinteresser	4 174												
= Verdi egenkapital	5 063 579												
Verdi per aksje	152,72												

Tabell 11.3.3 (1): FKD-modellen (SSK-metode)

Superprofittmodellen (SSK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Balanseført sysselsett kapital	2 063 536													
Superprofitt sysselsett kapital		91 353	111 761	136 451	128 995	122 308	115 884	117 068	115 817	112 099	106 030	109 135	112 409	115 782
/ Diskontering		1,05	1,10	1,15	1,21	1,27	1,33	1,39	1,47	1,54	1,62	1,71	1,79	1,89
= Nettoverdien frå t=1 til T+1	963 776	87 244	101 884	118 681	106 990	96 683	87 258	83 923	79 005	72 728	65 393	63 987	62 654	61 349
+ Noverdi horisontverdi	3 007 951													
= Verdi sysselsett kapital	6 035 263													
- Finansiell gjeld	967 510													
- Minoritetsinteresser	4 174													
= Verdi egenkapital	5 063 579													
Verdi per aksje	152,72													

Tabell 11.3.3 (2): Superprofittmodellen (SSK-metode)

Superprofittvekstmodellen (SSK-metode)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nettoreultat til sysselsett kapital		188 546												
Kapitalisert nettoreultat SSK	4 003 093													
Superprofittvekst sysselsett kapital			20 355	24 557	-7 647	-6 937	-6 723	820	-1 670	-4 180	-6 558	2 606	2 760	2 843
/ Diskontering			1,05	1,10	1,15	1,21	1,27	1,33	1,39	1,47	1,54	1,62	1,71	1,79
= Noverdi frå t=2 til t=T+2			19 439	22 386	-6 652	-5 754	-5 315	618	-1 198	-2 851	-4 254	1 607	1 618	1 584
Kapitalisert noverdi t=2 til t=T+2	417 111													
Horisontverdi													76 069	
+ Kapitalisert horisontverdi	1 615 059													
= Verdi netto driftskapital	6 035 263													
- Netto finansiell gjeld	967 510													
- Minoritetsinteresser	4 174													
= Verdi egenkapital	5 063 579													
Estimat per aksje	152,72													

Tabell 11.3.3 (3): Superprofittvekstmodellen (SSK-metode)

11.3.4. Oppsummering av verdiestimat basert på budsjetterte vekter

Netto driftskapitalmetoden og sysselsett kapitalmetode, som begge verdset eigenkapitalen indirekte, gir eit relativt likt verdiestimat, medan eigenkapitalmetoden gir eit estimat som ligg betydeleg lågare. Verdiestimatet etter dei ulike metodane er oppsummert i tabell 11.3.4.

	FK-modell	SP-modell	SPV-modell
Eigenkapitalmetode	3 577 061	3 577 061	3 577 061
Netto driftskapitalmetode	4 674 658	4 674 658	4 674 658
Sysselsett kapitalmetode	5 063 579	5 063 579	5 063 579
Gjennomsnitt	4 438 433	4 438 433	4 438 433
Gjennomsnitt per aksje	134	134	134

Tabell 11.3.4: Oppsummering eigenkapitalverdi

Ettersom verdiestimata er svært ulike vil det i det vidare gjennomførast ei konvergensprosedyre med formål å kome fram til eit felles verdiestimat etter dei tre metodane. Denne prosedyren er nærmare forklart og gjennomført i kapittel 11.4.

11.4. Verdikonvergens

Som vist gir dei ulike metodane ulik verdi på eigenkapitalen i tilfellet kor ein nyttar budsjetterte balansevekte i utrekninga av avkastingskrav. Verdikonvergens går ut på at ein i staden for å nytte budsjetterte vekter gjennomfører ei sekvensiell oppdatering av krava med grunnlag i verdiestimatet som føreligg. Konkret går prosedyren føre seg på følgjande måte (Knivsflå, 2019R, s. 52):

Steg 1: Ei reknar ut eit det gjennomsnittlege verdiestimatet for dei tre metodane ein nytta ved berekning av eigenkapitalverdien med budsjetterte balansevekte. Dette gjennomsnittet representerer det første estimatet på «verkeleg verdi» av eigenkapitalen.

Steg 2: Med grunnlag i det gjennomsnittlege verdiestimatet på eigenkapitalen, samt framtidskrava, kan ein berekne verkeleg verdi av netto driftskapital og sysselsett kapital. Verkeleg verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser vil svare til verdien i framtidbalansen, ettersom det er antatt ein rentabilitet lik avkastningskravet for desse balansepostane. Når alle dei nemnde balansepostane er vurdert til «verkeleg verdi» konsistent med verdiestimatet i steg 1, kan ein rekne ut «verdibaserte» balansevekte. Desse vektene blir deretter nytta til å berekne oppdaterte avkastningskrav.

Steg 3: Start prosedyren på nytt, ved å rekne ut eit nytt gjennomsnittleg verdiestimat med dei tre metodane, for så å berekne nye verdibaserte balansevekte til kravutrekninga. Dersom prosedyren gjentakast mange nok gongar, vil verdiestimatet frå dei tre ulike

metodane til slutt vere samanfallande. I dette tilfellet vil konvergensprosedyren gå over 10 steg, som gir ein presisjon på fem desimalar.

Ved å gjennomføre verdikonvergens får vi eit endeleg estimat på eigenkapitalen i AKVA Group sin verdi, som vist i tabell 11.4. Modellane konvergerer altså mot eit endeleg verdiestimat på om lag **101,3 kr. per aksje**. Diagram 11.4 (1) viser konvergensprosedyren grafisk.

	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metode	107,8844	101,6067	101,3254	101,2875	101,2892	101,2888	101,2888	101,2888	101,2888	101,2888
NDK-metode	140,9880	96,5190	102,0366	101,1739	101,3065	101,2861	101,2892	101,2888	101,2888	101,2888
SSK-metode	152,7179	94,7701	102,2796	101,1350	101,3124	101,2852	101,2894	101,2887	101,2888	101,2888

Tabell 11.4: Verdikonvergens

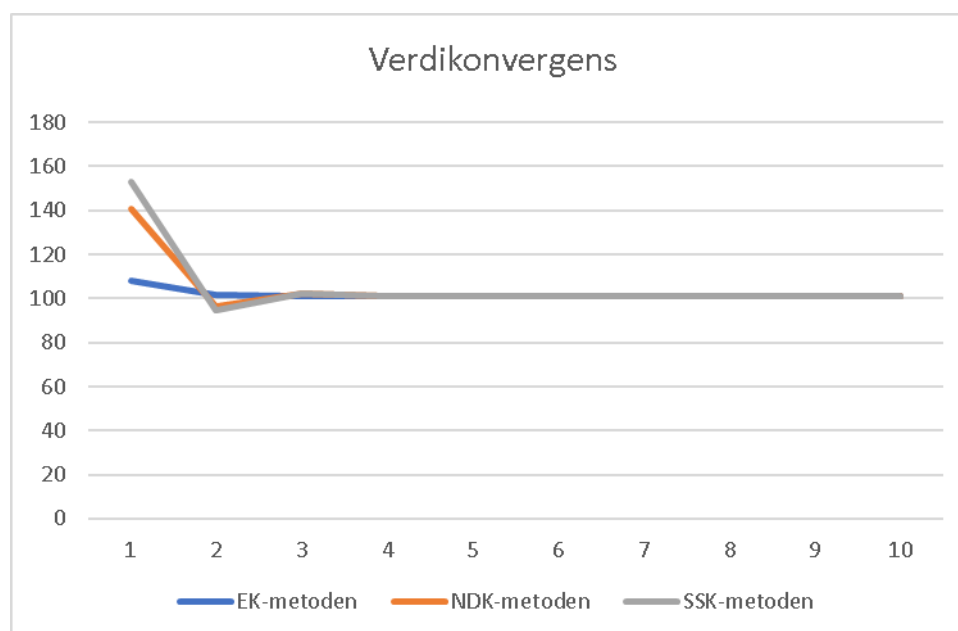


Diagram 11.4: Verdikonvergens

Grunnen til at estimatet etter dei tre metodane beveger seg mot ei felles estimat er som tidlegare nemnd at avkastningskrava blir rekna ut med verdibaserte vektor (steg 2—10) heller enn budsjetterte vektor (steg 1). Diagram 11.4 (2)—11.4 (4) viser korleis eigenkapitalkravet, kravet til netto driftskapital og kravet til sysselsett kapital er endra frå det opprinnelege budsjettet (blå linje) og til det ferdig verdivekta kravet i steg 10 (grå linje).

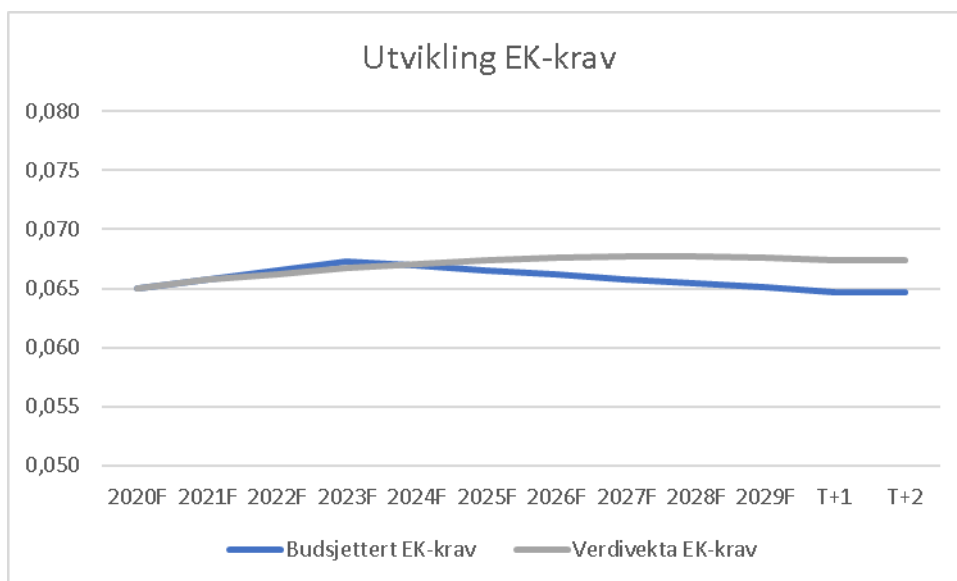


Diagram 11.4 (2): Utvikling EK-krav

Som vist i diagram 11.4 (2) medfører verdivekting at eigenkapitalkravet blir høgare i perioden 2024—2029 enn det var ved budsjetterte vektorer. Grunnen til dette er ei auke i eigenkapitalbetaen frå steg 2 til steg 10 som følgje av at eigenkapitalen sin verdi aukar markant samanlikna mot verdien i framtidsrekneskapen. I perioden 2020—2023 ser vi at eigenkapitalkravet aukar. Grunnen til dette er at illikviditetspremien i eigenkapitalkravet følgjer ei lineær utvikling frå 2019-nivået på 2 % og ned mot det venta nivået i tidspunkt T på 1 %. Denne utviklingsbana gjer at vi får ein høgare illikviditetspremie tidleg i perioden enn i tidspunkt T.

Endringa i netto driftskrav og sysselsett kapitalkrav er vist i hhv. diagram 11.4 (3) og 11.4 (4). Desse krava, og utviklinga frå steg 1 (budsjetttvekting) til steg 10 (verdivekting) er nokså lik. Grunnen til dette er at AKVA Group har relativt lite finansielle eigedelar, slik at forskjellen mellom netto driftskapital og sysselsett kapital er liten. Frå diagramma ser vi tydeleg at netto driftskrav og sysselsett kapitalkrav har ei stor auke når ein går frå budsjetterte til verdibaserte balansevektor i kravutrekninga. Dette ser vi også igjen i at metodane som baserer seg på desse krava gir eit svært høgt verdiestimat når dette blir rekna med budsjetterte krav. Utviklinga frå steg 2 til steg 10 i konvergensprosedyren er at eigenkapitalvekta (verkeleg verdi EK / verkeleg verdi netto driftskapital eller sysselsett kapital) blir noko redusert. Derimot aukar eigenkapitalkravet som følgje av den tidlegare omtala auka i eigenkapitalbeta. Netto finansiell gjeldsvekt blir noko redusert, medan minoritetsvekta aukar. I sum gjer altså desse endringane at selskapskapitalkrava aukar med verdivekting.

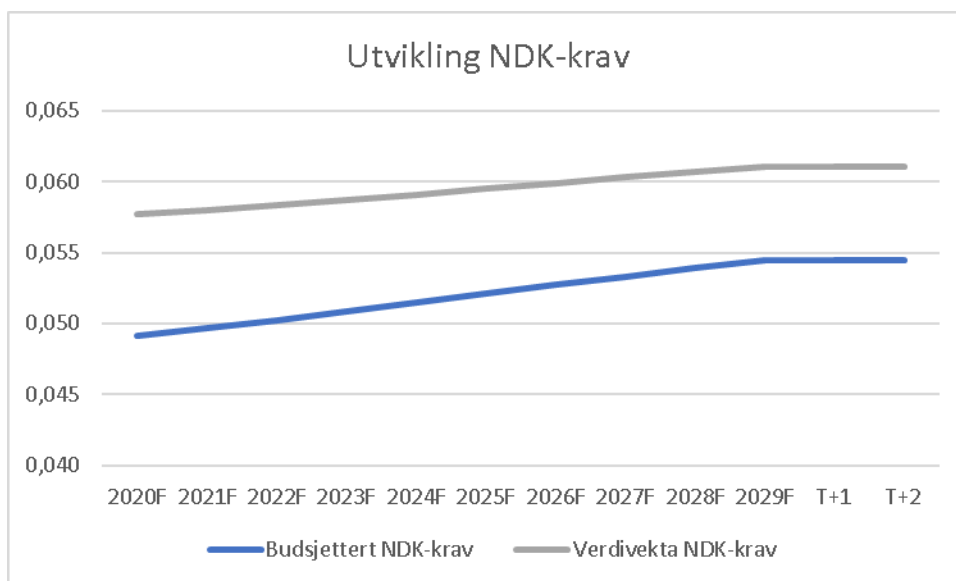


Diagram 11.4 (3): Utvikling NDK-krav

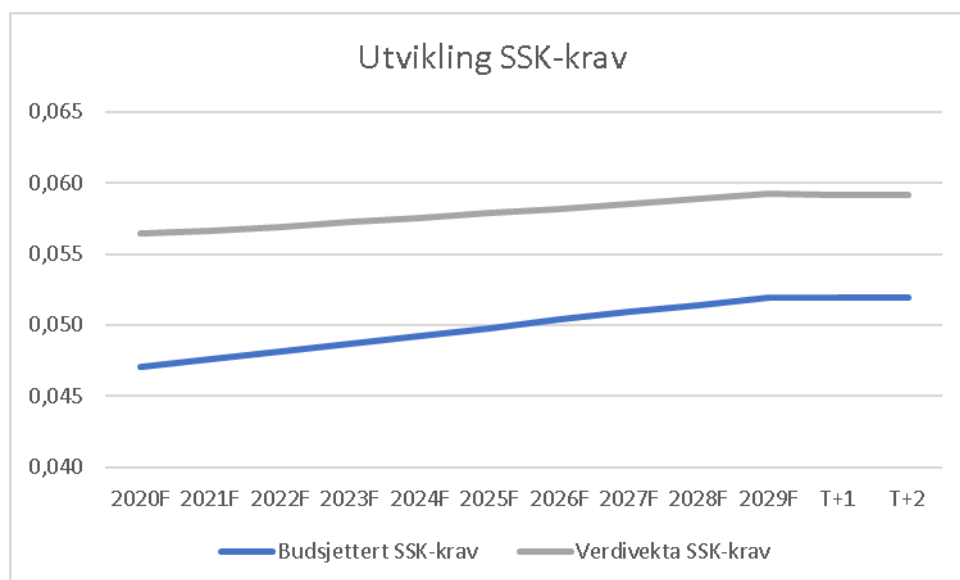


Diagram 11.4 (4): Utvikling SSK-krav

11.5. Uvisse i verdiestimatet

Det endelege verdiestimatet på like over 101 kr. baserer seg i betydeleg grad på ei usikker venta utvikling framover i tid. Dette gjeld særleg framskrivinga av sentrale budsjettdrivarar som blei gjennomført i kapittel 9. Budsjettdrivarane er framskrivne med grunnlag i strategisk rekneskapsanalyse, som betyr at både kvantitative og kvalitative vurderingar verkar inn på utfallet. Særleg i den strategiske analysen ligg det svært mange usikre variablar, og ein kan sjeldan vere sikker på korleis eksterne og interne strategiske forhold vil utvikle seg framover i tid. Som følgje av dette er det nødvendig å sjå nærmare på uvisse knytt til verdiestimatet. I dette kapittelet vil det derfor gjennomførast ei sensitivitetsanalyse og ei simulering med bakgrunn i budsjettdrivarane estimatet byggjer på.

11.5.1. Simuleringsanalyse

Ei simuleringsanalyse ser på uvisse i verdiestimatet ved å gjere kritiske budsjettdrivarar om til stokastiske variablar, for så å simulere utfallet (verdiestimatet) ved endringar i desse drivarane (Knivsflå, 2019S, s. 24). Innleiingsvis vil det altså bli identifisert budsjettdrivarar som har stor innverknad på den endelege verdiestimatet. Det vil deretter nyttast eit programtillegg i Excel kalla Crystal Ball til å trekke desse variablane meir eller mindre tilfeldig, for så at programvara les av verdiestimatet i det trekte utfallet. Ved å gjennomføre eit stort nok antal trekningar vil ein få fram ei fordeling som viser kor hyppig dei ulike verdiestimata oppstår.

11.5.1.1. Identifisering av kritiske budsjettdrivarar

I teorien kan alle budsjettdrivarar som blei utarbeidd i kapittel 9 brukast som stokastiske variablar i ei simulering, ettersom dei alle har ein påverknad på det endelege verdiestimatet. Til tross for dette er det nødvendig å halde analysen oversiktleg, og det er derfor bestemt å avgrense simuleringa til å omfatte dei mest kritiske budsjettdrivarane. I kapittel 8 blei det vist at driftsfordelen til AKVA Group har størst innverknad på selskapet sin strategiske fordel, og denne er også den mest sentrale drivaren til framtidig strategisk fordel. Som følgje av dette vil simuleringsanalysen fokuserast rundt dei driftsrelaterte budsjettdrivarane. Dette betyr at **driftsinntektsveksten**, **netto driftsmargin** og **omlaupet til netto driftseigedelar** vil inkluderast. I sensitivitetsanalysen i kapittel 11.5.2 vil også risikofri rente og eigenkapitalbeta analyserast for å sjå korleis variasjon i desse isolert sett vil påverke verdiestimatet.

Simulering av stokastiske variablar i Crystal Ball krev at ein for kvar av desse variablane definerer sannsynsfordelinga, standardavvik og eventuelle ytre grenser. I tillegg vil det vere

mogleg å legge inn venta korrelasjon mellom ulike variablar. Val knytt til desse forholda er drøfta i det vidare.

11.5.1.2. Driftsinntektsvekst

Framskrivinga av driftsinntektsveksten blei gjennomført i kapittel 9. Denne framskrivinga tok utgangspunkt i tre budsjettpunkt, nemleg åra 2022, 2025 og horisonttidspunktet T (2029), medan utviklinga mellom desse punkta blei budsjettert som ei lineær utvikling. Simuleringsanalysen vil sjå på uvisse i alle desse tre budsjettpunkta ved å simulere disse som stokastiske variablar.

Driftsinntektsveksten framover i tid er antatt å henge tett saman med utviklinga i oppdrettsnæringa og kva impulsar som kjem derfrå. Om ein ser på driftsinntektsveksten historisk har denne vore svært variabel i seksårsperioden som tidlegare er analysert. Standardavviket i denne perioden er i gjennomsnitt på heile 9,5 %. Som tidlegare drøfta er denne perioden prega av fleire oppkjøp, slik at veksten frå år til år ikkje kan nyttast som grunnlag for vidare prediksjon. Som følgje av dette er det heller ikkje naturleg å nytte historisk standardavvik som estimat på standardavviket i framtidige budsjettpunkt. Manglande rekneskapsinformasjon gjer det utfordrande å justere for uorganisk driftsinntektsvekst, men eit forsøk på dette viser at «organisk» standardavvik truleg ligg i området 6—7 % i perioden 2014–2019T.

På kort sikt er det lagt inn ein nedgang i driftsinntektsveksten, og budsjettet baserer seg på ein vekst på 4 % i 2022. Denne nedgangen vart grunna i ei framleis flat volumutvikling i oppdrettsbransjen. På kort sikt er det mogleg å gjere seg opp nokså presise forventningar om utviklinga, og det er liten tvil om at ein ikkje vil sjå ei brå auke i produksjonsvolumet i oppdrettsselskapa på kort sikt. Derimot er det knytt meir uvisse til korleis AKVA Group klarar å profittere på den venta veksten i teknologi og landbasert oppdrett på kort sikt. Standardavviket på kort sikt blir skjønsmessig satt til 3,5 % som svarar til halvparten av det historiske justerte avviket.

På mellomlang sikt er det knytt meir uvisse til korleis driftsinntektsveksten vil utvikle seg. Dette heng saman med at budsjettpunktet ligg lenger fram i tid, men også med at utviklinga i oppdrettsnæringa er uvis. I framskrivinga av driftsinntektsveksten blei det lagt til grunn at oppdrettsnæringa på mellomlang sikt vil løyse sine biologiske utfordringar, slik at næringa igjen blir meir volumdriven enn den er i dag. Ei slik utvikling er venta å gi vekst i AKVA Group sine inntekter, ettersom sal av merdanlegg per i dag er det viktigaste salssegmentet.

Sjølv om det er liten tvil om at den nemnde utviklinga vil realisere seg, er det uvisst når dette skjer. Som følgje av dette er det nødvendig å setje standardavviket på mellomlang sikt noko høgare enn på kort sikt, og eit rimeleg anslag er det historiske (organiske) avviket på 7 %.

På lang sikt (frå tidspunkt T) er driftsinntektsveksten satt til 3 %. Som tidlegare drøfta har denne veksten ei naturleg øvre grense på 6-7 %, ettersom selskapet på lang sikt ikkje kan vekse meir enn verdsøkonomien. Som følgje av dette er det naturleg å nytte ei symmetrisk trekantfordeling med ytre grenser. Nedre grense i fordelinga blir satt til 0,5 %, medan øvre grense blir satt til 5 %. Tabell 11.5.1.2 oppsummera vala som er teke i forbindelse med driftsinntektsveksten i den komande simuleringa.

Driftsinntektsvekst			
Budsjettpunkt	Budsjettert vekst	Standardavvik	Fordeling
2022	0,04	0,035	Normalfordeling
2025	0,1	0,07	Normalfordeling
T	0,03	[0,005-0,05]	Symmetrisk trekantfordeling

Tabell 11.5.1.2: Driftsinntektsvekst simulering

11.5.1.3. Netto driftsmargin

I kapittel 9 blei netto driftsmargin framskriven ved å anslå utviklinga i dei ulike salssegmenta, for deretter å sjå på korleis marginen i desse segmenta var historisk. Også her blei det brukt tre budsjettpunkt (2022, 2025 og T) med lineær utvikling mellom punkta. På kort sikt er det budsjettert med ein liten auke i driftsmarginen som følgje av venta auke i segmenta landbasert oppdrett og teknologi/software. Som for driftsinntektsveksten vil det også her vere slik at ein på kort sikt kan anslå utviklinga nokså presist. Historisk sett har standardavviket vore like under 1 %, og dette er å betrakte som eit rimeleg estimat på avviket i 2022.

På mellomlang sikt vil det også her vere slik at uvissa aukar. I perioden 2022-2025 er det lagt til grunn ei auke i segmentet for merdbaserte anlegg, og uvissa knyt seg ikkje berre til om denne auka vil inntreffe, men også til korleis marginen innan dette segmentet vil utvikle seg framover. Sal av merdbasert teknologi har som vist hatt ein svak margin historisk. Som følgje av denne uvissa vil det vere nødvendig med eit høgare standardavvik, og det er bestemt å setje avviket til 1,5 % i budsjettpunktet 2025.

I «steady state» må drivarane representere ei langsiktig normalutvikling, slik at det er naturleg å ta estimatet på standardavviket ned noko frå nivået som blei valgt for 2025-punktet. Det beste estimatet vi har på normal variasjon i netto driftsmargin er det historiske avviket, og det er derfor bestemt å setje standardavviket i tidspunkt T lik 1 %. Merk at for netto driftsmargin vil

dei stokastiske variablane bli antatt å vere normalfordelt også i tidspunkt T, ettersom ein ikkje har klare grenser for horisontveksten. Vala er oppsummert i tabell 11.5.1.3.

Netto driftsmargin			
Budsjettpunkt	Budsjettert margin	Standardavvik	Fordeling
2022	0,06	0,01	Normalfordeling
2025	0,05	0,015	Normalfordeling
T	0,045	0,01	Normalfordeling

Tabell 11.5.1.3: Netto driftsmargin simulering

Empiri og økonomisk teori viser at selskap med låg margin ofte tenderer til å ha ei høg omlaupshastigheit, og motsatt. Dette er samanhengar som i ei simulering burde takast omsyn til, og det vil derfor leggst inn ein korrelasjon mellom desse to budsjettdrivarane. Eit konservativt anslag på denne korrelasjonen kan vere $-0,1$, som er noko lågare en den historiske korrelasjonen.

11.5.1.4. Omlaupshastigheit

Omlaupet til netto driftskapital er i budsjettet framskrive som i lineær utvikling frå 2019T og fram til horisonttidspunktet T. Dette betyr at berre ein stokastisk variabel relatert til omlaupshastigheita vil inngå i simuleringa. Uvissa knytt til budsjettperioden T handlar først og fremst om korleis segmentsamansetninga vil sjå ut i «steady state» og korleis driftskapitalen blir endra som følgje av dette. Om ein ser budsjettperioden under eitt er det mykje som tyder på at bransjen for havbruksleverandørane vil gjennomgå endringar framover, og framskrivinga av sentrale budsjettdrivarar byggjer også på dette.

Som følgje av uvissa knytt til kapitalansetninga på lang sikt blir det lagt inn eit standardavvik til estimatet på $0,35$, som er på nivå med det historiske standardavviket i perioden 2014-2019T.

11.5.1.5. Simulering

Simuleringa er altså gjort i Excel ved hjelp av programtillegget «Crystal Ball». Resultatet av simuleringa er vist i diagram 11.5.1.5. Simuleringa er gjennomført med totalt 100.000 trekningar, kor dei nemnde budsjettdrivarane blir trekte som stokastiske variablar i kvar enkelt trekning. I diagrammet er trekningar som er under 0 filtrert bort, ettersom investorane har avgrensa ansvar og at ein dermed under rimelege føresetnadar ikkje vil sjå negativ eigenkapitalverdi. Totalt blir 2416 trekningar filtrert bort som følgje av denne restriksjonen.

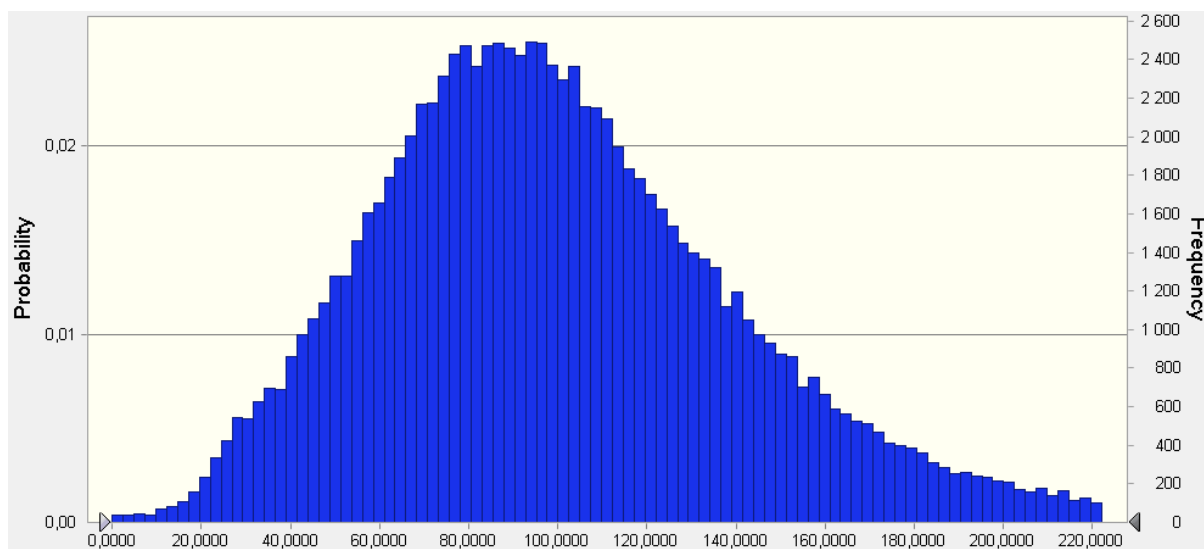


Diagram 11.5.1.5: Simulering

Trekningar	97 584
Base Case	101,29
Gjennomsnitt	101,22
Median	96,08
Standardavvik	43,15
Filtrerte verdier	2 416

Tabell 11.5.1.5: Nøkkeltal frå simulering

Simuleringa gir som vi ser eit gjennomsnittleg verdiestimat som om lag svarar til det opprinnelege verdiestimatet, medan medianverdien ligg noko lågare. Standardavviket er på 43,15, som svarar til om lag 42 % av det opprinnelege verdiestimatet.

11.5.1.6. Oppsidepotensial og nedsiderisiko

Oppsidepotensial og nedsiderisiko er definert som verdier som ligg hhv. over 120 % og under 80 % av forventa verdi (Knivsflå, 2019S, s. 58-59). For verdiestimatet av AKVA Group sin eigenkapital vil dette bety at verdien må overstige 121,2 kr for at auka skal bli vurdert som ei oppside, medan nedsiderisikoen vil vere risikoen for at verdien faller under 80,8 kr. Diagram 11.5.1.6 (1) og 11.5.1.6 (2) viser sannsynet, basert på den gjennomførte simuleringa, for at verdien skal ende utanfor desse grensene. Oppsidepotensialet er altså 27,7 %, som er eit betydeleg sannsyn for at verdien skal ende over 121,2 kr. Det er likevel slik at nedsiderisikoen er større, med ein risiko på 34,2 % for at verdien skal ende lågare enn 80,8 kr.

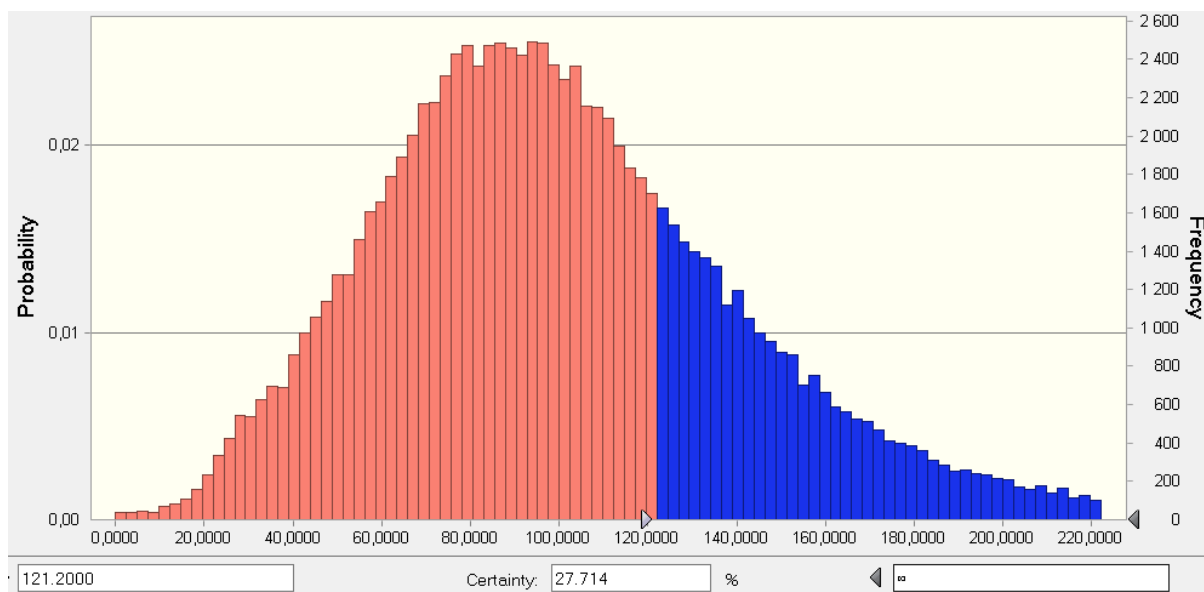


Diagram 11.5.1.6 (1): Oppsidepotensial

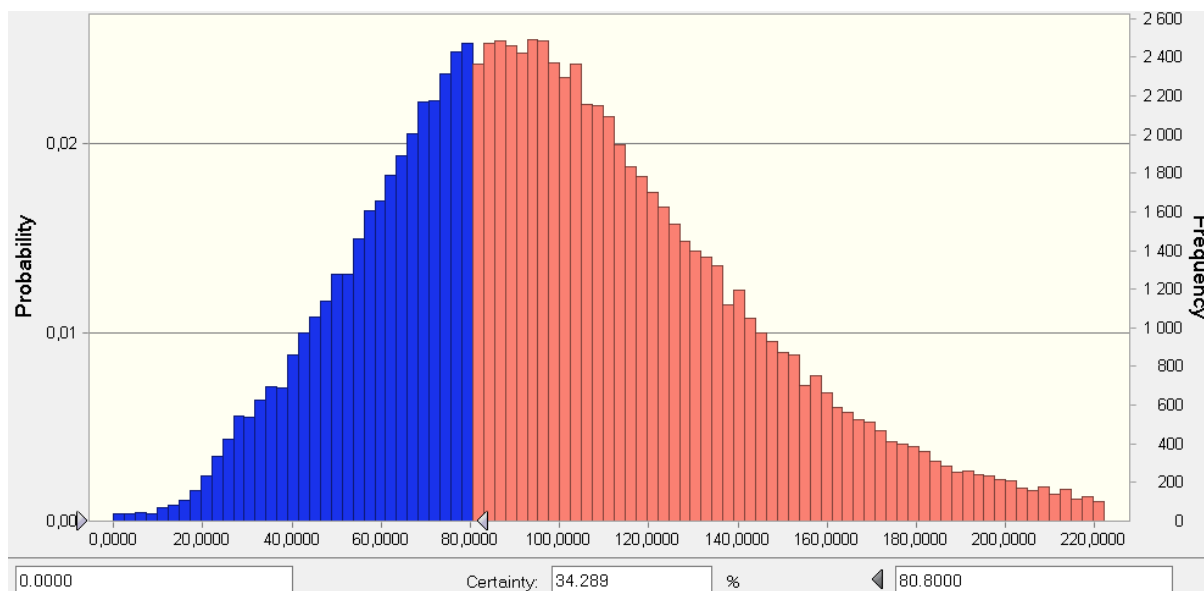


Diagram 11.5.1.6: Nedsiderisiko

11.5.2. Sensitivitetsanalyse

I tillegg til simuleringsanalysen vil det altså gjennomførast ei sensitivitetsanalyse. Dette er ei analyse som viser enkelt drivarar sin isolerte påverknad på verdiestimatet, til forskjell frå simuleringsanalysen kor ei rekkje stokastiske variablar blei trekt samstundes. Sensitivitetsanalysen tar blant anna altså ikkje omsyn til eventuell korrelasjon mellom variablane. I det budsjett drivarane blir framskrivne er det utfordrande å fastslå kor stor korrelasjonen mellom dei ulike drivarane er, og ofte blir dette ei skjønsmessig vurdering. Det vil derfor uansett vere praktisk nyttig analysere påverknaden drivarane har på verdiestimatet

isolert sett. Som tidlegare nemnd vil også risikofri rente og eigenkapitalbeta inkluderast i sensitivitetsanalysen.

11.5.2.1. Variasjonsanalyse

Som ein del av sensitivitetsanalysen vil det gjennomførast ei variasjonsanalyse. Denne analysen ser på kor stor del av variasjonen i verdiestimatet som kan forklarast ved endringar i dei enkelte variablane. Diagram 11.5.2.1 viser resultatet av ei slik variasjonsanalyse utført i Crystal Ball. Resultatet viser tydeleg at netto driftsmargin i «steady state» er den klart viktigaste variabelen når det kjem til å forklare variasjon i verdiestimatet. Marginen under stabil vekst (frå tidspunkt T) har stor betydning fordi denne bestemmer lønnsmda på lang sikt, og dermed har svært stor innverknad på den berekna horisontverdien. Verdsetjingsmodellane som tidlegare er brukt har alle horisontverdien som ein viktig komponent. Dette er også grunnen til at omlaupshastigheita og driftsinntektsveksten på horisonttidspunktet har hhv. nest- og tredje størst påverknad på variasjonen i verdiestimatet. Vi ser at omlaupshastigheita har ein noko større betydning enn driftsinntektsveksten, og forklarar om lag 16 % i variasjonen. Vidare ser vi at nivået på dei driftsrelaterte budsjettdrivarane i budsjettpunkt 2022 og 2025 har nokså liten betydning.

I tillegg til dei driftsrelaterte budsjettdrivarane er også risikofri rente og eigenkapitalbeta inkludert i sensitivitetsanalysen. Ikkje overraskande har eigenkapitalbetaen størst innverknad på verdiestimatet, og forklarar 6,4 % av variasjonen. Risikofri rente på horisonttidspunktet forklarar 4,3 % av variasjonen.

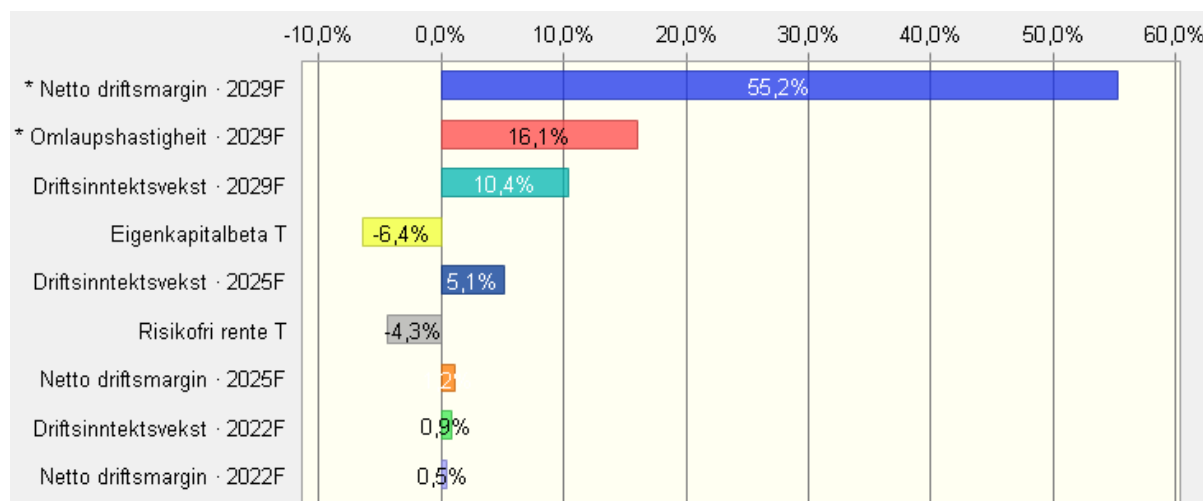


Diagram 11.5.2.1: Variasjonsanalyse

11.5.2.2. Tornadoanalyse

I tillegg til variasjonsanalysen er ei såkalla «tornadoanalyse» nyttig for å sjå den faktiske verdiendringa som følgje av endringar i enkeltvariablar. Også her vil det vere slik at variablane blir endra isolert, slik at utslaga vi ser byggjer på at dei resterande variablane blir heldt fast. Diagram 11.5.2.2 viser tornadoanalysen.

Analysen viser variablane rangert etter viktigast (øvt) og mot mindre viktige variablar på botn, i tråd med rangeringa etter variasjonsanalysen. X-aksen i diagrammet angir verdiestimatet per aksje. Dette betyr eksempelvis for netto driftsmargin følgjande: Dersom netto driftsmargin i tidspunkt T (2029) beveger seg ned til 3,22 %, vil verdiestimatet bli like under 60 kr, gitt at dei andre variablane er på same nivå. På same måte vil ein netto driftsmargin på 5,78 % i 2029 medføre eit verdiestimat på om lag 145 kr. Vi ser altså at estimatet er svært sensitivt for endringar i horisontverdien for netto driftsmargin.

Vidare viser analysen at omlaupshastigheita og driftsinntektsveksten i horisonttidspunktet vil ha stor effekt på estimatet. Effekten av endringar i risikofri rente og eigenkapitalbeta er relativt beskjeden, men merk at desse variablane har ein motsatt effekt på verdiestimatet samanlikna med dei driftsrelaterte budsjettdivarane. Ein reduksjon i estimatet på risikofri rente i «steady state» frå 3,3 % til 2,9 % vil heve verdiestimatet frå om lag 101 kr. til ca. 113 kr. som følgje av reduserte avkastingskrav.

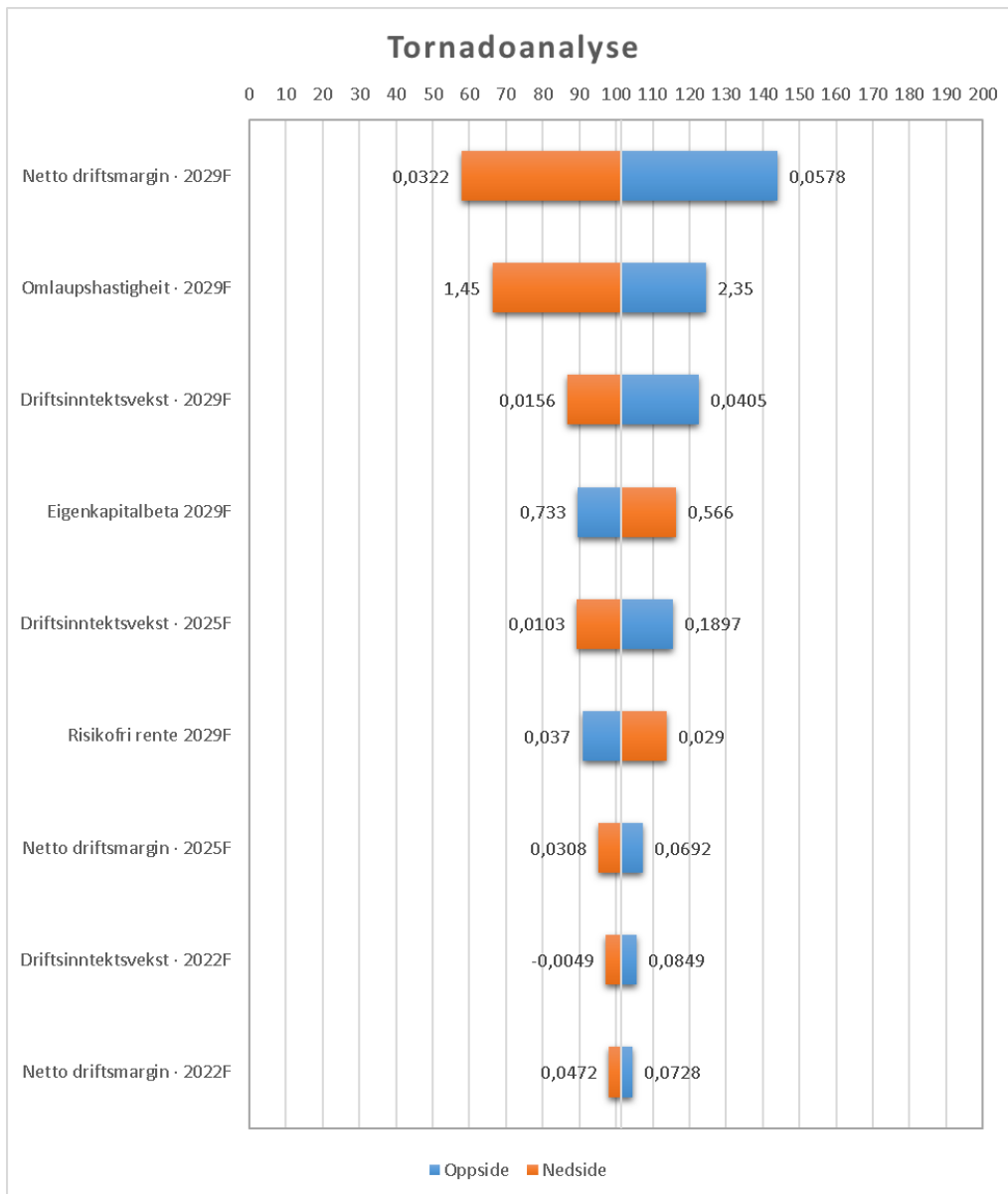


Diagram 11.5.2.2: Tornadoanalyse

11.6. Oppsummering fundamental verdivurdering

Det endelege verdiestimatet på eigenkapitalen i AKVA Group enda som vist i kapittel 11.4 på **3.358.375.000**, som med 33.156.420 uteståande aksjar gir eit **estimat per aksje på 101,3 kr.** Dette estimatet er utarbeidd med utgangspunkt i tre verdsetjingsmetodar; eigenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsett kapitalmetoden. Deretter blei det endelege verdiestimatet funne gjennom verdivekting av avkastningskrava, slik denne prosessen blei beskriven i kapittel 11.4.

Vidare er det gjennomført ulike analysar for å avdekke uvisse i det endelege verdiestimatet. Samlege driftsrelaterte budsjettdrivarar har vist seg å ha stor innverknad på verdiestimatet, der dette særleg gjer seg gjeldande for budsjettpunktet T som bestemmer drivaren i «steady state». Samstundes ser vi at små endringar i særleg risikofri rente kan gjere relativt store utslag i verdiestimatet.

Simuleringsanalysen danna også grunnlaget for å sjå nærmare på oppsidepotensialet og nedsiderisikoen, kor dei nemnde omgrepa er definert som hhv. ei auke eller ein reduksjon på 20 % frå det opprinnelege verdiestimatet. Denne analysen viste at nedsiderisikoen er noko større en oppsidepotensialet. Det er verdt å merke seg at nærmare 60 % av dei 100.000 trekningane i simuleringa ga eit verdiestimat som låg utanfor dei nemnde grensene. Dette, i kombinasjon med eit standardavvik i simuleringa på om lag 43 kr., gir eit bilete av nokså stor uvisse i verdiestimatet.

Kapittel 12: Oppsummering og handlestrategi

I denne masterutgreiinga er det gjennom fundamental verdsetjing laga eit estimat på eigenkapitalverdien i AKVA Group per 31.12.2019. I dette kapitlet vil det bli gjort ei overordna oppsummering av verdsetjinga, før det vil utarbeidast ein handlestrategi med bakgrunn i den estimerte eigenkapitalverdien.

12.1. Oppsummering

Utgreiinga blei i kapittel 1 delt inn i tre hovuddelar, som til saman dannar grunnlaget for å estimere verdien av eigenkapitalen i AKVA Group. Del 1 gir innleiingsvis ein introduksjon til AKVA Group og bransjen selskapet opererer i. Deretter vart det gjort val av verdsetjingsteknikk og det blei gjennomført ei djup analyse av interne og eksterne strategiske forhold. I del 2 blei historiske tal analysert, og i del 3 blei kunnskapen frå dei to første delane samanfatta for å lage ei mest mogleg treffsikker framskriving av rekneskap og avkastningskrav. Del 3 blei avslutta med eit endeleg verdiestimat og analyse av uvissa knytt til dette estimatet.

Del 1 av verdsetjinga blei innleia med kapittel 2 «Presentasjon av selskap og bransje». Dette kapitlet blei nytta til å gi ein kort introduksjon til AKVA Group som selskap og bransjen selskapet opererer i. Etersom etterfølgjande analysar var avhengig av samanlikning mot komparative selskap vart det sentralt i dette kapitlet å definere bransjen og kva selskap AKVA Group kunne samanliknast mot. Kriteriet som blei lagt til grunn for dei komparative selskapa var at desse til ei viss grad må opptre som totalleverandørar til oppdrettsnæringa. I dette ligg det eit fokus på breidde i produktsortimentet, og dette var avgjerande for at selskapa skulle kunne samanliknast med AKVA Group – som sjølve har eit svært breitt produktspekter i sine leveransar til oppdrettsnæringa. Selskapa som blei vald ut var Steinsvik AS, Optimar AS og Aqualine AS. I kapittel 2 finn ein også mykje av informasjonsgrunnlaget som seinare strategisk analyse byggjer på.

Vidare blei det i kapittel 3 bestemt at verdivurderinga skulle nytte fundamental verdsetjing som verdsetjingsteknikk. Dette valet er basert på ei drøfting av ulike moment i kapittel 3.2, kor eit ønskje om å gjere eit grundig verdsetjing blei avgjerande. Eit anna moment som spela inn i vurderinga er mangel på komparative børsnoterte/marknadsprisa verksemder, som gjer komparativ verdsetjing lite eigna.

I kapittel 4 blei det gjort ei grundig strategisk analyse kor interne ressursar i AKVA Group blei kartlagd gjennom ei SVIMA-analyse. Vidare blei det gjort Porter-analyse og PETSEL-analyse for å avklare eksterne strategiske forhold. Frå den strategiske analysen blei dei konkludert klart

med at AKVA Group ikkje har interne ressursar som kan danne grunnlag for eit varig konkurransefortrinn. Gjennom den bransjeretta Porter-analysen blei det avdekka fleire viktige forhold ved bransjen som kan spele inn på den strategiske fordelene. På den eine sida blei det konkludert med at oppdrettsbransjen sine biologiske- og miljømessige utfordringar opnar opp for at innovative aktørar kan etablere seg med unike løysingar. På den andre sida blei det også i analysen vist til fleire forhold ved bransjen og marknaden som gjer det enten vanskeleg eller mindre freistande for eksterne aktørar å etablere seg. Desse barrierane knyt seg særleg til relasjonen mellom oppdrettselskapa og etablerte leverandørar, og blir styrka av volumavgrensinga i oppdrettsnæringa.

I del 2 av verdsetjinga blei det først i kapittel 5 («Rekneskapsanalyse») gjennomført trailing av AKVA Group sitt fjerde kvartal 2019, slik at ein vidare kunne byggje på eit fullverdig 2019-rekneskap. Deretter blei rekneskapa omgruppert for investororientert analyse. Til slutt blei effektar av IFRS 16, som blei innført frå og med 2019, fjerna frå rekneskapa. Dette er gjort fordi IFRS 16 medfører store omveltingar i kostnadsstrukturen og korleis eigedelar vert vurdert i balansen. Behovet for ein samanliknbar rekneskap over analyseperioda var årsaka til at det derfor vart nødvendig å fjerne desse effektane frå 2019-rekneskapa.

Vidare blei det i kapittel 6 («Risikoanalyse») gjort likviditets- og soliditetsanalyse på historiske tal med mål om å anslå ein kredittrating for AKVA Group. Samla viser AKVA Group historisk til ein betre rating enn dei tre andre bransjeselskapa. Særleg likviditetssituasjonen har vore betre i AKVA Group enn i bransjen, men ein ser også ein trend mot at AKVA Group dei siste tre åra har oppnådd ein betre netto driftsmargin. Samla enda AKVA Group på ein historisk kredittrating lik BBB, som gir ein langsiktig kreditrisikopremie på 0,014 og eit sannsyn for konkurs innan eitt år på 0,26 %.

Kapittel 7 («Historiske avkastningskrav») og kapittel 8 («Analyse av lønsemd») heng tett saman. Kapittel 7 vert nytta til å utarbeide historiske avkastningskrav i perioden 2014—2019T, medan den strategiske fordelene blei analysert i kapittel 8. Analyse av strategisk fordel viste blant anna at AKVA Group over perioden 2014—2019T har hatt ein strategisk fordel som i tidsvekta gjennomsnitt tilsvara ca. 7,8 %. Hovudkjelda til denne fordelene er den strategiske driftsfordelen, som også er betydeleg skalert opp ved gearing. Finansieringsfordelen er beskjedne, slik ein vil forvente i velfungerande finansmarknadar.

Del 3 er den delen av verdsetjinga kor kunnskapen frå strategiske analysar og analysar av historiske tal vert samanfatta som forventningar om framtida. I kapittel 9

(«Framtidsrekneskap») blir viktige budsjettdrivarar framskrivne basert på ei venta strategisk utvikling. Det mest sentrale i denne samanheng er oppdrettsnæringa si utvikling. Forventningane som blei danna i den strategiske analysen i kapittel 4 tilseier eit auka fokus på teknologi og landbasert oppdrett på kort sikt (2022), fram til norske oppdrettselskap løyser sine biologiske utfordringar og ein igjen ser volumauke i denne næringa (ca. 2022—2025). Framskrivninga baserer seg på dei strategiske forholda og ei forventning om at: 1) Driftsinntektene vil ha positive utslag dersom oppdrettsnæringa igjen blir meir volumbasert, ettersom sal av tradisjonelle merdbaserte oppdrettsanlegg er AKVA Group sitt største segment. 2) AKVA Group vil sjå ei auke i netto driftsmargin dersom segmenta «software» og «landbasert oppdrett» veks, ettersom dette historisk sett har vore segment som leverer høge marginar. Omlaupet til netto driftseigedelar vert anslått å vere relativt stabil rundt dagens nivå i budsjettperioden.

I kapittel 10 blei det berekna avkastningskrav framover i tid, og det blei anslått ein varig strategisk fordel for AKVA Group. Ettersom AKVA Group ikkje har ressursar som danner grunnlag for varig konkurransefortrinn knyt dette seg til ein bransjefordel som vil gjere seg gjeldande framover i tid.

Sjølve verdiestimatet er utarbeidd i kapittel 11 («Fundamental verdivurdering»). Estimatet blei berekna ved å først nytte eigenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsett kapitalmetoden med avkastningskrava som vart rekna ut i kapittel 10. Dei tre metodane ga her tre ulike verdiestimat. For å samle metodane til eit felles verdiestimat blei det gjennomført ei sekvensiell konvergensprosedyre kor avkastningskrava vart verdivekta heller enn vekta på budsjetterte balanseverdier. Det konvergente verdiestimatet enda på 101,3 kr per aksje. Avslutningsvis viste analyse av uvisse at verdiestimatet er svært følsamt for endringar av sentrale budsjettdrivarar på horisonttidspunktet – kor særleg endring i netto driftsmargin fører til store utslag. Simulering av budsjettdrivarane viste at estimatet har eit standardavvik på 43 kr.

12.2. Handlestrategi

Som nemnd i kapittel 1 kan det endelege verdiestimatet blant anna danne grunnlaget for ein handlestrategi. Val av handlestrategi vil naturlegvis variere mellom investorar og særleg vere avhengig av kor risikoaverse desse er. For å ta omsyn til risikoaversjon og den uvisse som ligg i den estimerte eigenkapitalverdien er det nødvendig å operere med ein viss sikkerheitsmargin. Ei vanleg tilnærming er å operere med ein sikkerheitsmargin som går 10 % i kvar retning frå

verdiestimatet (Knivsflå, 2019T, s. 8). Dette betyr at ein i intervallet 91 kr. – 111 kr. vil operere med ei hold-anbefaling. Diagram 12.2 illustrera desse grensene.

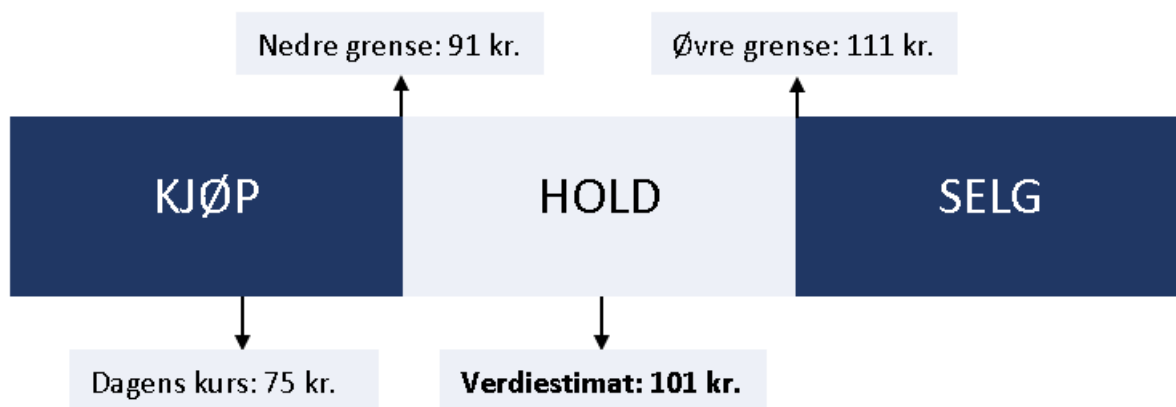


Diagram 12.2: Handlestrategi

Som vist i diagram 12.2 vil ein aksjekurs under nedre grense på 91 kr gi ei kjøpsanbefaling, medan ein kurs over 111 kr. gir ei salsanbefaling. Dagens aksjekurs på 75 (1. desember) ligg markant under verdiestimatet, og er også under den nedre sikkerheitsgrensa. **Dette gir altså ei kjøpsanbefaling.** Tre meklarhus leverer analysar av AKVA Group, og konsensusestimater blant desse er 90 kr., som også indikerer ei kjøpsanbefaling (DN Investor, 2019). Dette betyr at verdiestimatet etter denne verdsetjinga ligg litt over konsensusestimater, men svært nærme det mest optimistiske meklarhuset sitt estimat på 100 kr per aksje.

Kjøpsanbefalinga byggjer grunnleggjande sett på at denne verdsetjinga konkluderer med ein høgare eigenkapitalverdi enn marknaden. Ein årsak til denne forskjellen kan vere at marknaden er usikker på korleis oppdrettsbransjen vil utvikle seg framover i tid, og korleis dette vil slå ut for havbruksleverandørane. I denne utgreiinga er det tatt eit eksplisitt standpunkt til ei venta utviklingsbane i oppdrettsnæringa, når dei miljømessige utfordringane blir løyst og korleis dette påverkar inntekter og marginar for AKVA Group. Denne verdsetjinga etterlet dermed eit klart inntrykk av at marknaden ved prising av AKVA Group sin eigenkapital opptrer avventande eller er usikker på korleis den noko uklare situasjonen i oppdrettsnæringa til slutt vil slå ut for selskapet.

Bibliografi

- AKVA Group. (2011). *Årsrapport 2010*. Henta frå <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2010%20annual%20report%20nor.pdf>
- AKVA Group. (2016A). *Annual Report 2015*. Henta frå <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2015%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group. (2016B). ATLANTIS SUBSEA FARMING AS har søkt om seks utviklingskonsesjoner. Henta 5. november2019, frå AKVA group website: <https://www.akvagroup.com/nyheter/arkiv/nyheter-view/atlantis-subsea-farming-as-har-s%c3%b8kt-om-seks-utviklingskonsesjoner->
- AKVA Group. (2017). *Annual Report 2016*. Henta frå <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2016%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group. (2018). *Annual Report 2017*. Henta frå <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2017%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group. (2019A). *Annual Report 2018*. Henta frå <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2018%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group. (2019B). Om oss—AKVA group. Henta 19. september 2019, frå <https://www.akvagroup.com/om-oss>
- Akvakulturloven. (2005). *Akvakulturloven*. Henta frå https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_1
- Berge, A. (2018). AKVA group kjøper Egersund Net for 750 mill. Henta 19. september 2019, frå ILaks website: <https://ilaks.no/akva-group-kjoper-egersund-net-for-750-mill/>
- Berge, A. (2019). Satses 700 millioner kroner: NRS' nye havanlegg skal bygges ved Fosen Yards. Henta 20. september 2019, frå ILaks website: <https://ilaks.no/satser-700-millioner-kroner-nrs-nye-havanlegg-skal-bygges-ved-fosen-yards/>
- Bjørndal, T., Ambros Holte, E., Hilmarsen, Ø., & Tusvik, A. (2018). *ANALYSE AV LUKKA OPPDRETT AV LAKS – LANDBASERT OG I SJØ: PRODUKSJON, ØKONOMI OG RISIKO*. Henta frå <https://www.fisk.no/attachments/article/6572/landbasert-lakseoppdrett-analyse.pdf>

- Blakstad, F., Krogstad, N. O., Olsen, O. C., & Pedersen, J. (2011). *Utfordringsnotat til akvARENA. Vekst, lønnsomhet og organisering av leverandørene til havbruksnæringen*. Henta frå <http://akvarena.no/uploads/Rapporter/Vekst,%20%C3%B8nnsomhet%20og%20organisering%20av%20leverand%C3%B8rene%20til%20havbruksn%C3%A6ringen%20-%20INAQ%20Management%20AS%2018.11.11.pdf>
- Blomgren, A., Fjellidal, Ø. M., Quale, C., Misund, B., Tvetervås, R., & Kårtveit, B. H. (2019). *Kartlegging av investeringer i fiskeri og fangst, akvakultur og fiskeindustri, 1970-2019*. Henta frå https://norce.s3.amazonaws.com/Rapport-NORCE_12-2019_Investeringer-i-sj%C3%B8matn%C3%A6ringen_1970-2019.pdf?fbclid=IwAR1mQZYWz39XLa8PNVe-jhr6yC0NhdtxTnEPWxbf7YuSWcaon4O1pQN31G0
- Breen, K. (2016). Food security and why it matters. Henta 20. september 2019, frå World Economic Forum website: <https://www.weforum.org/agenda/2016/01/food-security-and-why-it-matters/>
- CAC. (2019). CAC. Henta 5. november 2019, frå <http://cac-salmon.com/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation* (3. utg.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- DN Investor. (2019). AKVA Group (AKVA). Henta 11. oktober 2019, frå DN Investor website: <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S221/AKVA/AKVAGroup>
- EMEL BALIK. (2019). EMEL BALIK. Henta 7. november 2019, frå <http://emelbalik.com/tr>
- EY. (2019). *The Norwegian Aquaculture Analysis*. Henta 11. desember 2019, frå [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Norwegian_Aquaculture_Analysis_2019/\\$FILE/The%20Norwegian%20Aquaculture%20Analysis_2019.pdf?fbclid=IwAR3Q2pboF4Xq33AePNAPwj4Bhu esirdnrlAoW1klZniYFtiyEs0EUZowYWg](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Norwegian_Aquaculture_Analysis_2019/$FILE/The%20Norwegian%20Aquaculture%20Analysis_2019.pdf?fbclid=IwAR3Q2pboF4Xq33AePNAPwj4Bhu esirdnrlAoW1klZniYFtiyEs0EUZowYWg)
- FAO. (2018). *The future of food and agriculture*. Henta frå http://www.fao.org/3/I8429EN/i8429en.pdf?fbclid=IwAR08E98YCYmd3tr_G1M11f7NJ3Grg8KEWYzqph2Oot1KOLMLTL5nk5dmtEU
- Fiskeribladet. (2019). NRS velger Fosen Yards for bygging av offshore lakseoppdrett. Henta 20. september 2019, frå Tekfisk website: <https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=66908>
- Fiskeridirektoratet. (2014). Grønne tillatelser. Henta 19. september 2019, frå Fiskeridirektoratet website: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2016). Utviklingstillatelser. Henta 20. september 2019, frå Fiskeridirektoratet website: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>

Fiskeridirektoratet. (2017). Kapasitetsjustering / trafikklyssystemet. Henta 20. september 2019, frå Fiskeridirektoratet website: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kapasitetsjustering-trafikklyssystemet>

Fiskeridirektoratet. (2019). Rømmingsstatistikk. Henta 20. september 2019, frå Fiskeridirektoratet website: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Roemningsstatistikk>

FN. (2018). Befolkning. Henta 20. september 2019, frå <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>

FN. (2019). Klimaendringer. Henta 20. september 2019, frå <https://www.fn.no/Tema/Klima-og-miljoe/Klimaendringer>

Furuset, A. (2018). Slik er trendene i RAS-markedet. Henta 19. september 2019, frå Tekfisk website: <https://fiskeribladet.no/tekfisk/nyheter/?artikkel=62642>

Gjesdal, F. (2012). Valg av verdsettelsesmodell—Magma. Henta 5. desember 2019, frå <https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>

Gjesdal, F., & Johansen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering* (1. utg.). Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Godfrey, M. (2019). Massive shift underway in China's aquaculture, fisheries sectors. Henta 20. september 2019, frå <https://www.seafoodsource.com/news/supply-trade/massive-shift-underway-in-china-s-aquaculture-fisheries-sectors>

Havforskningsinstituttet. (2018A). *Framtidsrettet matproduksjon i kyst og fjord*. Henta frå https://www.hi.no/resources/23-2018-Framtidsrettet-mat_1408.pdf

Havforskningsinstituttet. (2018B). Lakselus. Henta 20. september 2019, frå Havforskningsinstituttet website: <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>

Havforskningsinstituttet. (2019). Nye arter i oppdrett. Henta 20. september 2019, frå Havforskningsinstituttet website: <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/nye-arter-i-oppdrett>

Helgeland Plast. (2019). Helgeland Plast—PE Rør og Arbeidsbåter. Henta frå <https://www.helgelandplast.no/forside>

Innovasjon Norge. (2019). Global Growth Chile Salmon Aquaculture. Henta frå <https://www.innovasjonnorge.no/no/tjenester/internasjonalsatsing/kurs-og-kompetanse/global-growth/global-growth-chile-salmon-aquaculture/global-growth-chile-salmon-aquaculture/>

IntraFish Media. (2017). Nå er det offisielt – Kverva kjøper Aqualine. Henta 20. september 2019, frå IntraFish | Siste nyheter fra fiskeri- og oppdrettsnæringen website:

<https://www.intrafish.no/pressemeldinger/1386488/naa-er-det-offisielt-kverva-kjoper-aqualine>

Jakobsen, S.-E., Berge, D. M., & Aarset, B. (2003). *Regionale og distriktpolitiske effekter av statlig havbrukspolitik*. Henta frå

https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/krd/rap/2003/0006/ddd/pdfv/182943-a16_03.pdf

Jensen, P. M. (2008). Svak krone gir økt laksepris, men dyrere utstyr—Kyst.no. Henta 20. september 2019, frå <https://www.kyst.no/article/svak-krone-gir-oslash-kt-laksepris-men-dyrere-utstyr/>

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Kroon Boxaspen, K., & Kristiansen, T. (2011). *HØRING AV FORSLAG OM ØKT INDIVIDVEKT FOR SETTEFISK AV LAKS, ØRRET OG REGNBUEØRRET (PRØVEORDNING)—UTKAST TIL FORSKRIFT ON ENDRING I FORSKRIFT OM DRIFT AV AKVAKULTURANLEGG (AKVAKULTURDRIFTSFORSKRIFT)*. Henta frå

<https://www.regjeringen.no/contentassets/33616cac689647ddb5505ec672fb7f9/havforskningsinstituttet.pdf?uid=Havforskningsinstituttet>

Kunnskapsbanken. (2019). Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig? - Kunnskapsbanken. Henta frå Norsk website: <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>

Kyst.no. (2019). Det går godt for AKVA group—Kyst.no. Henta 20. september 2019, frå <https://www.kyst.no/article/det-gaar-godt-for-akva-group/>

Lien, L., Sjøholm Knudsen, E., & Baardsen, T. Ø. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.

Maurset, I. S. (2018). *Lakseprisens effekt på norske havbruksleverandører*. Henta frå

https://himolde.brage.unit.no/himolde-xmlui/bitstream/handle/11250/2570645/master_maurset.pdf?sequence=1&isAllowed=y

NOFI. (2019). NOFI Oppdrettservice—Nofi. Henta 7. november 2019, frå <http://www.nofi.no/>

Norges Bank. (2019A). Endringer i styringsrenten. Henta 20. september 2019, frå <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>

Norges Bank. (2019B). Valutakurser. Henta 20. september 2019, frå <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?tab=api>

- Norges fiskeri og kysthistorie. (2019). Norges fiskeri- og kysthistorie » Band 5: Havbruk. Henta 19. september 2019, frå <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- Norges Sjømatråd. (2018). Status verdiskapning produktive hav 2050. Henta 20. september 2019, frå <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/status-verdiskapning-produktive-hav-2050/>
- Norges Sjømatråd. (2019A). Nøkkeltall. Henta frå <https://nokkeltall.seafood.no/>
- Norges Sjømatråd. (2019B). Nøkkeltall. Henta 20. september 2019, frå <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>
- NOU 2014: 16. (2014). *NOU 2014: 16*. Henta frå <https://www.regjeringen.no/contentassets/b8395c5e287846c281e434173d733511/no/pdfs/nou201420140016000dddpdfs.pdf>
- Nærings-og fiskeridepartementet. (2016). Nye regler for landbasert oppdrett [Pressemelding]. Henta 19. september 2019, frå Regjeringen.no website: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-regler-for-landbasert-oppdrett/id2502424/>
- Olsen, S. (2018). Bellona og Grieg Seafood i samarbeidsprosjekt for å redusere marin plastforsøpling. Henta 20. september 2019, frå ILaks website: <https://ilaks.no/bellona-og-grieg-seafood-i-samarbeidsprosjekt-for-a-redusere-marin-plastforsopling/>
- Oslo Børs. (2019). Nibor 3 month. Henta 15. november2019, frå https://www.oslobors.no/ob_eng/markedsaktivitet/#/details/NIBOR3M.NIBOR/overview
- Oslo Børs. (2019). Listestruktur og likviditetsinndeling. Henta 15. november 2019, frå <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Oslo-Boers-og-Oslo-Axess/Listestruktur-og-likviditetsinndeling>
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- PWC. (2018). *Risikopremien i det norske markedet*. Henta frå <file:///C:/Users/Bendik/Zotero/storage/A4DIXBP8/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- PWC. (2019). *Sjømatbarometeret*. Henta frå https://www.pwc.no/no/publikasjoner/Sjomatbarometer_WEB_V01.pdf
- Regjeringen. (2015). Hva EØS-avtalen omfatter [Redaksjonellartikkel]. Henta frå Regjeringen.no website: <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/eos1/hva-avtalen-omfatter/id685024/>

Rolando Y., W. (2019). Top Countries For Aquaculture Production. Henta 20. september 2019, frå WorldAtlas website: <https://www.worldatlas.com/articles/top-15-countries-for-aquaculture-production.html>

Saue, O. A. (2018). Her er Norges ti største smoltanlegg. Henta 19. september 2019, frå ILaks website: <https://ilaks.no/her-er-norges-ti-storste-smoltanlegg/>

Sintef. (2012). *Verdiskaping basert på produktive hav i 2050*. Henta frå https://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri_og_havbruk/publikasjoner/verdiskaping-basert-pa-produktive-hav-i-2050.pdf

Sintef. (2017). *Ringvirkningsanalyse for teknologi- og serviceleverandører til sjømatnæringen— Leverandører, utviklingstrekk og eksport*. Henta frå <https://www.norskindustri.no/contentassets/d76f54a11a234794bd3bd0f3e88136d6/ringvirkningsanalyse-for-teknologi--og-serviceleverandorer-til-sjomatnaringen---rapport.pdf>

Snapshot. (udatert). Henta frå <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

SSB. (2007). Tabell 15.11 Fiskeoppdrett. Anlegg med slakt av matfisk og slaktet mengde. Henta 19. september 2019, frå <https://www.ssb.no/a/histstat/tabeller/15-11.html>

SSB. (2019A). Eksport av fersk og frosen oppalen laks. Henta 20. september 2019, frå PX-Web SSB website: <http://www.ssb.no/statbankstatbank/table/03024/>

SSB. (2019B). Eksport av laks. Henta 20. september 2019, frå Ssb.no website: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/laks/uke/2019-09-18>

SSB. (2019C). *Tillatingar i drift av laks og regnbogaure*. Henta frå <https://www.ssb.no/fiskeoppdrett>

SSB, & NORCE/UiS. (2019). *Bruttoinvesteringer i fast realkapital i Akvakultur fordelt på matproduksjon, Klekkeri/settefisk/post-smolt og tjenester*. Henta frå https://norce.s3.amazonaws.com/Rapport-NORCE_12-2019_Investeringer-i-sj%C3%B8matn%C3%A6ringen_1970-2019.pdf

Stange Smith, C. (2019). Stålmerder verden rundt. Henta 19. september 2019, frå AKVA group website: <https://www.akvagroup.com/nyheter/arkiv/nyheter-view/st%c3%a5lmerder-verden-rundt>

Steinset, T. (2017). Frå attåtnæring til milliardindustri. Henta 19. september 2019, frå Ssb.no website: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri>

The World Bank. (2013). *FISH TO 2030 Prospects for Fisheries and Aquaculture*. Henta frå <http://documents.worldbank.org/curated/en/458631468152376668/pdf/831770WP0P11260ES003000Fish0to02030.pdf>

Thomsen, A. E. (2019). Trafikklyssystemet: Alles øyne er nå på 2019. Henta 1. november 2019, frå <https://www.kyst.no/article/trafikklyssystemet-alles-oyne-er-naa-paa-2019/>

Tradingeconomics. (2019). United States 30 Year Bond Yield. Henta 5. 15 november 2019, frå <https://tradingeconomics.com/united-states/30-year-bond-yield>

Tveterås, R., Reve, T., Haus-Reve, S., Misund, B., & Blomgren, A. (2019). *En konkurransedyktig og kunnskapsbasert havbruksnæring*. Henta frå https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2019/08/BI_2019_En-konkurransedyktig-og-kunnskapsbasert-havbruksn%C3%A6ring.pdf

WWF. (2019). Forsøpling av havet. Henta 20. september 2019, frå WWF website: <https://www.wwf.no/dyr-og-natur/hav-og-fiske/plast-i-havet>

Forelesningsmaterieill

Knivsflå, K. H. (2019A). *Forelesning 1: BUS440A Verdivurdering med rekneskapsanalyse*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2001%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019B). *Forelesning 2: Strategi, rekneskap og verdi*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2002%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019C). *Forelesning 3: Rekneskapsanalyse. Ramme og trailing*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2003%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019D). *Forelesning 4: Omgruppering for analyse*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2004%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019E). *Forelesning 5: Omgruppering balanse og kontantstraum*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2005%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019F). *Forelesning 6: Rekneskapsbasert måling*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2006%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019G). *Forelesning 7: Målefeil*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2007%20-%202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019H). *Forelesning 8: Justering av målefeil*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202008%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019I). *Forelesning 9: Kredittvurdering. Syntetisk rating*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202009%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019J). *Forelesning 10: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202010%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019K). *Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202011%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019L). *Forelesning 12: Strategisk driftsanalyse*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202012%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019M). *Forelesning 14: Framtidsrekneskap. Ramme og driftsinntekter*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202014%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019N). *Forelesning 15: Framtidsrekneskap. Andre budsjettdriverarar*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202015%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019O). *Forelesning 16: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202016%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019P). *Forelesning 17: Fundamental verdivurdering. Eigenkapitalmetoden*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202017%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019Q). *Forelesning 18: SK-metoden og verdikonvergens*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202018%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019R). *Forelesning 19: Uvisse i verdiestimatet*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202019%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019S). *Forelesning 20: Emne i fundamental verdivurdering*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202020%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019T). *Forelesning 23: Komparativ verdivurdering*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202023%20-%20202019p.pdf>

Knivsflå, K. H. (2019U). *Forelesning 24: Opsjonsbasert = supplement til fundamental verdivurdering*. Henta frå <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%202024%20-%20202019p.pdf>

Diagramliste

Diagram 2.1.2: Volumutvikling norsk oppdrettsnæring (Fiskeridirektoratet, 2018, s. 12).....	13
Diagram 2.2.2: Investeringar i norsk oppdrettsnæring 2000—2017.....	16
Diagram 3.3: Rammeverk for fundamental verddivurdering (Knivsfå, 2019C, s.2).....	34
Diagram 4: Strategisk analyse i rammeverket for fundamental verddivurdering (Knivsfå, 2019C, s.2).....	37
Diagram 4.1.1.2: Tillatingar til drift av laks og regnbogeaure (SSB, 2019C).....	39
Diagram 4.1.2.1 (1): Bruttoinvesteringar i akvakultur 1970—2019 (Blomgren et al., 2019, s.29).....	41
Diagram 4.1.2.1 (2): Rentenivå 2014-2019 og prognose 2019—2022 (Norges Bank, 2019A).....	41
Diagram 4.1.2.2: Valutautvikling 2014—2019 (Norges Bank, 2019B).....	42
Diagram 4.1.2.3: Kilopris laks 2000—2019 (SSB, 2019B).....	43
Diagram 4.2: Porter sine fem konkurransekrefter (Knivsfå, 2019B).....	49
Diagram 4.3.5: Oppsummering SVIMA-analyse.....	60
Diagram 5: Rekneskapsanalyse i rammeverket for fundamental verddivurdering.....	62
Diagram 5.5: Rammeverk for analyse av risiko og superrentabilitet.....	89
Diagram 6.1.1: Likviditetsgrad 1.....	92
Diagram 6.1.2: Likviditetsgrad 2.....	94
Diagram 6.1.3: Rentedeckningsgrad.....	95
Diagram 6.2.1: Eigenkapitalprosent.....	97
Diagram 6.2.2: Netto driftsrentabilitet.....	98
Diagram 7.2.3: Regresjon.....	108
Diagram 7.5 (1): Eigenkapitalkrav.....	117
Diagram 7.5 (2): Netto finansielt gjeldskrav.....	118
Diagram 7.5 (3): Netto driftskrav.....	118
Diagram 8.2: Dekomponering av strategisk fordel.....	121
Diagram 9.1 (1): Framtidsrekneskap i rammeverk for fundamental verddivurdering.....	133
Diagram 9.1 (2): Prosess mot framtidsrekneskap.....	134
Diagram 9.2.1: Historisk driftsinntektsvekst.....	136
Diagram 9.2.2: Eigenkapitalvekst.....	137
Diagram 9.3.2: Framskriving av budsjett drivarar.....	140
Diagram 9.4.1 (1): Driftsinntektsvekst AKVA Group.....	148
Diagram 9.4.1 (2): Driftsinntekter AKVA Group.....	149
Diagram 9.4.2: Framskrivne netto driftskapital.....	151
Diagram 9.4.3: Framskrive netto driftsresultat.....	154
Diagram 9.4.4 (1): Framskrivne finansiell gjeld.....	156
Diagram 9.4.4 (2): Framskrivne finansielle egedelar.....	157
Diagram 9.4.4 (3): Framskriving netto finansiell gjeld.....	158
Diagram 9.4.5 (1): Framskriving netto finanskostnad.....	159
Diagram 9.4.5 (2): Framskriving netto finansinntekt.....	160
Diagram 9.4.6: Framskriving minoritetsinteresser.....	162
Diagram 11: Verdsetting i rammeverk for fundamental verddivurdering.....	176
Diagram 11.4: Verdikonvergens.....	184
Diagram 11.4 (2): Utvikling EK-krav.....	185
Diagram 11.4 (3): Utvikling NDK-krav.....	186
Diagram 11.4 (4): Utvikling SSK-krav.....	186
Diagram 11.5.1.5: Simulering.....	191
Diagram 11.5.1.6 (1): Oppsidepotensial.....	192
Diagram 11.5.1.6: Nedsiderisiko.....	192
Diagram 11.5.2.1: Variasjonsanalyse.....	193
Diagram 11.5.2.2: Tornadoanalyse.....	195

Formelliste

Formel 6.1.1: Likviditetsgrad 1	91
Formel 6.1.2: Likviditetsgrad 2	93
Formel 6.1.3: Rentedeckningsgrad.....	95
Formel 6.2.1: Eigenkapitalprosent.....	96
Formel 6.2.2: Netto driftsrentabilitet	97
Formel 7.2.5: Eigenkapitalbeta.....	110
Formel 7.3: netto finansielt gjeldskrav	111
Formel 7.3.1: Finansiell gjeldsbeta	112
Formel 7.3.2 (1): Finansielt egedelskrav	113
Formel 7.3.2 (2): Kontantkrav	113
Formel 7.3.2 (3): Fordringskrav	113
Formel 7.3.2 (4): Investeringskrav	113
Formel 7.3.2 (5): Fordringsbeta.....	114
Formel 7.3.2 (6): Finansiell egedelsbeta.....	115
Formel 7.3.3 (1): Netto finansielt gjeldskrav	115
Formel 7.3.3 (2): Netto finansiell gjeldsbeta	116
Formel 8 (1): Rentabilitet	119
Formel 8 (2): Rentabilitet målt på gjennomsnittleg kapital	119
Formel 8.2: Strategisk fordel	120
Formel 8.2.1 (1): Driftsfordel.....	121
Formel 8.2.1: Rein driftsfordel	122
Formel 8.2.1.2: Ressursfordel drift.....	123
Formel 8.2.1.4 (1): Netto driftsmargin	125
Formel 8.2.1.4 (2): Marginfordel	125
Formel 8.2.1.4 (3): Omløpsfordel	127
Formel 8.2.2.1: Finansieringsfordel finansiell gjeld	128
Formel 8.2.2.2: Finansieringsfordel finansielle egedelar.....	129
Formel 8.2.2.3: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	130
Formel 9.2.1: Driftsinntektsvekst	135
Formel 9.2.2: Eigenkapitalvekst.....	137
Formel 9.4.1: Driftsinntektsvekst	141
Formel 8.2.2.4: Finansieringsfordel minoritetsinteresser	131
Formel 9.4.2: Netto driftsegedelar	149
Formel 9.4.3: Netto driftsresultat.....	151
Formel 9.4.4 (2): Finansiell gjeld.....	155
Formel 9.4.4 (2): Finansielle egedelar	156
Formel 9.4.5 (1): Netto finanskostnad.....	159
Formel 9.4.5 (2): Netto finansinntekt	160
Formel 9.4.6: Minoritetsinteresser.....	161
Formel 9.4.7: Netto minoritetsresultat	162
Formel 11.1.1: Utbytemodellen	177
Formel 11.1.2: Fri kontantstraum-modellen	178
Formel 11.1.3: Superprofittmodellen.....	178
Formel 11.1.4: Superprofittvekstmodellen	179
Formel 11.2: Sysselsett kapitalmetode og netto driftskapitalmetode.....	179

Tabelliste

Tabell 2.3.1: Økonomi Steinsvik AS 2014—2018 (Proff.no)	18
Tabell 2.3.2: Økonomi Optimar AS 2014—2018 (Proff.no).....	19
Tabell 2.3.3: Økonomi Aqualine AS 2014—2018 (Proff.no).....	20
Tabell 2.4.2: Geografisk segmentering AKVA Group 2012—2018 (AKVA Group, 2018)	22
Tabell 2.4.3: Forretningsområde AKVA Group 2012—2018 (AKVA Group, 2018)	24
Tabell 2.4.4 (1): Økonomiske nøkkeltal AKVA Group 2014—2018 (AKVA Group, 2015, 2017, 2018).....	24
Tabell 2.4.4 (2): Merdbasert teknologi 2014—2018(tal i millionar) (AKVA Group, 2015, 2017, 2018)	25
Tabell 2.4.4 (3): Software 2014—2018(tal i millionar) (AKVA Group, 2015, 2017, 2018).....	25
Tabell 2.4.4 (4): Landbasert teknologi 2014—2018(tal i millionar) (AKVA Group, 2015, 2017, 2018)	25
Tabell 4.3.2: Inntekt frå AKVA Group sine fem største kundar (AKVA Group, 2015, 2017, 2018).....	57
Tabell 4.3.5: Oppsummering SVIMA-analyse	59
Tabell 5.2.1 (1): Trailing resultatrekneskap.....	66
Tabell 5.1.2 (2): Trailing balanse.....	67
Tabell 5.3.1 (1): Fullstendig nettoresultat, majoritet	69
Tabell 5.3.1 (2): Fullstendig driftsresultat før skatt	71
Tabell 5.3.1 (3): Fullstendig finansresultat før skatt.....	71
Tabell 5.3.1 (4): Unormalt netto driftsresultat	72
Tabell 5.3.1 (5): Unormalt netto finansresultat.....	73
Tabell 5.3.1 (6): Selskapsskattesats	73
Tabell 5.3.1 (7): Netto finanskostnad	73
Tabell 5.3.1 (8): Finansinntektsskattesats	73
Tabell 5.3.1 (9): Netto finansinntekt.....	74
Tabell 5.3.1 (10): Driftsskattesats.....	74
Tabell 5.3.1 (11): Skattekostnad.....	75
Tabell 5.3.2 (1): Omgruppert balanse	79
Tabell 5.3.2 (2): Sysselsett kapital.....	80
Tabell 5.3.2 (3): Netto driftskapital	81
Tabell 5.4(1): Omgruppert og justert resultatrekneskap	87
Tabell 5.4(2): Endring egenkapital (majoritet) etter omgruppering og justering.....	87
Tabell 5.4(3): Omgruppert og justert balanseoppstilling	88
Tabell 5.6: Tidsvektning.....	90
Tabell 6.1.1: Likviditetsgrad 1.....	92
Tabell 6.1.2: Likviditetsgrad 2.....	93
Tabell 6.1.3: Rentedekningsgrad	95
Tabell 6.2.1: Egenkapitalandel	96
Tabell 6.2.2: Netto driftsrentabilitet	97
Tabell 6.2.3 (1): Kapitalstruktur AKVA Group, absolutte tal	99
Tabell 6.2.3 (2): Kapitalstruktur AKVA Group, andelar.....	99
Tabell 6.2.3 (3): Kapitalstruktur den øvrige bransjen, absolutte tal.....	99
Tabell 6.2.3 (4): Kapitalstruktur den øvrige bransjen, andelar	100
Tabell 6.3 (1): Syntetisk rating grenseverdier.....	101
Tabell 6.3 (2): Syntetisk rating AKVA Group.....	101
Tabell 7.2.1: Risikofri rente etter skatt	106
Tabell 7.2.2: Laupande risikopremie. Kjelde: Knivsflå, Knivsflå, 2019J, s.41	107
Tabell 7.2.3 (1): Regresjonsstatistikk	108
Tabell 7.2.3 (2): Justert egenkapitalbeta	109
Tabell 7.2.5: Årleg justert egenkapitalbeta.....	110
Tabell 7.2.6 (1): Egenkapitalkrav	110
Tabell 7.2.6 (2): Minoritetskrav.....	111
Tabell 7.3.1 (1): Kredittrisikopremie Standard & Poor's	112
Tabell 7.3.1 (2): Finansielt gjeldskrav etter skatt	112

Tabell 7.3.1 (3): Finansiell gjeldsbeta	113
Tabell 7.3.2 (1): Finansielt egedelskrav	114
Tabell 7.3.2 (2): Fordringsbeta	114
Tabell 7.3.2 (3): Finansiell egedelsbeta	115
Tabell 7.3.3 (1): Netto finansielt gjeldskrav	115
Tabell 7.3.3 (2): Netto finansiell gjeldsbeta.....	116
Tabell 7.4 (1): Netto driftskrav	116
Tabell 7.4 (2): Netto driftsbeta	116
Tabell 7.5: Oppsummering historiske avkastningskrav	117
Tabell 8.1 (1): Eigenkapitalrentabilitet	120
Tabell 8.1 (2): Superrentabilitet AKVA Group	120
Tabell 8.2.1: Rein driftsfordel	122
Tabell 8.2.1.1: Bransjefordel drift	122
Tabell 8.2.1.2 (1): Rentabilitetsfordel.....	123
Tabell 8.2.1.2 (2): Netto driftskravfordel	124
Tabell 8.2.1.2 (3): Ressursfordel drift.....	124
Tabell 8.2.1.3: Gearingfordel drift.....	124
Tabell 8.2.1.4 (1): Marginfordel	126
Tabell 8.2.1.4 (2): Common Size-analyse	126
Tabell 8.2.1.4 (3): Omløpsfordel	127
Tabell 8.2.1.5: Oppsummering driftsfordel	128
Tabell 8.2.2.1: Finansieringsfordel finansiell gjeld	129
Tabell 8.2.2.2: Finansieringsfordel finansielle egedelar	130
Tabell 8.2.2.3: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	130
Tabell 8.2.2.4: finansieringsfordel minoritetsinteresser.....	131
Tabell 8.2.2.5: Oppsummering finansieringsfordel	131
Tabell 8.3: Oppsummering strategisk fordel	132
Tabell 9.2.1: Historisk driftsinntektsvekst	135
Tabell 9.4.1 (1): Driftsinntektsvekst	148
Tabell 9.4.1 (2): Framskrivne driftsinntekter	148
Tabell 9.4.2 (1): Historisk omlaupshastighet	149
Tabell 9.4.2 (2): Framskrevne netto driftsegedelar.....	150
Tabell 9.4.3 (1): Netto driftsmargin.....	151
Tabell 9.4.3 (2): Driftsmargin etter segment	152
Tabell 9.4.3 (3): Framskrive netto driftsresultat	154
Tabell 9.4.4 (1): Historisk finansiell gjeldsdel.....	155
Tabell 9.4.4 (2): Framskrivne finansiell gjeld	156
Tabell 9.4.4 (3): Historisk finansiell egedelsdel	157
Tabell 9.4.4: Framskrivne finansielle egedelar.....	157
Tabell 9.4.4 (5): Framskrivning netto finansiell gjeld	158
Tabell 9.4.5 (1): Framskrivning netto finanskostnad	159
Tabell 9.4.5 (2): Framskrivning netto finansinntekt	160
Tabell 9.4.6 (1): Historisk minoritetsdel.....	161
Tabell 9.4.6 (2): Framskrivning minoritetsinteresser.....	161
Tabell 9.4.7: Framskrive minoritetsresultat	162
Tabell 9.5.1: Resultatrekneskap.....	163
Tabell 9.5.2: Balanseoppstilling	163
Tabell 9.5.3: Fri kontantstrøm til egenkapital.....	164
Tabell 9.5.4: Framtidig netto driftsrentabilitet.....	164
Tabell 10.1.1 (1): Estimert langsiktig rente	166
Tabell 10.1.1 (2): Risikofri rente etter skatt.....	166
Tabell 10.1.2: Marknadsrisikopremie	167
Tabell 10.1.3: Netto driftsbeta	167

Tabell 10.1.4: Illikviditetspremie majoritet og minoritet.....	168
Tabell 10.1.5 (1): Eigenkapitalkrav etter skatt.....	168
Tabell 10.1.5 (2): Minoritetskrav.....	168
Tabell 10.2.1: Framtidig syntetisk rating.....	169
Tabell 10.2.2 (1): Finansielt gjeldskrav etter skatt.....	170
Tabell 10.2.2 (2): Finansiell gjeldsbeta	170
Tabell 10.2.3 (1): Finansielt egedelskrav	171
Tabell 10.2.3 (2): Finansiell egedelsbeta	171
Tabell 10.2.4 (1): Netto finansielt gjeldskrav	172
Tabell 10.2.4 (2): Netto finansiell gjeldsbeta.....	172
Tabell 10.3 (1): Netto driftskrav	172
Tabell 10.3 (2): Sysselsett kapitalkrav.....	173
Tabell 10.4: Oppsummering framtidskrav	173
Tabell 10.5: Framtidig strategisk fordel	173
Tabell 11.3.1 (1): FKE-modellen (EK-metode).....	180
Tabell 11.3.1 (2): Superprofittmodellen (EK-metode)	180
Tabell 11.3.1 (3): Superprofittvekstmodellen (EK-metode).....	180
Tabell 11.3.2 (1): FKD-modellen (NDK-metode).....	181
Tabell 11.3.2 (2): Superprofittmodellen (NDK-metode).....	181
Tabell 11.3.2 (3): Superprofittvekstmodellen (NDK-metode).....	181
Tabell 11.3.3 (1): FKD-modellen (SSK-metode)	182
Tabell 11.3.3 (2): Superprofittmodellen (SSK-metode)	182
Tabell 11.3.3 (3): Superprofittvekstmodellen (SSK-metode).....	182
Tabell 11.3.4: Oppsummering egenkapitalverdi.....	183
Tabell 11.4: Verdikonvergens	184
Tabell 11.5.1.2: Driftsinntektsvekst simulering.....	189
Tabell 11.5.1.3: Netto driftsmargin simulering	190
Tabell 11.5.1.5: Nøkkeltal frå simulering	191