

# Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av **Austevoll Seafood ASA**

Av Sindre Mowatt Gruben og Charlotte Williksen Høiland



**NORGES HANDELSHØYSKOLE**  
Bergen, våren 2016

Masterutredning i fordypningsområdet:  
Regnskap og Revisjon

Veileder: Gunnar A. Dahl

**NHH**



*Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.*

## Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å estimere Austevoll Seafood ASA (AUSS) sin egenkapitalverdi og tilhørende aksjeverdi per 31.12.2015 gjennom å utføre en fundamental verddivurdering. Grunnlaget for verdsettelsen er analyse av underliggende økonomiske- og strategiske forhold, utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav, og neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Deretter blir det gjennomført en komparativ verddivurdering, før et endelig verdiestimat vil bli sammenlignet med dagens børskurs.

Utredningen er delt inn i tre deler, der vi i *del 1* innledningsvis foretar en strategisk analyse av selskapet og bransjen. Videre analyseres selskapets underliggende økonomiske forhold hvor historisk inntjening og evne til å generere strategisk fordel belyses. Den strategiske analysen indikerer en bransjefordel med bakgrunn i konsesjons- og kvotesystemet. Avhengighet av store leverandører indikerer derimot en intern ressursulempe hos AUSS.

I *del 2* analyseres regnskapene for analyseperioden fra 2010 til 2015. Vi finner at AUSS har hatt en *gjennomsnittlig* strategisk fordel på 3,14 %. Fordelen er delt inn i en driftsfordel og en finansieringsulempe på henholdsvis 6,60 % og -3,46 %. Mesteparten av driftsfordelen skyldes en bransjefordel på 5,43 %, noe som gjenspeiler en generell høy lønnsomhet i bransjen. Finansieringsulempen skyldes både ulempe i forhold til netto finansiell gjeld og minoritet på henholdsvis -1,28 % og -2,18 %.

I *del 3* utarbeides fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav, som senere benyttes i estimeringen av egenkapitalverdien til AUSS. Vi finner at AUSS på lang sikt har en strategisk fordel på 4,78 %, noe som er høyere enn den gjennomsnittlige historiske fordelen på 3,14 %. Her har vi imidlertid forutsatt at finansiering verken utgjør en fordel eller ulempe, noe som følgelig påvirker den strategiske fordelen. Selve verddivurderingen er foretatt gjennom neddiskontering av relevante kontantstrømmer med tilhørende fremtidskrav. Etter en konvergeringsprosess ender verdiestimatet på kr 83,25 per aksje, justert for konkurrisiko. Usikkerheten rundt estimatet belyses gjennom simulering og sensitivitetsanalyse. Etter den komparative verdsettelsen justeres verdiestimatet ned til kr 81,33 per aksje, ettersom den komparative- og fundamentale verdsettelse vektet med henholdsvis 40 % og 60 %.

Vårt verdiestimat er dermed **kr 81,33** per aksje og en **kjøps-anbefaling** per 22.04.2016.



## Forord

Denne masterutredningen er skrevet som et ledd i vår mastergrad innenfor *regnskap og revisjon* ved Norges Handelshøyskole. Vi fikk i utgangspunktet fire mulige alternativer, og valget falt på temaet *strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse*. Dette var et naturlig valg da vi kunne anvende teori fra flere ulike fagfelt, samt at utredningen er praktisk rettet og relevant for fremtidig arbeidsliv.

Masterutredningen er i all hovedsak basert på rammeverket til Kjell Henry Knivsflå, som vi har fått kjennskap til gjennom kurset MRR413A – Regnskapsanalyse og verdivurdering. Vi har også hatt nytte av erfaring og kunnskap fra tidligere kurs ved NHH, og da spesielt innenfor fagområdene ledelse, strategi og finans. En verdsettelse av et slikt omfang krever bred forståelse av økonomifaget, og dermed har vi naturligvis møtt på utfordringer ved flere anledninger. Prosessen har likevel vært svært spennende og lærerik, og begge to sitter igjen med en mye større forståelse for hvilke verdidrivere som synes å være mest relevant for det endelige verdiestimatet.

Knivsflå har utarbeidet et meget grundig rammeverk for fundamental verdsettelse, men det har likevel vært nødvendig å foreta visse avgrensninger og forutsetninger. Utredningen er begrenset til ett semester, og basert på offentlig finansiell og ikke-finansiell informasjon. Dette gjør at utredningen vår hovedsakelig er basert på års- og kvartalsrapporter for AUSS og de komparative virksomhetene i bransjen. Dette medfører at informasjonstilgangen er noe begrenset, men vi mener likevel at det endelige verdiestimatet godt reflekterer den fundamentale verdien til AUSS.

Helt til slutt ønsker vi å takke vår veileder Gunnar A. Dahl for god råd og innspill gjennom hele arbeidet.

Bergen, juni 2016

Sindre Mowatt Gruben

Charlotte Williksen Høiland



# Innholdsfortegnelse

<b>Sammendrag .....</b>	<b>i</b>
<b>Forord .....</b>	<b>ii</b>
<b>Innholdsfortegnelse .....</b>	<b>iii</b>
<b>1 Innledning .....</b>	<b>1</b>
1.1 Formål .....	1
1.2 Bakgrunn og motivasjon .....	1
1.3 Avgrensning .....	2
1.4 Struktur .....	3
<b>2 Presentasjon av bransje og Austevoll Seafood ASA .....</b>	<b>4</b>
2.1 Innledning – kort introduksjon av virksomheten og bransjen .....	4
2.1.1 Presentasjon av havbruksnæringen – oppdrett.....	4
2.1.2 Presentasjon av fiskerinæringen – pelagisk .....	6
2.1.3 Presentasjon av Austevoll Seafood ASA – historie og utvikling .....	7
2.2 Makroforhold.....	11
2.3 Bransjespesifikke forhold .....	19
2.3.1 Verdikjeden i oppdrettsnæringen og pelagisk fiske og -produksjon .....	19
2.3.2 Integrasjon.....	24
2.3.3 Prisdannelse og utvikling.....	25
2.3.4 Eksport og markedsforhold .....	28
2.4 Konkurrenter .....	31
2.4.1 Marine Harvest ASA (Marine Harvest) .....	31
2.4.2 SalMar ASA (SalMar) .....	32
2.4.3 Copeinca AS (Copeinca).....	33
2.4.4 Exalmar S.A.A (Exalmar) .....	34
2.4.5 Omega Protein Corporation (Omega) .....	35
2.5 Hvordan skiller Austevoll Seafood seg fra konkurrentene .....	36
<b>3 Valg av verdsettelsesteknikk.....</b>	<b>37</b>
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker .....	37
3.1.1 Fundamental verdsettelse .....	37
3.1.2 Komparativ verdsettelse .....	39
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	40
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk.....	40
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse .....	43



<b>4</b>	<b>Strategisk analyse.....</b>	<b>46</b>
4.1	Ekstern bransjeorientert analyse .....	46
4.1.1	Makroforhold – PESTEL-analyse.....	46
4.1.2	Bransjeforhold – Porters fem konkurransekrefter.....	52
4.1.3	Oppsummering ekstern bransjeorientert analyse .....	57
4.2	Intern ressursbasert analyse – VRIO .....	58
4.2.1	Oppsummering – Intern ressursbasert analyse .....	65
4.3	Oppsummering – strategisk fordel og risiko .....	66
<b>5</b>	<b>Regnskapsanalyse .....</b>	<b>67</b>
5.1	Rammeverk for regnskapsanalyse.....	67
5.2	Forberedelse til regnskapsanalyse .....	69
5.2.1	Valg av analysenivå .....	69
5.2.2	Valg av analyseperiode.....	70
5.2.3	Valg av komparative virksomheter .....	71
5.3	Presentasjon av rapporterte tall.....	71
5.4	Omgruppering for analyse.....	74
5.4.1	Omgruppering av resultatregnskapet .....	74
5.4.2	Omgruppering av balansen .....	80
5.4.3	Omgruppering av kontantstrøm .....	84
5.5	Analyse av målefeil og justering .....	85
5.5.1	Justering av målefeil.....	86
5.5.2	Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse .....	89
5.6	Rammeverk for forholdstallanalyse .....	90
<b>6</b>	<b>Analyse av risiko.....</b>	<b>92</b>
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsrisiko .....	94
6.1.1	Likviditetsgrad 1 .....	94
6.1.2	Likviditetsgrad 2 - utradisjonell .....	96
6.1.3	Likviditetsgrad 2 – tradisjonell «Quick ratio»/ «Acid test» .....	97
6.1.4	Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	98
6.1.5	Rentedekningsgrad.....	99
6.1.6	Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm .....	100
6.1.7	Belåningsreserve .....	101
6.1.8	Likviditetsreserve i % av salgsinntekter .....	102
6.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse .....	103
6.2.1	Analyse av egenkapitalprosent .....	103



6.2.2	Analyse av kapitalstruktur .....	105
6.2.3	Analyse av netto driftsrentabilitet .....	106
6.3	Oppsummering – syntetisk rating .....	107
6.3.1	Helhetsvurdering av den syntetiske ratingen .....	109
<b>7</b>	<b>Historisk avkastningskrav .....</b>	<b>111</b>
7.1	Litt teori for avkastningskrav .....	111
7.2	Krav til egenkapital og minoritet .....	112
7.2.1	Risikofri rente .....	112
7.2.2	Markedets risikopremie .....	113
7.2.3	Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden .....	114
7.2.4	Illikviditetspremie .....	116
7.2.5	Årlig egenkapitalbeta .....	117
7.2.6	Egenkapital- og minoritetskrav .....	117
7.3	Finansielle krav .....	118
7.3.1	Krav til finansiell gjeld .....	118
7.3.2	Krav til finansielle eiendeler .....	120
7.3.3	Krav til netto finansiell gjeld .....	122
7.4	Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital .....	122
7.5	Oppsummering - avkastningskrav .....	123
<b>8</b>	<b>Analyse av lønnsomhet .....</b>	<b>124</b>
8.1	Egenkapitalrentabilitet .....	124
8.1.1	Superrentabilitet .....	125
8.1.2	Ekstern bransjefordel .....	126
8.1.3	Intern ressursfordel .....	127
8.1.4	Oppsummering – Strategisk fordel .....	128
8.2	Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse .....	128
8.3	Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing .....	129
8.4	Ren driftsfordel .....	129
8.4.1	Bransjefordel drift .....	130
8.4.2	Ressursfordel drift .....	130
8.4.3	Margin- og omløpsfordel .....	131
8.4.4	Oppsummering – driftsfordel .....	138
8.5	Gearingfordel drift .....	139
8.6	Oppsummering – Samlet driftsfordel .....	140
8.7	Finansieringsfordel – superrente og gearing .....	140



8.7.1	Finansieringsfordel – finansiell gjeld .....	141
8.7.2	Finansieringsfordel – finansielle eiendeler .....	142
8.7.3	Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld .....	144
8.7.4	Finansieringsfordel – minoritetsinteresser .....	145
8.7.5	Finansieringsfordel – Oppsummering .....	146
8.8	Oppsummering – Strategisk fordel.....	147
<b>9</b>	<b>Fremtidsregnskap.....</b>	<b>149</b>
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap.....	149
9.2	Vekstanalyse .....	150
9.2.1	Analyse av historisk driftsinntektsvekst .....	150
9.2.2	Analyse av historisk egenkapitalvekst.....	150
9.3	Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskap .....	152
9.3.1	Budsjettperiode.....	152
9.3.2	Valg av detaljnivå .....	153
9.3.3	Fremskrivningsteknikk.....	154
9.4	Budsjett drivere i budsjettperioden .....	154
9.4.1	Driftsinntektsvekst .....	154
9.4.2	Netto driftsresultat.....	158
9.4.3	Netto finansiell gjeld .....	159
9.4.4	Netto finanskostnad .....	161
9.4.5	Minoritetsinteresser.....	163
9.4.6	Netto driftseiendeler.....	163
9.4.7	Netto minoritetsresultat .....	165
9.5	Fremtidsregnskap .....	165
9.5.1	Fremtidsregnskap.....	166
9.5.2	Fremtidsbalanse .....	166
9.5.3	Fri kontantstrøm.....	167
<b>10</b>	<b>Fremtidskrav og strategisk analyse .....</b>	<b>168</b>
10.1	Egenkapital- og minoritetskrav .....	168
10.1.1	Risikofrirente .....	168
10.1.2	Markedsrisikopremie .....	170
10.1.3	Årlig egenkapitalbeta .....	170
10.1.4	Illikviditetspremie.....	171
10.1.5	Egenkapital- og minoritetskrav .....	171
10.2	Finansielle krav.....	171



10.2.1	Syntetisk rating .....	172
10.2.2	Finansielt gjeldskrav .....	172
10.2.3	Finansielt eiendelskrav .....	173
10.2.4	Netto finansielt gjeldskrav .....	174
10.3	Selskapskrav .....	175
10.4	Strategisk fordel .....	175
<b>11</b>	<b>Fundamental verdsettelse .....</b>	<b>178</b>
11.1	Egenkapitalmetoden .....	178
11.1.1	Fri kontantstrøm-modellen .....	179
11.1.2	Utbyttmodellen .....	179
11.1.3	Superprofittmodellen .....	179
11.1.4	Superprofittvekstmodellen .....	180
11.2	Selskapskapitalmetoden .....	180
11.2.1	Netto driftskapitalmetoden .....	180
11.2.2	Sysselsatt kapitalmetoden .....	181
11.3	Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vektorer .....	181
11.4	Konvergens mot et felles verdiestimat .....	183
11.5	Analyse av usikkerhet .....	186
11.5.1	Konkursrisiko .....	186
11.5.2	Simuleringsanalyse med Crystal Ball .....	187
11.5.3	Utvidet sensitivitetsanalyse .....	195
11.6	Drøfting av fundamentalt verdiestimat .....	200
<b>12</b>	<b>Komparativ verdivurdering .....</b>	<b>202</b>
12.1	Komparative virksomheter .....	203
12.2	Multiplikatorer .....	203
12.2.1	P/B-multiplikator .....	204
12.2.2	P/E-multiplikator .....	205
12.2.3	EV/EBIT-multiplikator .....	205
12.2.4	EV/EBITDA-multiplikator .....	206
12.3	Mulige feilkilder ved bruk av multiplikatormodellen .....	206
12.4	Komparativt verdiestimat .....	207
12.4.1	Verdiestimat basert på P/B-multiplikator .....	207
12.4.2	Verdiestimat basert på P/E-multiplikator .....	209
12.4.3	Verdiestimat basert på EV/EBIT-multiplikator .....	210
12.4.4	Verdiestimat basert på EV/EBITDA-multiplikator .....	211





12.5	Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse .....	212
<b>13</b>	<b>Oppsummering og handlingsstrategi .....</b>	<b>214</b>
13.1	Oppsummering .....	214
13.2	Handlingsstrategi .....	215
<b>14</b>	<b>Referanseliste .....</b>	<b>216</b>
14.1	Faglitteratur .....	216
14.2	Forelesningsnotater .....	216
14.3	Offentlige kilder .....	217
14.4	Årsrapporter og øvrig selskapsinformasjon .....	218
14.5	Andre kilder .....	219
<b>15</b>	<b>Figur- og tabelloversikt .....</b>	<b>223</b>
<b>16</b>	<b>Forkortelser .....</b>	<b>228</b>



# 1 Innledning

Vi vil i dette kapittelet presentere formålet med utredningen, bakgrunnen og motivasjonen for valg av AUSS, avgrensninger som er foretatt i tillegg til oppgavens struktur og oppbygning.

## 1.1 Formål

Masterutredningens hovedformål er å verdsette Austevoll Seafood ASA. Dette gjøres ved å beregne egenkapitalverdien per 31.12.2015, gjennom bruk av både strategiske- og regnskapsanalyser. Analysene gir innsikt i selskapet og bransjen, og disse vil bli brukt til å predikere fremtiden. Vi vil på denne måten være i stand til å verdsette selskapet.

Vi bruker offentlige tall frem til årsrapporten for 2014, samt noe informasjon fra Q4 2015. Videre vil vi sammenligne vårt estimat med markedsverdien, representert med børskursen, og se nærmere på avvik som eventuelt vil oppstå. I tillegg vil vi komme med en anbefaling til handlingsstrategi med bakgrunn i om aksjen er over- eller underpriset. Det er verdt å merke seg at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet, noe som vil bli diskutert senere i utredningen.

## 1.2 Bakgrunn og motivasjon

Vår masterutredning er en del av vår mastergrad innen regnskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole. Begge forfatterne går på MRR, og utredningen baserer seg på kurset MRR413A ved Kjell Henry Knivsflå. Målet med kurset er å få kunnskap til å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og utnytte innsikt om fundamental verdsettelse til å lage fremtidsregnskap, fremtidskrav, et godt estimat på nettoverdien og synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet. Gjennom studieløpet på NHH har begge forfatterne fattet interesse av regnskapsanalyse og verdivurdering. Denne masterutredningen gir oss muligheten til å bruke opparbeidet kunnskap på en praktisk oppgave med høy relevans.

Valg av selskap var basert på bransjeinteresse, samt at vi ville vurdere et selskap som ikke er blitt vurdert på NHH før. Austevoll Seafood ASA er et spennende selskap som gjennom flere oppkjøp er blitt et av verdens største selskaper innen fiskerinæringen. Videre er det interessant at AUSS er involvert i både havbruk og pelagisk fiske og -produksjon, noe som



skiller de fra mange av konkurrentene som kun driver i en av bransjene. AUSS er notert på Oslo Børs, men har ikke fått mye oppmerksomhet fra analytikere før sent i 2015. Fiskerinæringen er strengt regulert og er i stor grad avhengig av prisene som er gitt i markedet. Det blir derfor spennende å se hvordan AUSS klarer seg i forhold til sine mer spesialiserte konkurrenter.

### 1.3 Avgrensning

Vi har valgt å begrense bransjen til seks selskaper: Austevoll Seafood ASA, Marine Harvest ASA, SalMar ASA, Copeinca AS, Exalmar S.A og Omega Protein Corporation. På denne måten lager vi en bransje som inneholder både havbruk og pelagisk fiske og –produksjon, og dermed et representativt bransjesnitt for videre sammenligning. Grunnet mange små aktører innen pelagisk i tillegg til lite informasjon om disse, er havbruk tyngst vektet i bransjesnittet med hensyn på omsetning. Det er kun AUSS, Marine Harvest, SalMar og Omega Protein Corporation som er notert på børs, og det vil dermed bli disse som AUSS sammenlignes med i forhold til multipler.

All informasjon som nyttes i denne masterutredninger baserer seg utelukkende på eksterne kilder og offentlig informasjon som er tilgjengelig for enhver markedsaktør. Videre har vi valgt å vurdere AUSS på konsernnivå og som én enhet. Dette ser vi på som hensiktsmessig da det er begrenset informasjon om flere av datterselskapene, noe som gjør det vanskelig å vurdere datterselskapene hver for seg. En grundig fundamental verdivurdering av alle datterselskapene ville trolig gjort masterutredningen mer omfattende enn ønskelig. Ettersom vi danner et bransjesnitt som representerer både havbruk og pelagisk mener vi at verdsettelse av AUSS på konsernnivå er tilstrekkelig.

Videre i utredningen er analyseperioden begrenset til 2010-2015. Tall fra 2009 vil også bli benyttet for å beregne endringstall i hele analyseperioden. Dette betyr at vi bruker tall fra totalt seks år. Vi mener at analyseperioden er tilstrekkelig for bransjen, da vi får med bransjemessige sykluser. En kritikk til valg av analyseperiode over seks år er imidlertid at perioden vår inneholder to relativt «gode» år i hver ende av analyseperioden og et «dårlig» år i 2012. Dette gjør at noen beregninger i utredningen vår kan ha blitt noe overvurdert som følge av overvekten av gode år. Vi mener likevel at dette ikke har påvirket verdsettelsen vår i nevneverdig grad.



## 1.4 Struktur

Strukturen i materutredningen følger rammeverket i kurset MRR413A. Utredningen består av tre hoveddeler. Avslutningsvis finner vi konklusjon, referanseliste og liste med forkortelser.

Del 1 omfatter kapitlene 2-4, der kapittel 2 presenterer AUSS og bransjen. Videre fortsetter kapittel 3 med valg av verdsettelsesteknikk, hvor ulike verdsettelsesmetoder blir presentert før vi begrunner valget av metode. Avslutningsvis vil kapittel 4 gjennomføre en strategisk analyse som inneholder både en intern ressursorientert analyse og en ekstern bransjeanalyse.

Del 2 omfatter kapitlene 5-8, der kapittel 5 tar for seg analyse av regnskapet. Regnskapet vil presenteres, og det vil bli foretatt omgruppering og analyse av eventuelle målefeil med tilhørende justeringer. Kapittel 6 vil analysere risikoen i selskapet, både på kort- og lang sikt. Risikoen vil bli oppsummert i form av en syntetisk rating. Kapittel 7 tar for seg historisk avkastningskrav, og kapittel 8 tar for seg den historiske lønnsomheten. En eventuell strategisk fordel vil i kapittel 8 bli dekomponert for å undersøke hvor AUSS gjør det relativt bedre eller dårligere enn bransjen.

Del 3 omfatter kapitlene 9-12. I kapittel 9 brukes innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen til å utarbeide et fremtidsregnskap. Budsjettthorisonen strekker seg til periode T, der alle budsjett drivere vil være konstante. Dette resulterer i en konstant vekst eller «*steady state*». Periode T vil i denne utredningen være år 2025. De påfølgende årene vil dermed være i steady state. Kapittel 10 omhandler fremtidskravene og den fremtidige strategiske fordel. Den fundamentale verdsettelsen utføres i kapittel 11, der vi kommer frem til et endelig verdiestimat basert på hele utredningen. Både egenkapital- og selskapsmetoden vil bli benyttet for å beregne et verdiestimat. Avslutningsvis i kapittelet vil det bli gjennomført Monte Carlo-simulering, hvor hensikten er å analysere usikkerheten rundt verdiestimatet og forutsetningene estimatet bygger på. Kapittel 12 vil ta for seg komparativ verdivurdering, der multipler vil bli brukt for å estimere verdien av selskapet.

Avslutningsvis i utredningen vil kapittel 13 oppsummere resultatene, før det vil bli gitt en handlingsstrategi basert på verdiestimatet.



## 2 Presentasjon av bransje og Austevoll Seafood ASA

Dette kapittelet vil gi en gjennomgang av viktig bakgrunnsinformasjon av forretningsområdene til AUSS for å skaffe den nødvendige forståelsen av virksomheten og bransjen selskapet konkurrerer i. Kapittelet vil starte med en presentasjon av havbruk- og fiskerinæringen før det vil bli gitt en kort presentasjon om AUSS sin historikk og utvikling. Videre vil kapittelet belyse makroforhold som påvirker bransjen, og fakta om bransjen. Til slutt vil det bli presentert forskjeller mellom AUSS og deres respektive konkurrenter.

### 2.1 Innledning – kort introduksjon av virksomheten og bransjen

#### 2.1.1 Presentasjon av havbruksnæringen – oppdrett

Oppdrettsnæringen i Norge har historie tilbake til 1950- og 1960-tallet da pionerer sammen med forskningsgrupper begynte å eksperimentere med oppdrett. Næringen ble deretter levedyktig i begynnelsen av 1970-årene. Grunnet lavere kapitalbehov og lavere driftskostnader ble oppdrett av regnbueørret og atlantisk laks (heretter laks) i flytemerder å foretrekke fremfor landbaserte anlegg (Hovland, Haaland, Hersoug, Kolle, & Møller, u.d.). Næringen ble etter 1973 underlagt restriksjoner i form av konsesjoner for å sikre bærekraftig vekst.

Oppdrettsbransjen i Norge er i dag en relativt konsentrert bransje med få store aktører. De største aktørene, Marine Harvest, Lerøy Seafood, Salmar og Cermaq, står for om lag 70 % av omsetningen i den norske oppdrettsbransjen (iLaks, 2014). Utviklingen er et resultat av oppkjøp og fusjoner. Konsesjonssystemet har historisk gitt liten mulighet til organisk vekst, noe som bidrar til oppkjøp og som dermed har gitt et konsentrert marked.

I 2014 sto laks for 94,4 % av eksportert oppdrettsfisk i Norge, noe som utgjorde ca. 1,26 millioner tonn. Dette er en økning på 7,7 % sammenlignet med 2013. Førstehåndsverdien utgjorde om lag 41,8 milliarder kroner, en økning på 10,3 % sammenlignet med 2013. Tabell 2-1 illustrerer tallene for laks samt andre arter som eksporteres (Statistisk sentralbyrå, 2015). Økningen i førstehåndsverdi<sup>1</sup> skyldes både økning i eksporten og økning i lakseprisen fra 2013 til 2014. Utviklingen i lakseprisen er illustrert i figur 2-1.

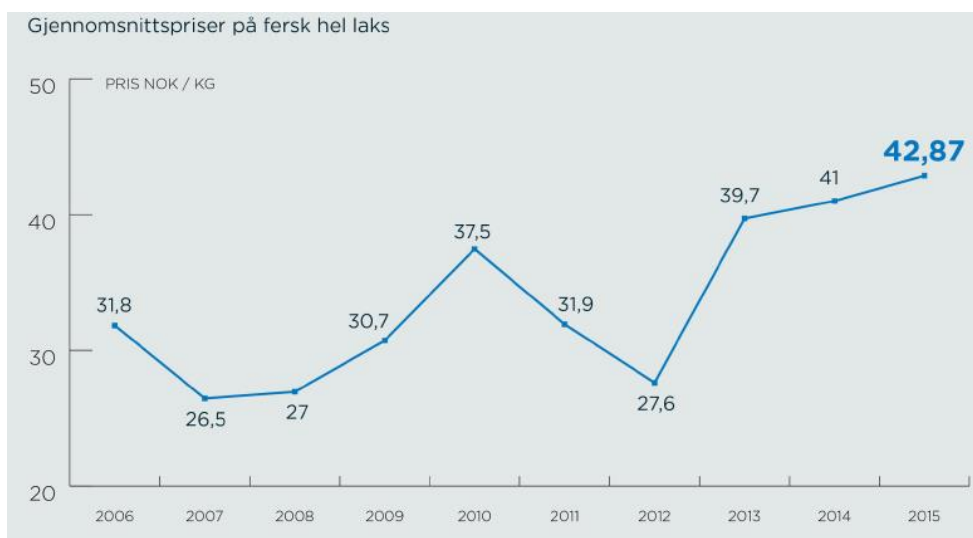
---

<sup>1</sup> Førstehåndsverdi omhandler verdien en oppdretter mottar ved salg av en ufoedlet eller frossen fisk.

## Akvakultur

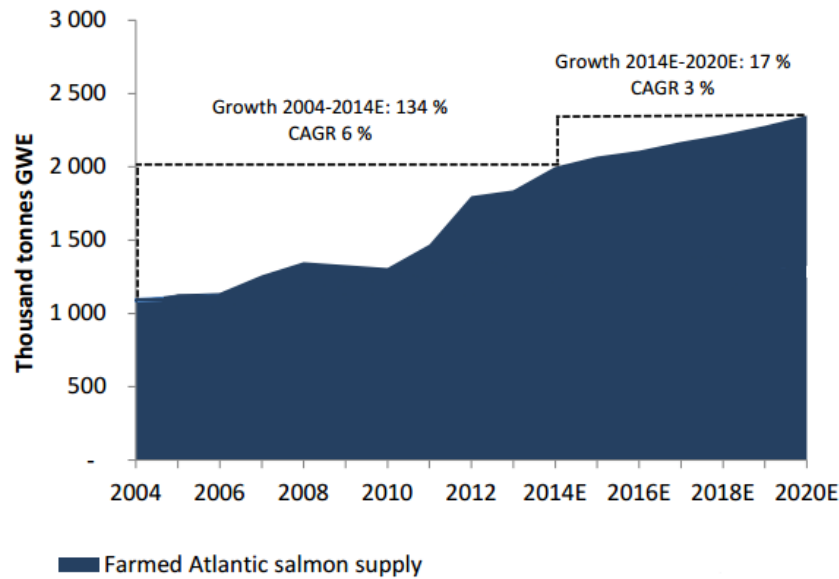
	Matfisk (tonn)	Andel	Prosent	Førstehandsverdi	Prosent
			2013 - 2014	(Millioner kr)	2013 - 2014
<b>2014</b>					
I alt	1 332 497	100,0	6,8	44 334	9,5
Laks	1 258 356	94,4	7,7	41 823	10,3
Regnbueørret	68 986	5,2	-3,6	2 305	0,7
Røye	:	:	:	:	:
Torsk	1 386	0,1	-63,2	44	-63,6
Kveite	1 257	0,1	-9,2	114	6,7
Skalldyr	2 016	0,2	-14,7	14	10,1
Andre fiskearter	:	:	:	:	:

Tabell 2-1 Norsk eksport av akvakultur i 2014 (Statistisk sentralbyrå, 2015).



Figur 2-1 Utvikling i lakseprisen i perioden 2006-2015 (Norsk Sjømatråd, 2015)

På verdensbasis har lakseproduksjonen økt med rundt 6 % årlig fra 2004 til 2014, og veksten forventes å ligge rundt 3 % videre. Med en totalproduksjon i verden på i overkant av 2 millioner tonn laks, står norsk havbruk for en betydelig del. Norge har blitt den desidert viktigste nasjonen innen havbruk. Figur 2-2 illustrerer utviklingen i verdens lakseproduksjon.



Figur 2-2 Utvikling i verdens lakseproduksjon i perioden 2004-2014, i tillegg til prognoser frem til 2020 (Marine Harvest, 2015)

### 2.1.2 Presentasjon av fiskerinæringen – pelagisk

Ordet «pelagisk» brukes både i forbindelse med åpne vannmasser og maritime organismer som lever i åpne vannmasser. De pelagiske områdene inkluderer ikke havbunn, strand eller kyst (Sælen, 2015). I Norge fiskes det årlig mellom ca. 1,5 og 2,2 millioner tonn pelagisk fisk fordelt på både norske og utenlandske fiskere. Artene som dominerer i Norge er sild, makrell, kolmule og lodde. Fisken brukes til både produksjon av fiskemel og fiskeolje, i tillegg til konsumprodukter. I 2015 ble det eksportert pelagisk fisk for 6,9 milliarder kroner i Norge, en nedgang på 7 % fra 2014 (Norsk sjømatråd, 2016). Dette skyldes i hovedsak reduserte kvoter på både sild og makrell. Selv om det har vært en prisvekst på blant annet sild og makrell, var dette ikke nok for å kompensere for fallet i volumet.

I forhold til oppdrett er pelagisk fiske i større grad påvirket av eksterne forhold. Klimatiske forhold og biomassetall i havområder er eksempler på forhold som påvirker omsetningen. Pelagisk fiske har derfor større omsetningsrisiko enn oppdrett. Dette er spesielt gjeldene i Sør-Amerika der stormer som «El Niño» og lave biomassetall har gitt store utslag på fangstnivået. I Norge har ikke slike forhold påvirket fangsten i like stor grad, men risikoen er likevel til stede.

Det har vært en eiermessig konsolidering de siste årene, men antall produksjonsanlegg er opprettholdt. Salget av Copeinca AS til China Fishery Group Limited er et eksempel på dette.

Den pelagiske industrien sliter også med lave marginer grunnet konsentrasjon av både leverandører og kunder. Dette medfører at det kun eksisterer et fåtall fiskeflåter, samt at markedet er preget av et begrenset antall kjøpere (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013).

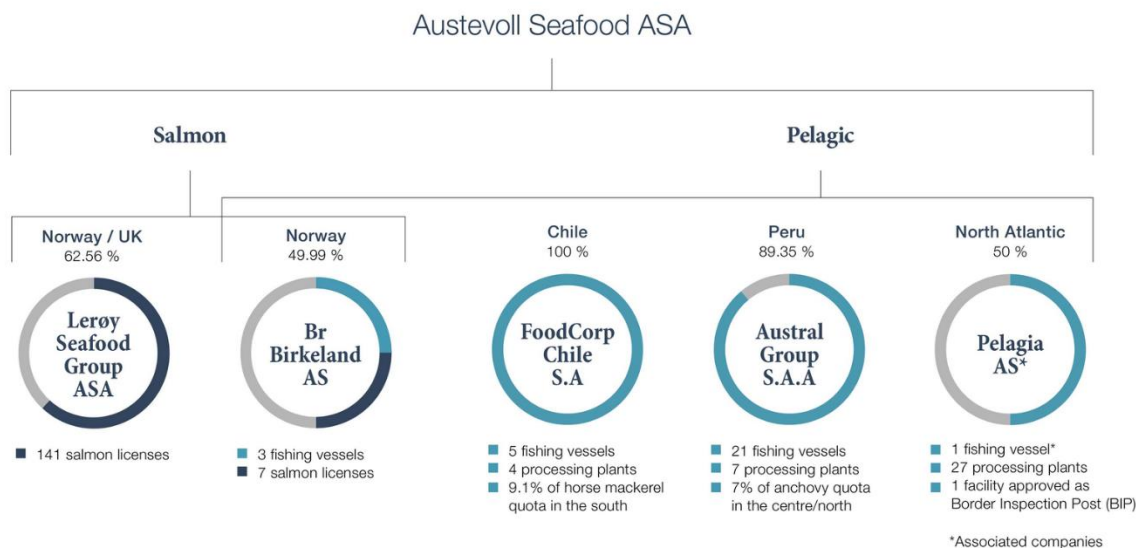
### 2.1.3 Presentasjon av Austevoll Seafood ASA – historie og utvikling

#### Historie

Austevoll Seafood ASA har historie tilbake til 1981 da Austevoll Havfiske AS ble etablert av Helge Møgster, Ole Rasmus Møgster og deres far. Over de siste tiår har AUSS vokst gjennom flere oppkjøp og i dag kontrollerer de nesten hele verdikjeden innen både oppdrett og pelagisk fiske og -produksjon. Konsernet har hovedkontor på Austevoll i Norge, men er også lokalisert i Storbritannia, Peru og Chile gjennom datterselskap. (AUSS, 2016A).

#### Forretningsområde

AUSS presenterer seg selv som et globalt helintegrert pelagisk fiskeri og sjømatsspesialist, som kontrollerer store deler av verdikjedene innen pelagiske produkter og havbruk. AUSS er morselskap i et konsern med et stort antall selskaper. Figur 2-3 illustrerer virksomhetsområdene som vi vil fokusere på videre i avhandlingen (AUSS, 2016A).



Figur 2-3 Austevoll Seafood ASA organisasjonsoversikt (AUSS, 2016A)

Gjennom datterselskap har AUSS 148 konsesjoner for oppdrett og er med det verdens nest største aktør innen oppdrett. I tillegg opererer AUSS 30 fartøy, som i hovedsak driver med fangst av pelagiske arter, samt 38 fabrikker som foredler råvarene. Videre følger en presentasjon av de ulike forretningsområdene og de viktige datterselskapene.





### Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy)

Lerøy har historie tilbake til 1800-tallet og har vært en pionerbedrift innen en rekke områder i den norske fiskerinæringen. I dag er Lerøy et globalt helintegret sjømatkonsern der fokus hele tiden har vært på å utvikle markeder for sjømat. Gjennom både organisk vekst og flere oppkjøp har Lerøy vokst til å bli verdens nest største produsent av laks og ørret. Med sine 141 konsesjoner i Norge og eierinteresser i Scottish Sea Farm Ltd. høstet Lerøy om lag 160 000 tonn laks og ørret i 2015. Lerøy har i dag en omsetning på 13,5 milliarder kroner i 2015, og dette utgjør omtrent 72 % av den totale omsetningen i Austevoll-konsernet (AUSS, 2015). AUSS eier totalt 57,52 % av Lerøy, etter et salg av 2 750 000 aksjer i første halvår 2016 (Lerøy, 2016).

### Austral Group S.A.A (Austral)

Austral er lokalisert i Peru og virksomheten består av fangst, produksjon av fiskemel og -olje og produkter til konsum. Selskapet har 21 fartøy som opererer både i nord/senter og sør i Peru. Fangsten består i hovedsak av ansjosarten anchoveta, der Austral eier av 6,87 % av kvoten nord/senter i Peru, og 4 % av kvoten i sør. I tillegg har selskapet fiskerettigheter for makrell og hestmakrell. Austral har 7 produksjonsfabrikker som foredler fisken, der anchoveta benyttes til produksjon av fiskemel og -olje, mens hestmakrell og makrell benyttes til produksjon av konsumvarer. AUSS eier 89,35 % av Austral (AUSS, 2016A).

### Foodcorp Chile S.A (FC)

FC sin virksomhet består av fangst, produksjon av fiskemel og -olje og produksjon til konsum. FC sin fangst er dominert av hestmakrell der selskapet har 9,1 % av kvoten i region sør, i tillegg til kvote på sardin og anchoveta. FC opererer 5 fartøy og 4 produksjonsanlegg. Til forskjell fra Austral, som produserer mest fiskemel og -olje, produserer FC hovedsakelig produkter til direkte konsum. AUSS eier 100 % av FC (AUSS, 2014A).

### Br. Birkeland AS (BRBI)

BRBI sin virksomhet består av både pelagisk fiske og oppdrett av laks/ørret. Selskapet har to kombinerte pelagiske ringnot/trål fartøy samt syv konsesjoner for oppdrett. I tillegg har BRBI investert i et fartøy for fangst av snøkrabbe som ble operativt i november 2014. Selskapet er lokalisert i Norge og AUSS eier 49,99 % (AUSS, 2016A).

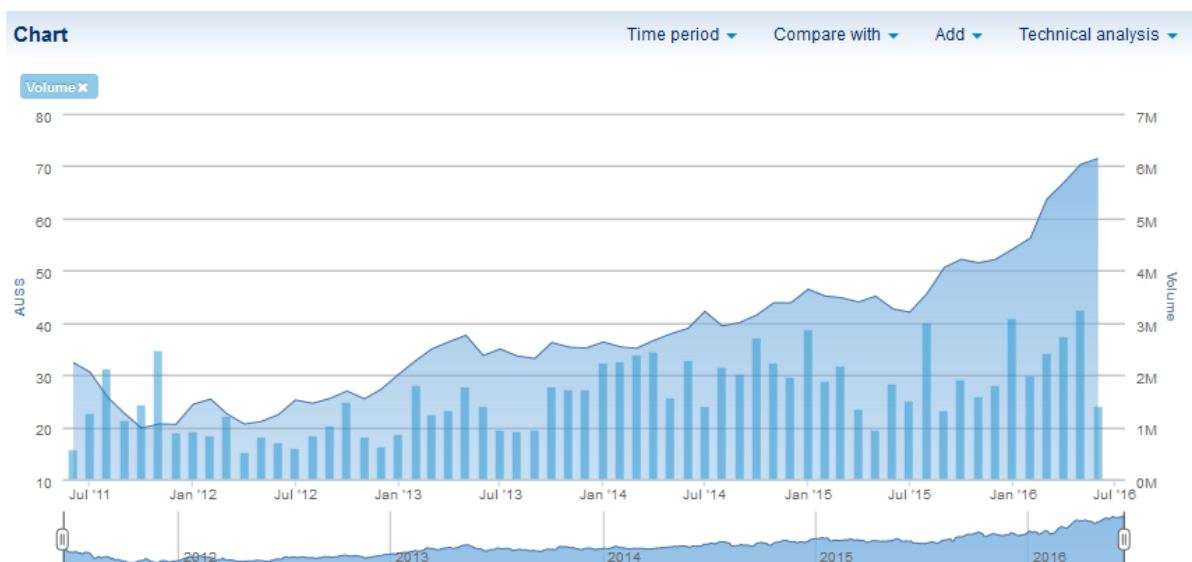
## Pelagia AS

Pelagia sin virksomhet består av mottak av råstoff for produksjon av fiskemel og –olje, i tillegg til frosne produkter til konsum. Virksomheten består av 26 produksjonsanlegg lokalisert i Norge, Storbritannia, Irland og Danmark. Selskapet er et resultat av en fusjon av selskapene Norway Pelagic Holding AS, Welcon Invest AS og Egersund Fisk AS. Fusjonen fant sted i 2014 etter klarering hos konkurransemyndighetene. Pelagia er en felleskontrollert virksomhet der AUSS eier 50 % og Kvefi AS 50 % (AUSS, 2016A).

## Aksjonærforhold

Konsernet er børsnotert. Eierskapet er likevel relativt konsentrert da Laco AS, som er eid av Møgster-familien, eier 55,55 % av aksjene i AUSS. Det finnes bare en aksjeklasse i AUSS, der én aksje gir én stemme på generalforsamlingen (AUSS, 2016A).

Målet til AUSS er å maksimere verdiskapningen til aksjonærene gjennom gode resultater. Over tid er målsetningen å betale ut 20-40 % av konsernets nettoresultat (eksklusiv verdjustering for biologiske eiendeler) som utbytte. Utbytte skal likevel reflektere utviklingen i selskapet, og egenkapitalen skal være tilfredsstillende i forhold til målene, strategien og risikoprofilen til konsernet (AUSS, 2014B). Fra juni 2011 til juni 2016 har aksjonærene hatt en total avkastning på ca. 122 %<sup>2</sup>, som vist i figur 2-4.



Figur 2-4 Utvikling i AUSS sin aksjekurs i perioden 2011-2016 (AUSS, 2016B)

<sup>2</sup> Utregning:  $\frac{71-32}{32} = 1,219$

## Finansielle nøkkeltall

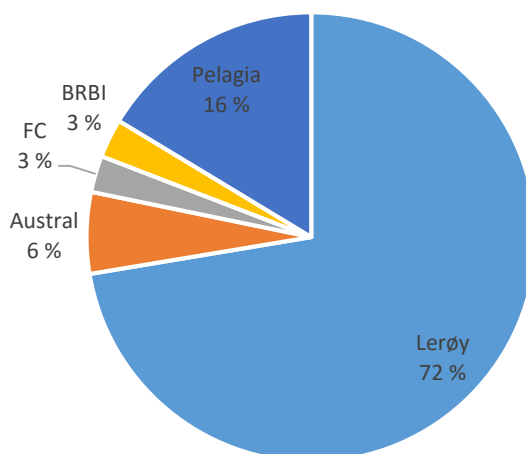
Tabell 2-2 viser utviklingen i den finansielle situasjonen til AUSS fra 2012 til 2014. Tabellen viser en positiv utvikling både i omsetning og resultat, noe som i stor grad skyldes økte laksepriser. Utfordringer rundt tilgjengeligheten av råstoff i Peru og Chile har imidlertid bidratt negativt. I tillegg ga også sanksjonene fra Russland siste halvdel i 2014 kortvarige utfordringer.

Tall i NOK 1000	2012	2013	2014	2015Q
Driftsinntekter	11 004 909	12 542 713	14 228 426	15 095 944
Driftsresultat før verdjustering av biologiske eiendeler	636 028	1 711 394	1 855 768	1 386 436
Driftsresultat etter verdjustering av biologiske eiendeler	930 763	2 540 228	1 476 010	1 633 003
Resultat før skattekostnad	815 296	2 464 436	1 346 473	1 572 137
<b>Årsresultat</b>	<b>640 905</b>	<b>1 603 066</b>	<b>1 000 671</b>	<b>1 283 106</b>
Driftsmargin før verdjustering av biologiske eiendeler	5,78 %	13,64 %	13,04 %	9,18 %
Resultatmargin (før skatt)	7,41 %	19,65 %	9,46 %	10,41 %
Egenkapitalandel	50,55 %	50,54 %	52,95 %	52,67 %

Tabell 2-2 Oversikt over den finansielle situasjonen til AUSS i perioden 2012-2015

Figur 2-5 viser hvordan omsetningen til AUSS fordeler seg mellom datterselskapene, og dermed mellom oppdrettsdelen og den pelagiske delen. Som vi ser så kommer omsetningen i AUSS hovedsakelig fra oppdrett da denne omsetningen utgjorde hele 75 % i 2015. Dermed står pelagisk fiske og -produksjon for de resterende 25 %.

Prosentvis fordeling av total omsetning i AUSS



Figur 2-5 Fordeling av omsetningen i de fem datterselskapene til AUSS (AUSS, 2015)



## 2.2 Makroforhold

Makroforhold er eksterne forhold som påvirker konkurranseforholdene i en bransje, og som man har relativt lite innflytelse over. Dette innebærer også at forholdene er like for alle virksomhetene som opererer innenfor den samme bransjen. Disse forholdene anses for å være rammebetingelsene til bransjen, og de er delt inn i følgende kategorier: økonomiske-, politiske- og miljømessige forhold.

### **Økonomiske forhold**

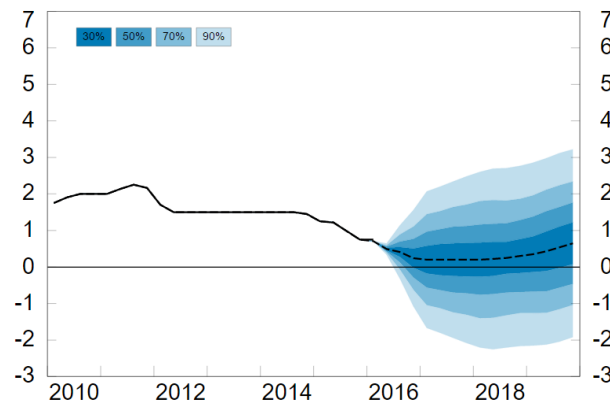
De økonomiske forholdene omfatter et vidt spekter, og vi har her valgt å fokusere på rentenivået og valutarisikoen.

#### Rentenivået

Havbruk- og fiskerinæringen er en relativt kapitalintensiv næring da det er store kostnader forbundet med oppstart samt kjøp av konsesjoner/kvoter. Videre må det investeres i produksjonsanlegg og/eller fartøy. I havbruksnæringen vil mye av kapitalen også være bundet til fiskebeholdningen, siden produksjonstiden av oppdrettslaksen er på 2-3 år. Kapitalintensive bransjer er ofte forbundet med høy gjeld, og derav risiko i forbindelse med renteendringer.

Verdensøkonomien har etter finanskrisen i 2008 vært preget av mye uro, som blant annet har gitt høy arbeidsledighet, lav prisvekst, lavt rentenivå og høy statsgjeld. Selv om vi ser bedringstegn i flere land, er rentenivåene på verdensbasis fremdeles lave. Sentralbankene er generelt restriktive til rentehevelser, noe vi har sett både i Eurolandene og USA.

Norge ble derimot ikke like hardt rammet av finanskrisen som mange andre land, mye på grunn av en høy oljepris. Fra siste halvdel av 2014 og gjennom 2015 falt derimot oljeprisen, noe som har påvirket den norske økonomien og tvunget Norges Bank til å senke styringsrenten til rekordlave nivåer. Figur 2-6 illustrerer utviklingen i styringsrenten de siste årene samt prognosene til Norges bank. Renten ble satt ned til 0,50 % i mars 2016, og bransjen kan også forvente en relativt lav rente i årene som kommer skal vi tro prognosene.



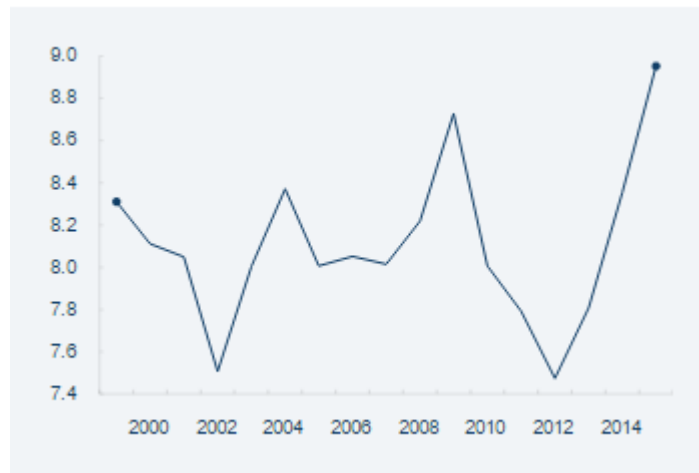
Figur 2-6 Styringsrenten i Norge i perioden 2010-2016, i tillegg til prognoser frem til 2019 (Norges Bank, 2016A)

Bransjen bruker rentederivater og fastrente for å sikre seg mot renteendringer, for på denne måten å kunne predikere de forventede gjeldskostnadene på en bedre måte (AUSS, 2014A). Det er vanlig å benytte renteswaper for hele eller deler av lånet, slik at man konverterer den flytende renten til fast rente. Begrunnelsen for å ikke benytte fastrente direkte ved låneopptak er at virksomhetene kan oppnå en lavere fast rente ved å inngå en renteswap i ettertid. I tillegg oppnår man økt fleksibilitet i forhold til tidspunktet man binder renten.

Finansieringsmetoden vil påvirke hvor utsatt virksomhetene er for renteendringer. Dette medfører at virksomheter med høy egenkapitalandel er mindre utsatt for kostnadssvingninger ved økninger i rentenivået. Disse virksomhetene kan derfor komme bedre ut av perioder med lave laksepriser og nedgangskonjunkturer.

### Valutarisiko

Havbruk- og fiskerinæringen eksporterer store deler av produksjonen sin. Aktivitetene er i stor grad globale og blir påvirket av utviklingen i verdensøkonomien. Dette gjør at virksomhetene i bransjen har det meste av inntektene sine i utenlandsk valuta, spesielt i euro, da ca. 77 % av norsk laks ble eksportert til Europa i 2015 (iLaks, 2016). Kostnadene er derimot hovedsakelig i lokal valuta, som norske kroner. I figur 2-7 ser vi at dagens kronekurs mot euro er på sitt laveste på over 20 år, og disse svingningene medfører at inntektene vil variere i takt med kronekursen.



Figur 2-7 Kronekursen mot euro i perioden 2000-2014 (Norges Bank, 2016B)

I tillegg kan virksomhetene ha lån i utenlandsk valuta. Dette gjør at de er ytterligere eksponert for valutaendringer. Det er derfor vanlig i oppdrettsbransjen å sikre seg mot valutaendringer ved å inngå valutaderivater, spesielt terminkontrakter, for å redusere risikoen for valutasvingninger, samt å ha inn- og utbetalinger på flervalutakonti.

Selv om kronekursen er gunstig, har situasjonene i finansmarkedene ført til at det er mer usikkerhet rundt makrobildet enn normalt. Kjernevirksomhetene i bransjen og AUSS er derimot basert på langsiktige bærekraftige verdier som gjør at de er godt rustet mot slike økonomiske utfordringer.

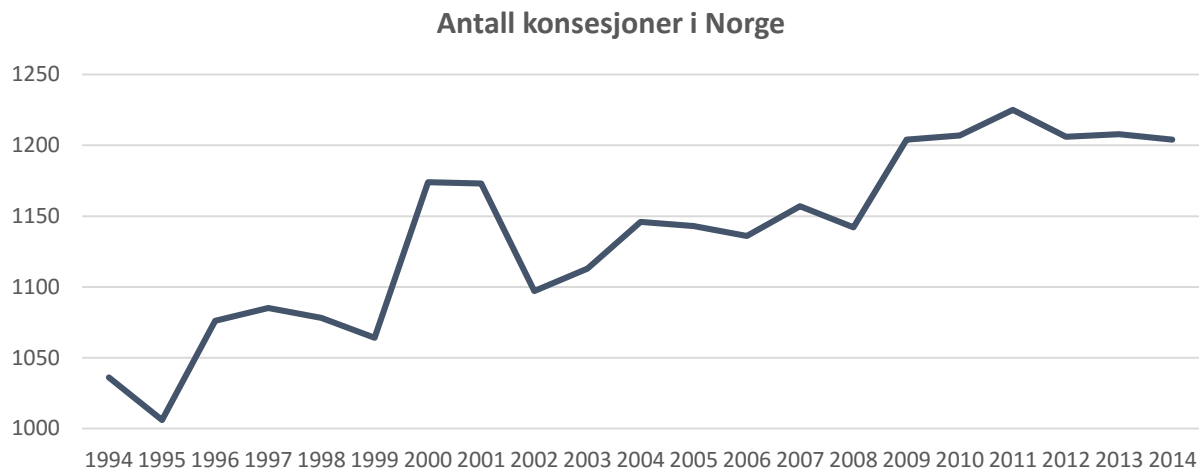
## Politiske forhold

### Konsesjoner

I Norge er det Nærings- og fiskeridepartementet som er ansvarlig for utdelingen av konsesjoner, og fiskerimyndighetene har dermed stor påvirkningskraft over bransjen. En konsesjon bestemmer hvor mange tonn biomasse man har lov å ha i merdene til enhver tid (Fiskeri- og kystdepartementet, 2004). Dette innebærer at det er myndighetene som til enhver tid bestemmer det maksimale tillatte volumet på oppdrett for hver virksomhet. Konsesjonene representerer derfor et betydelig hinder for nyetableringer i bransjen. Begrunnelsen for innføringen av konsesjonene var for å opprettholde en bærekraftig utvikling, noe man også har lyktes med.

Dagens utdeling av konsesjoner finner sted i form av konsesjonsrunder hvor hver konsesjon blir solgt til en fastpris eller gjennom annenhåndsmarkedet, hvor selskapene kan selge konsesjoner seg imellom til høystbydende. Figur 2-8 viser utviklingen i antall konsesjoner i

Norge de siste 20 årene. Vi ser her at det er vært en jevn økning i antall konsesjoner i perioden, men at økningen stagnert noe de siste årene.



Figur 2-8 Antall konsesjoner i Norge i perioden 1994-2014 (Statistisk Sentralbyrå, 2014).

Nye konsesjoner skal i tillegg fordeles etter akvakulturlovens formål, som er å sikre en bærekraftig og spredt verdiskapning langs hele den norske kysten. Dette gjorde at man i den siste konsesjonsrunden i 2013 delte ut grønne konsesjoner. Disse hadde strengere miljøkrav enn de gamle konsesjonene, som blant annet krav til ny teknologi og redusert fare for sykdom og rømning (Fiskeridirektoratet, 2014). Her ble 45 konsesjoner fordelt på gruppe A (20), B (15) og C (10), og hver av de tre gruppene stilte ulike krav.

Gruppe A ble kun tildelt i Troms og Finnmark. Dette var for å sikre spredning langs hele den norske kysten. I både gruppe A og B, som utgjorde 35 konsesjoner, ble de nye konsesjonene gitt i bytte mot innløsning av de gamle konsesjonene. I gruppe C ble det derimot gitt ut 10 nye konsesjoner, og markedet ble dermed ikke tilført mer enn totalt 10 nye konsesjoner i denne runden. En forskjell var imidlertid at det ble stilt strengere krav til konsesjonene i gruppe C ved at de måtte redusere miljøutfordringene *vesentlig*. Gruppe A og C hadde en fastpris på kr 10 mill, mens gruppe B hadde en lukket budrunde hvor konsesjonene gikk for 55-66 millioner kroner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014). Vi ser dermed at den nyeste konsesjonsrunden var helt i tråd med formålet til akvakulturloven. På samme måte som konsesjonene for oppdrettsnæringen er også villfiske inndelt i sesonger og kvoteregulert i Norge.



Anchoveta brukes i produksjon av fiskemel og -olje, og på samme måte som sesongene i Norge har også Peru kvoter på hvor mye anchoveta som kan fiskes i løpet av en sesong. Fangsten er oppdelt i to sesonger, april-juli og november-januar, og begrunnelsen for dette er å beskytte vekst i gytebestanden. Da Peru er den ledende fiskemel og -oljeprodusenten i verden vil kvotefastsettelsen få stor påvirkning på prisen av fiskemel og -olje, som igjen vil gi økte kostnader på råvarene for fiskefôrprodusentene. Størrelsen på kvotene vil avhenge av biomassen i de to ulike sesongene. Dette gjorde blant annet at myndighetene i Peru, etter anbefaling av Peru sitt havforskningsinstitutt, satte den totale kvoten i andre sesong i 2014 til null på grunn av lave biomassetall. Tilsvarende eksisterer det også kvoter for hestmakrell og makrell i Peru.

I Chile finner man tilsvarende kvoter for anchoveta i de to sesongene, april-juli og november-januar, men her ble det imidlertid innført et nytt kvotesystem fra 2013 (AUSS, 2012). Fiskelisensene ble gyldig i 25 år, mot tidligere permanente lisenser. I tillegg ble det også innført et auksjonssystem for 5 % av totalkvoten, men kun når biomassen var over et bærekraftig nivå. Frem til 2012 hadde man ingen sesonginndeling for hestmakrellen. Her ble det kun innført fiskestopp i perioder når man registrerte mange små fisk i landingene. På grunn av problemer med å opprettholde en bærekraftig utvikling av hestmakrellen fastsatte myndighetene i Chile en totalkvote for hvert selskap fra og med 2012 (AUSS, 2014A). Dette gjorde at man kunne bygge opp igjen biomassen, og slik at man igjen kunne oppnå en bærekraftig biomasse på sikt.

### Handelspolitiske konflikter

Betente politiske forhold har opptil flere ganger det siste tiåret skapt utfordringer for oppdrettsnæringen i Norge. Dette gjelder spesielt forholdet til Russland og Kina, som er to av de raskest voksende eksportmarkedene til Norge.

I 2014 satte Russland ned et importforbud på en mengde råvarer fra flere land, inkludert Norge (Utenriksdepartementet, 2014). Dette var et direkte svar fra Russland mot sanksjonene de fikk av EU på grunn av Russlands destabilisering av Ukraina. Importforbudet i Russland varte frem til oktober 2015. Det var imidlertid bare seks norske selskaper som fikk lov til å eksportere fisk til Russland etter dette tidspunktet, men da gjennom Hviterusland (Hvamstad, 2015).



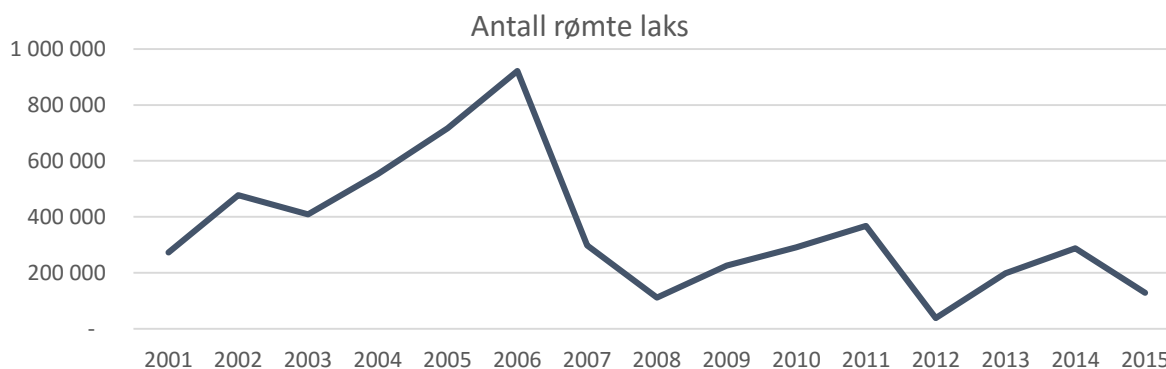
Kina har hatt flere perioder med handelsboikott mot import av norsk laks. Da Liu Xiaobo ble tildelt Nobels fredspris i 2011 reagerte Kina med importforbud, og dette gjorde at eksporten falt i 2011 (Statistisk Sentralbyrå, 2012). Det viste seg imidlertid at denne situasjonen ikke fikk noen langvarig effekt på norsk lakseeksport, da eksporten allerede i 2012 var på et høyere nivå enn i 2010. I tillegg har Kina også i 2014 og 2015 satt ned importforbud av hel laks på grunn av fare for ILA-viruset (Mattilsynet, 2015A). Dette viser at bransjen fortsatt jevnlig er utsatt for handelsboikott fra importnasjoner som Kina og Russland.

### Miljømessige forhold

Bransjen står i dag overfor en rekke utfordrende miljøforhold hvor kravene med tiden har blitt mer omfattende og komplekse.

### Rømning av oppdrettsfisk

Rømning av laks skaper først og fremst et problem ved at den blander seg med villfisken og på denne måten sprer sykdommer, i tillegg til at det også gir økonomisk tap i form av svinn. Ulike årsaker til rømning av fisk er teknisk svikt, feil bruk av utstyr, skade på nota og ekstremt uvær (Laksefakta, 2016A). Av figur 2-9 ser vi at det i rekordåret i 2006 rømte nærmere 1 million fisk fra norske oppdrettsanlegg. Etter dette satte myndighetene inn en rekke tiltak for å bedre rømningssikringen, som økt beredskap, strengere regler, kontroll og krav til sertifisering av anlegg, forsterket forskningsinnsats samt bedre rutiner og opplæring. Vi ser av figuren at de nye driftskravene har gitt store utslag ved at rømningen er kraftig redusert i årene etter. Antall rømte laks virker i tillegg å ha stabilisert seg på rundt 200 000 rømninger i året, og dette er bra med tanke på at antall oppdrettsfisk har økt i denne perioden. Det er derimot fortsatt en vei å gå før man oppnår nullvisjonen som norsk havbruk har satt seg.



Figur 2-9 Antall rømte laks (matfisk og settefisk) i perioden 2001-2015 (Fiskeridirektoratet, 2015)



### Lakselus

Lakselus er det største sykdomsproblemet i oppdrettsnæringen per i dag. Lakselus er et krepsdyr som spiser av fiskens slim og hud og på denne måten åpner for andre infeksjoner (Miljødirektoratet, 2015). Som vi så av figur 2-2 har mengden oppdrettslaks økt kraftig de siste tiårene, og dette gjør at det utvikles mer lakselus nå enn tidligere. Effekten av økt lakselusbestand er at villaksen får redusert vekst, og dermed står enkelte lakse- og sjøørretområder i fare for å bli utryddet.

Oppdretterne er ansvarlig for å holde nivået av lakselus under en gitt grense, og de må derfor jevnlig rapportere inn nivåene av lakselus til Mattilsynet. Dersom grensen overgås bruker Mattilsynet virkemidler som krav om slaktning av fisken eller redusert produksjon. I oppdrettsanleggene benyttes derfor tiltak som kjemikalier og rognkjeks<sup>3</sup>, men et problem er at lakselusen over tid har blitt resistent mot de vanligste og mest effektive medikamentelle behandlingsmidlene.

### Sykdommer

Oppdrettslaksen kan rammes av flere ulike sykdommer, og mange av dem medfører en høy dødelighetsrate. En av de mest kjente og alvorlige sykdommene i Norge i dag, er ILA-viruset. Mattilsynet har derfor utformet en bekjempelsesplan for hvordan oppdretterne skal håndtere viruset. Det er en såpass alvorlig sykdom at tapene kan bli betydelige. Et eksempel er tilfeller i Nord-Norge hvor tapene har utgjort over 90 % av bestanden (Mattilsynet, 2015B). Tidligere hadde man et høyt forbruk av antibiotika i norsk fiskeoppdrett, men med årene har man redusert bruken til et minimum (Miljøstiftelsen Bellona, 2003).

Oppdrettsnæringen i Chile var gjennom en biologisk kollaps i perioden 2008-2010, mye på grunn av ILA-viruset. Chile var da på vei til å bli en like dominerende oppdrettsnasjon som Norge, men utbruddet førte til at den årlige lakseproduksjonen falt fra over 400 000 tonn i 2008 til 130 000 tonn i 2010 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015A).

### Utslipp av næringssalter og organisk stoff

Fiskeoppdrett i åpne merder medfører utslipp av næringssalter, hovedsakelig nitrogen og fosfor, samt organisk materiale i form av fôrspill, ekskrementer fra fisken og dødfisk. Dette

---

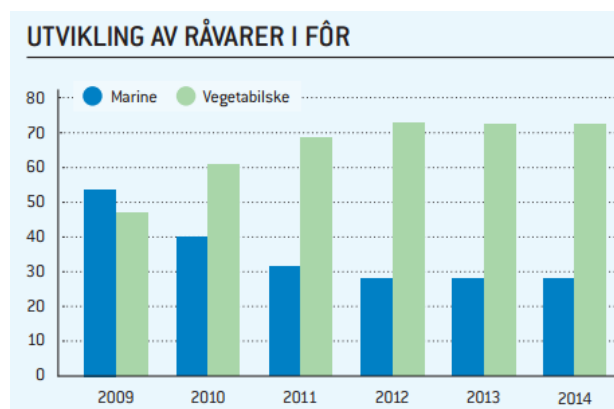
<sup>3</sup> Rognkjeks er en fiskeart som spiser lakselus og brukes derfor som rensefisk i oppdrettsanlegg (Lerøy, 2014, s. 65).

gjør at oksygeninnholdet i vannet synker slik at algeproduksjonen og biomasseproduksjonen øker, som igjen gir ytterligere lavere oksygeninnhold. Dette kan videre gi lokale forurensingsproblemer dersom mengden overstiger hva som er bærekraftig. Tiltak for å redusere utslippene er stadig forbedringer av fôret, bedre oppsamling av organisk materiale og vannutskifting. I Norge er utslipp stort sett ikke et problem da mekanismene for oppsamling av dødfisk og regulering av fôrmengdene er godt utviklet. I tillegg gjør god vannutskifting at vannet raskt fortynnes slik at utslippene slippes ut i havet. Dette gjenspeiles også ved at konsentrasjonen av organiske miljøgifter stort sett er lave gjennom året, men noe høyere rett før gyteperioden i januar-februar (Miljøstiftelsen Bellona, 2003).

I Peru har utslipp av organiske stoffer ført til store problemer for lokalbefolkningen. Store deler av områdene rundt fiskeoljefabrikkene er dekket med opptil et par meter slamlag i form av avfallsfett, og alt liv i sjøen har dødd ut. Forholdene er så ille at lokalbefolkningen har gått fra å leve av fiske til istedenfor å selge avfallsfettet som brensel. Fabrikkene slipper også ut store mengder røyk som gir helseplager for lokalbefolkningen, spesielt hos barn (Risberg & Eraker, 2011).

### Fiskefor

Etter hvert som produksjonen av oppdrettsfisk har økt, har også etterspørselen etter fiskefôr økt. Fiskefôr baserer seg i stor grad på fiskemel og -olje, men begrenset tilgang på disse råvarene har gjort at man i større grad enn tidligere baserer produksjonen på plantemel og -olje (Nasjonalt Institutt for Ernærings- og sjømatforskning, 2009). Denne endringen gjør dermed bransjen mer bærekraftig. I dagens fiskefôr er derfor fordelingen som vist i figur 2-10, hvor vi ser at mengden vegetabiliske råvarer har økt.



Figur 2-10 Utvikling i bruk av marine- og vegetabiliske råvarer i fôrproduksjon i perioden 2009-2014 (Lerøy, 2014)

Innholdet av omega 3-fettsyrer i laksen blir lavere når man går over til plantebasert fôr. Dagens oppdrettslaks kompenseres derfor selv med å produsere omega 3-fettsyrer fra planteoljen når mengden fiskeolje reduseres, og dermed inneholder norsk oppdrettslaks fortsatt tilfredsstillende mengder omega 3.

## 2.3 Bransjespesifikke forhold

En bransje defineres som en gruppe selskaper som tilbyr et produkt/tjeneste som er nære substitutter, og en bransje utgjør dermed kun et utvalg av en næring. Bransjen for havbruk og fiske omfatter et bredt spekter av aktører, og felles for alle er at de driver med mat fra havet. AUSS har en relativt stor andel av sin produksjon i oppdrettsbransjen, men fordi de også driver med pelagisk fiske må vi utvide bransjedefinisjonen til å gjelde havbruk- og fiskerinæringen. I den videre utredelsen vil vi benytte bransjen for havbruk og fiske som en utvidet bransjedefinisjon.

### 2.3.1 Verdikjeden i oppdrettsnæringen og pelagisk fiske og -produksjon

Figur 2-11 viser de to ulike verdikjedene som bransjen opererer i, opprett og pelagisk fiske og -produksjon. Verdikjedene til de to bransjene er nokså ulike da oppdrett av laks krever at man følger laksen fra første trinn, rogn, til slaktevekt, mens man ved pelagisk fiske og -produksjon starter verdikjeden når man fisker den fullvokste fisken.



Figur 2-11 Verdikjeden i oppdrettsbransjen og pelagisk fiske- og produksjon

## Oppdrettsnæringen

Oppdrettsnæringen i Norge består av relativt få, store aktører som kontrollerer store deler av verdikjeden selv. Figur 2-12 under illustrerer de seks ulike fasene i verdikjeden.



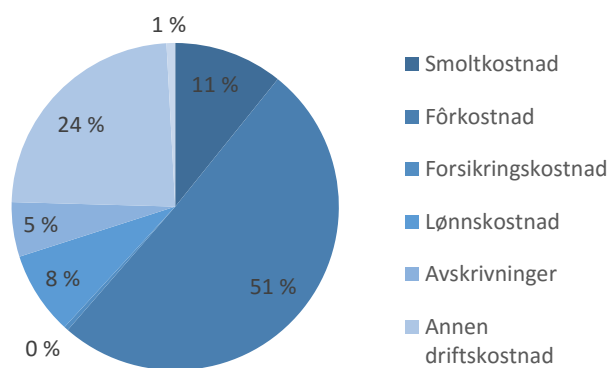
Figur 2-12 De ulike delene i verdikjeden i oppdrettsnæringen

### Fôrproduksjon

Dagens produksjon av fiskefôr har som nevnt i stor grad gått over til å bruke vegetabiliske råvarer istedenfor marine råvarer som fiskeolje og -mel, og Peru er verdens største eksportør av disse marine råvarene. I Norge er det hovedsakelig tre store aktører innenfor produksjon av fiskefôr: Skretting, Biomar og EWOS.

Gjennomsnittlig fôrfaktor<sup>4</sup> i Norge i 2014 var 1,22, og denne faktoren har holdt seg relativt stabil de siste tiårene (Fiskeridirektoratet, 2015). Den lave fôrfaktoren gjør at laks er det husdyret som utnytter fôret best. Som vi ser av kostnadsfordelingen i figur 2-13 under utgjør fôrkostnadene den absolutt største kostnadsposten for oppdretterne, og dermed er det viktig for oppdretterne at fôrfaktoren er så lav som mulig. De aller beste i bransjen oppnår en fôrfaktor under én, og disse oppnår dermed et konkurransemessig fortrinn på grunn av lavere produksjonskostnader.

### Kostnadsfordeling per kilo produsert fisk i 2014

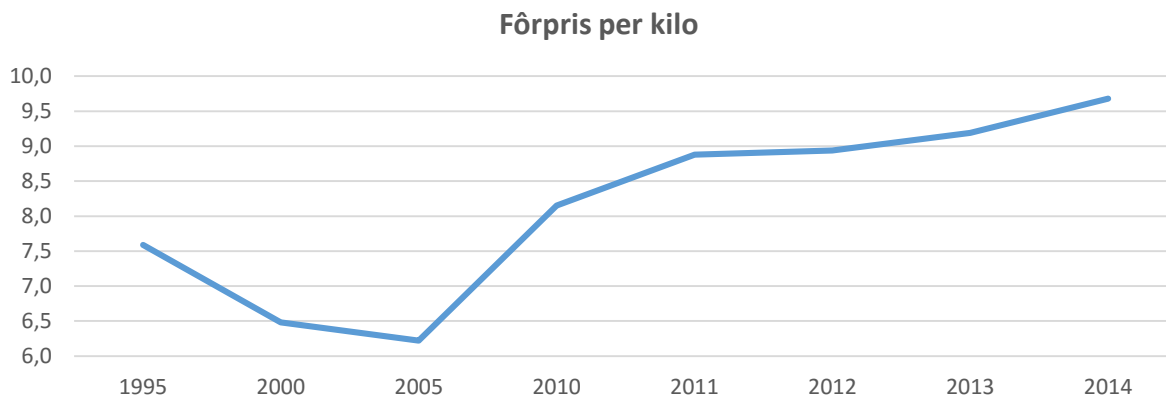


Figur 2-13 Kostnadsfordeling per kilo produsert fisk i 2014 (Fiskeridirektoratet, 2015)

<sup>4</sup> Fôrfaktor er hvor mange kilo fôr som trengs for å produsere én kilo laks



I tillegg ser vi også av figur 2-14 at fôrkostnadene har økt de siste ti årene, og kostnadene er nå 55 % høyere enn i 2005. Dette gjør at det er viktig for oppdretterne å holde fôrfaktoren så lav som mulig for å oppnå en høyest mulig lønnsomhet.



Figur 2-14 Fôrpris per kilo i perioden 1995-2014 (Fiskeridirektoratet, 2015)

### Smoltproduksjon

Produksjonen av oppdrettslaks tar til sammen 2-3 år, og starter ved at rogn settes ut i ferskvann på land. Etter 2 måneder klekkes rognen og blir til yngel, hvor de etter en tid begynner å ta til seg fôr. Etter 10-16 måneder flyttes yngelen over til saltvann. Prosessen som beskrevet over kalles smoltifisering og utføres for at laksen skal kunne leve i saltvannet. Etter denne prosessen kalles laksen for smolt (Laksefakta, 2015).

### Lakseoppdrett

Videre fôres laksen opp i merder i 14-22 måneder for å oppnå en akseptabel slaktevekt på 4-6 kilo. Under denne perioden fores laksen jevnlig for å sikre hurtigst mulig vekst (Laksefakta, 2015).

### Slakting

Når laksen har oppnådd riktig vekt fraktes laksen til slakteriet ved hjelp av brønnbåt, og den videre slakteprosessen reguleres av akvakulturdriftsforskriften. På slakteriet blir fisken først bedøvet før avlivning. Dette for å opprettholde kvaliteten på fisken ved å unngå stress, men også av hensyn til fiskevelferd. Videre blir fisken sløyd, vasket, sortert etter størrelse og lagt på is, før den enten blir videreforedlet eller solgt videre som hel, fersk fisk (Laksefakta, 2016B).

### Videreforedling

Hvis den ikke selges som hel, fersk fisk, blir den slaktede laksen til flere ulike produkter som filet, røkt laks og gravet laks. En del av denne videreforedlingen finner sted i Norge, men det aller meste selges til foredlingsvirksomheter som selv tilpasser fisken til sitt marked. Hovedgrunnen til dette er at tollsatsene for foredlet fisk er betydelig høyere enn for uforedlet fisk. Norge eksporterer som nevnt store deler av laksen til EU, og her er tollsatsen på 2-3 % for uforedlet fisk, mens den er opptil 15 % for foredlet fisk. I tillegg vil også produksjons- og lønnskostnadene være høyere i et høykostland som Norge. Dette gjør at det i mange tilfeller er mer lønnsomt for oppdrettsvirksomhetene å videreforedle fisken sin hos en tredjepart i utlandet (Winther & m.fl., 2011). En negativ konsekvens som følge av dette er imidlertid at fisken får noe dårligere kvalitet ved at videreforedling ikke utføres like etter slakting, som i utgangspunktet er det optimale.

### Salg og distribusjon

De aller største aktørene i oppdrettsbransjen er bygd opp med egne salgskontorer i en rekke markeder. I disse tilfellene blir hel, frossen fisk fraktet til de ulike markedene før videreforedling finner sted i utlandet. Dersom fisken selges i Norge benytter oppdretterne i varierende grad eksterne grossister, som Norgesgruppen, Findus, Rema1000 og Coop, til salg og distribusjon.

### **Pelagisk fiske og –produksjon**

Figur 2-15 illustrerer de fem fasene i verdikilden til pelagisk fiske og –produksjon.



Figur 2-15 Verdikjeden i pelagisk fiske og -produksjon

### Pelagisk fiske

«Pelagisk fisk» omhandler fisk som går i stim og som ikke holder til på bunn. Verdikjeden starter ved at ringnot/trål fartøyene fanger stimfisken, slik at all fisken samles opp i noter/tråler (Mortensen & m.fl., 2013). Dette gjør at man ikke skader bunnfaunaen, som er tilfellet ved bunntåling. Når fartøyene har fanget fisken legger man normalt fisken i store



tanker med vann, før fisken transporteres videre til mottakene hvor bearbeidelsen fortsetter.

### Bearbeidelse

Når fisken ankommer mottakene pumpes fisken i spesielle beholdere hvor de lagres før den videre bearbeidelsen fortsetter. Deretter sløyer, kutter og filtrerer man fisken enten manuelt eller ved hjelp av helautomatiske systemer. Dermed skiller man filet, som går til konsumvarer, fra avskjær. Avskjæret, som hode, rygg, hale og innvoller, går hovedsakelig til produksjon av fiskemel og -olje. Dette gjør at hele fisken blir brukt (Norsk forskningsråd, 2000). Tidligere benyttet man i stor grad pelagisk fisk til produksjon av fiskemel og -olje, mens man i dag har gått over til en jevnere fordeling mellom direkte konsum og produksjon av fiskemel og -olje.

### Produksjon av fiskemel og -olje

Fiskemel og -olje blir enten produsert som et biprodukt av fiskeforedling eller av industrifisk<sup>5</sup>. Her er overskuddsfisken hovedsakelig fra fiskearter som ikke kan brukes som konsumvarer. Fiskemelet fremstilles av de tørre komponentene i fisken, men fiskeoljen fremstilles av den oljeholdige komponenten i fisken. Avskjær består også av store deler vann, men dette fordampes i løpet av prosessen (United Nations Environment Programme, 2000). Fiskeolje er også et populært kosttilskudd som vi får kjøpt som helsekostprodukter. Den største forskjellen mellom fiskeoljen som går til direkte konsum og den som går til fôrproduksjon er imidlertid kvaliteten. Den beste kvaliteten på fiskeoljen går til menneskeføde, mens den litt dårligere kvaliteten blir benyttet til fôrproduksjon (Hartvedt & Skreien, 2009).

### Videreforedling

Den delen av fisken som brukes til konsumvarer blir videre prosessert til fersk, frossen eller hermetisert fisk. Hvilken videreforedlingsmetode som velges avhenger av hvilken fisk det er snakk om, da de ulike fiskene egner seg for ulike produkter (Pelagia, u.d.). Også innenfor pelagisk fiske møte Norge på tollhindringer ved eksport. Tollsatsen ligger hovedsakelig på rundt 15-25 % til EU, men Norge har imidlertid greid å forhandle frem tollfrie kvoter for hel, fryst makrell og sild. Tollfrie kvoter for bearbeidet sild har også økt i senere år, men ikke i

---

<sup>5</sup> Industrifisk er fisk som *ikke* brukes direkte til menneskemat fordi den ofte er for liten eller full av bein





nærheten like store som for hel, fryst (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013). Tollbelastningene gir insentiv til viderefordeling utenfor Norges grenser, på lik linje som for laks.

### Salg og distribusjon

Når konsumvarene er videreforedlet til ferdige produkter blir produktene gjerne solgt videre til engroshandel, som tar seg av salget videre til storforbrukere (Pelagia, u.d.). I denne fasen blir også fiskemelet og -oljen solgt videre til fiskefôrprodusentene. For å kunne selge fiskemel og -olje videre til fôrprodusentene er det strenge krav til dokumentasjon på at fisken som er brukt er fisket på en forsvarlig måte uten å skade det marine miljøet.

I Norge blir de mest kjente pelagiske fiskeslagene, sild, makrell, lodde og kolmule, solgt gjennom Norges Sildesalgslag (NSS). NSS er en økonomisk interesseorganisasjon for pelagisk fisk, og eies og drives av norske fiskere. Hvert år fastsetter organisasjonen minstepriser og betingelser for salg av pelagisk fisk. I tillegg til den norske fangsten velger også noen utenlandske fartøy å levere fangsten sin til Norge gjennom NSS, og det totale salgsvolumet gjør NSS til Europas største markedsplass for førstehåndsomsetning av pelagisk fisk (Hartvedt & Skreien, 2009). I 2015 ble det solgt om lag 1,5 millioner tonn pelagisk fisk i Norge til en verdi på nesten 7 milliarder kroner, en økning på henholdsvis 1,9 % og 6,9 % fra 2014 (Norges Sildesalgslag, 2015).

### 2.3.2 Integrasjon

Oppdrettsnæringen har i de senere årene gått i retning av mer vertikal integrasjon<sup>6</sup> ved at de store oppdrettsselskapene sikrer tilgang på alt fra fôrproduksjon til distribusjon og salg. Et sentralt eksempel i bransjen i senere tid er Marine Harvest, som startet opp egen fôrproduksjon i 2014. På denne måten kontrollerer de nå hele verdikjeden (Marine Harvest, 2014).

Oppdrettsbransjen går også i retning av mer horisontal integrasjon<sup>7</sup> ved at bransjen nå består av et mindretall internasjonale aktører, hvorav Marine Harvest er den største. Noe av bakgrunnen for oppkjøpene har sammenheng med konsesjonssystemet vi har i Norge hvor hver aktør har et visst antall konsesjoner. Dermed er det enklere for de store aktørene å

---

<sup>6</sup> Vertikal integrasjon er definert som at en bedrift får kontroll over større deler av verdikjeden

<sup>7</sup> Horisontal integrasjon er definert som at en bedrift får kontroll over større deler av sitt nivå i verdikjeden

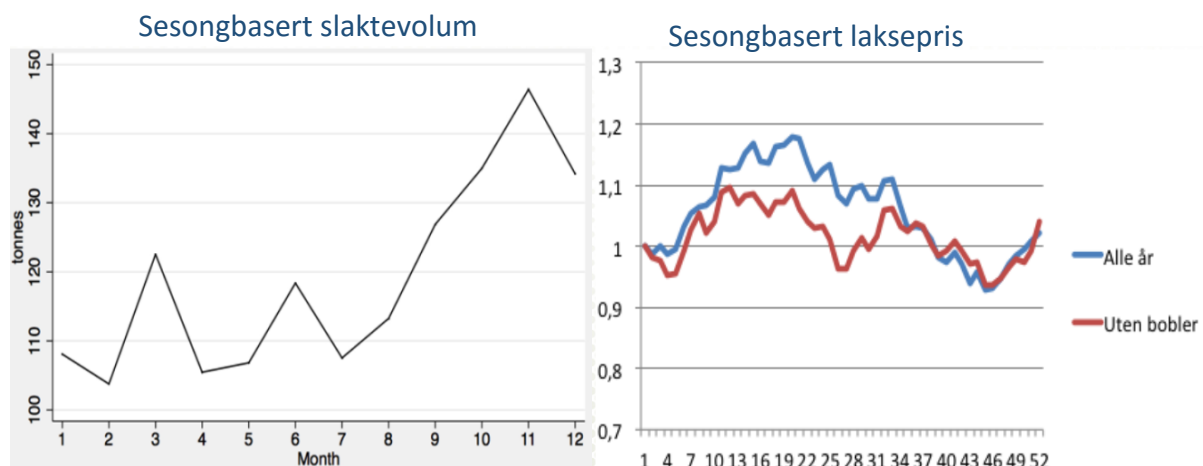
kjøre opp mindre aktører med konsesjoner for på denne måten å vokse. Dette medfører også at stordriftsfordelene øker hos de største aktørene, slik at produksjonskostnadene synker.

### 2.3.3 Prisdannelse og utvikling

I AUSS sitt tilfelle er det flere priser som er viktig for lønnsomheten til selskapet, og den klart viktigste er lakseprisen. Lakseprisen er en viktig variabel i lønnsomheten til de aller fleste havbrukselskap da det er laks som dominerer produksjonen. Videre vil også prisen på fiskemel og -olje være sentral for AUSS. Prisen for andre pelagisk arter er også viktig, men vil ikke være like utslagsgivende som lakseprisen og prisen på fiskemel og -olje. Videre vil AUSS sine tre mest sentrale råvarepriser bli presentert. Ved å drøfte driverne for prisdannelse og -utvikling, vil en lettere kunne forstå lønnsomheten i selskapet.

#### Lakseprisen

Lakseprisen regnes som prisen per kilo for fersk laks. I denne utredningen vil det bli benyttet NOK/kilo, noe som samstemmer med norske kilder for prisutviklingen. Prisutviklingen styres i stor grad av markedsmekanismene *tilbud* og *etterspørsel* (Guttormsen, Europharma, 2013). Et *tilbudsoverskudd* virker i retning av fallende priser, mens et *tilbudsunderskudd* virker i motsatt retning. I laksemarkedet er både tilbud og etterspørsel sesongbasert, noe som følgelig vil påvirke prisen. Det globale slaktevolumet øker generelt i høstmånedene, og da er det også naturlig at prisene generelt vil være lavere i denne tidsperioden sammenlignet med våren. Dette er illustrert i figur 2-16.

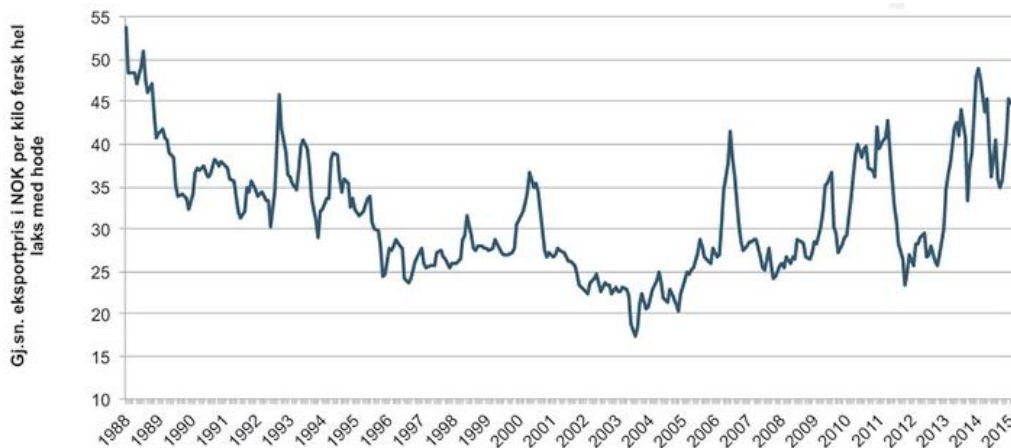


Figur 2-16 Sesongbasert slaktevolum og laksepris (Guttormsen, Europharma, 2013)

Laks anses som et homogent produkt, altså en standardvare, til tross for at produsentene i stor grad prøver å differensiere produktene sine (Sogn-Grundvåg, 2008). Prisene er for det meste gitt, noe som gir produsentene liten mulighet til å påvirke prisen nevneverdig. Produsentene er derfor å regne som *prisfaste kvantumstilpassere*.

Videre er etterspørselen etter laks viktig for prisdannelsen. Markedsmekanismene tilsier at etterspørselen vil øke etter hvert som prisene faller. Likevel har vi de siste årene sett at etterspørselen etter oppdrettslaks generelt sett har økt (Guttormsen, Europharma, 2013). Det er klare regionsforskjeller i etterspørselsveksten, men globalt sett har etterspørselen økt, noe som bidrar positivt til prisen. Veksten skyldes til dels nye geografiske markeder, men også produktutvikling og popularitet av laks som proteinkilde.

Lakseprisen over de siste tiårene er illustrert i figur 2-17. Store variasjoner i prisen tyder på *sykliske* tilstander der produksjon og investering i bransjen kan tenkes å påvirke prisen. I tider med høy pris, vil det være naturlig å øke produksjonen. Det tar 2-3 år å produsere laks fra smolt til slaktevekt. En periode med høy pris kan resultere i overproduksjon, og dermed lavere pris 2-3 år etter. Fallende pris kan på den annen side gi underproduksjon 2-3 år senere, som vil gi en periode med høyere pris.

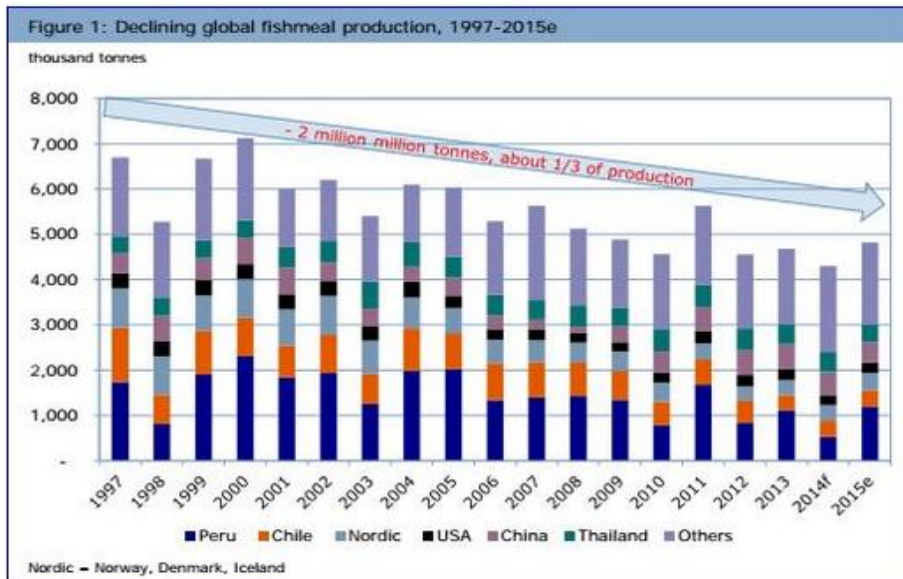


Figur 2-17 Utvikling i laksepriser i perioden 1988-2015 (Guttormsen, Regjeringen, 2015)

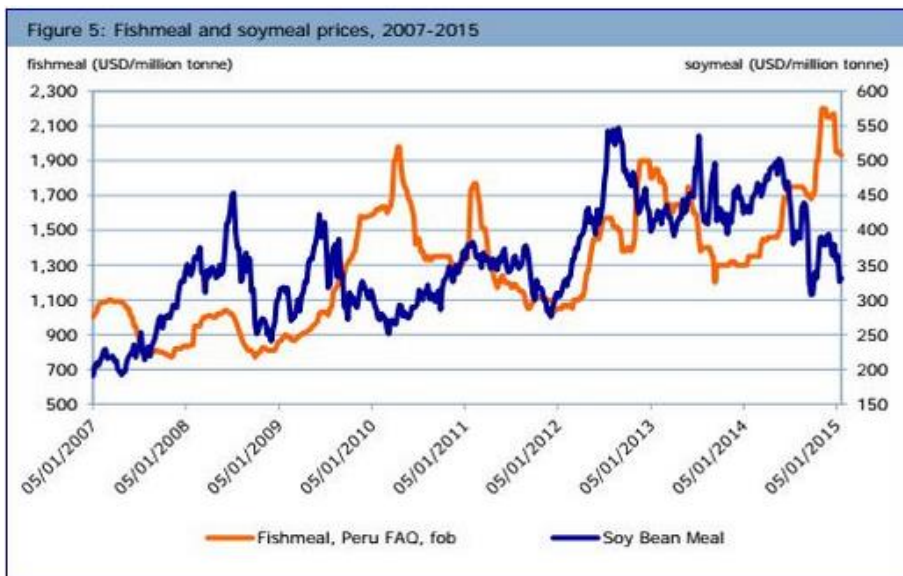
### Pris fiskemel og -olje

Prisene på fiskemel og -olje er i likhet med lakseprisen et resultat av markedsmekanismene *tilbud og etterspørsel*. Tilbudssiden er sentral da produksjonen av fiskemel i stor grad er avhengig av tilgangen på råvarer. Anchoveta står for mellom 30 og 40 % av fiskemel- og fiskeoljeproduksjonen (FHL, 2012). Dette gjør at prisene på fiskemel og -olje har

sammenheng med fangsten av anchoveta. Faktorer som kvotereguleringer og klimatiske forhold vil derfor kunne slå ut på prisene på fiskemel og -olje (AUSS, 2016A). Tilbudssiden har vært svært presset de siste årene grunnet flere dårlige fiskesesonger, og man ser en trend med fallende produksjon av fiskemel. Dette er illustrert i figur 2-18 som viser produksjon av fiskemel fordelt på regioner. Den reduserte produksjonen har presset opp prisene på fiskemel og -olje, som vist i figur 2-19 og 2-20.



Figur 2-18 Utvikling i verdens produksjonsvolum av fiskemel i perioden 1997-2015 (Villegas, 2015).



Figur 2-19 Prisutvikling fiskemel og soyamel i perioden 2007-2015 (Villegas, 2015)



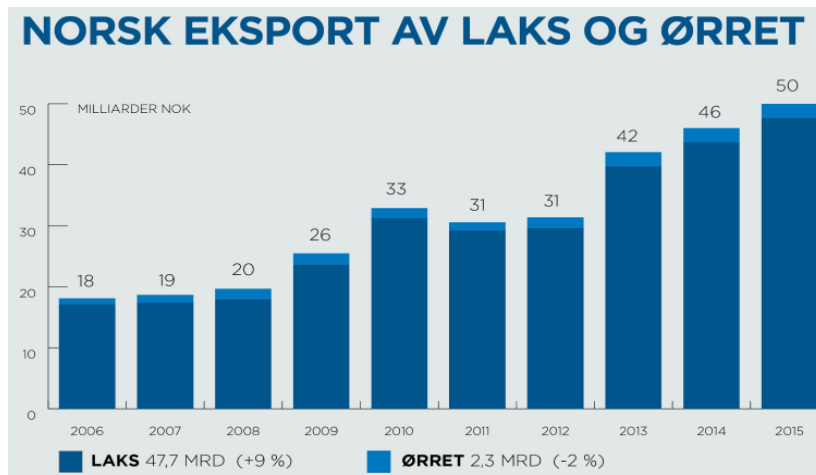
Figur 2-20 Prisutvikling fiskeolje og soyaolje i perioden 2007-2015 (Villegas, 2015)

Etterspørselen etter fiskemel og -olje kommer i hovedsak fra havbruksnæringen, da fôrproduksjonen i stor grad baserer seg på fiskemel og -olje. Havbruksnæringen har lenge vært i vekst, men utnyttelsen av marine råstoff er også blitt betydelig mer effektiv. I 1990 brukte man ca. fire kilo marine råstoff for å produsere én kilo laks (FHL, 2012). I dag brukes det kun 1,22 kilo fôr per kilo laks. Andelen fiskemel og -olje i fiskefôr har vært fallende de siste årene, mye på grunn av bedre alternativer som vegetabiliske protein og -oljekilder samt restråstoff fra villfisk. Grunnet de store prisforskjellene mellom marine råstoff og vegetabiliske alternativer ser ikke utviklingen ut til å endre seg.

### 2.3.4 Eksport og markedsforhold

På verdensbasis ble det i 2014 produsert 2,226 millioner tonn atlantisk laks, og norske oppdrettere sto for om lag 54 % (Berge, 2015). Dette gjør Norge til verdens største produsent av laks.

I 2015 eksporterte Norge laks og ørret for 50 milliarder kroner og pelagisk fiske for 6,9 milliarder kroner, en økning på henholdsvis 8 % og -7 % fra året før (Norsk Sjømatråd, 2015). Dette gjør lakseeksporten i 2015 til den høyeste noen gang, og av figur 2-21 ser vi at eksporten av laks og ørret har mer enn doblet seg siden 2006.



Figur 2-21 Norsk eksport av laks og ørret i perioden 2006-2015 (Norsk Sjømatråd, 2015)

Som vi ser av tabell 2-3, er åtte av de ti største eksportmarkedene i omsetning i EU, og Polen er sammen med Frankrike de to største eksportlandene. Norge eksporterte så mye som 77 % av lakseeksporten til EU i 2015, noe som var en økning fra 72 % i 2014 (iLaks, 2016). Dette gjør EU til det absolutt største eksportmarkedet for norsk laks. Mye av økningen i 2015 skyldes handelsboikotten fra Russland som fant sted i siste halvår 2014.

#### 10 STØRSTE LAKSE-MARKEDER

Land	MRD NOK	Endring (%)
POLEN	5,9	+7 %
FRANKRIKE	5,6	+10 %
STORBRIANNIA	3,4	+32 %
DANMARK	3,3	+14 %
SPANIA	2,8	+28 %
USA	2,5	+33 %
SVERIGE	2,5	+14 %
NEDERLAND	2,3	+18 %
TYSKLAND	2,0	+7 %
JAPAN	2,0	+18 %

Tabell 2-3 Norges 10 største laksemarkeder i 2015 (Norsk Sjømatråd, 2015)

En annen ting som særpreger norsk lakseoppdrett er at Norge ikke er like avhengig av enkeltmarkeder som Chile, den andre store oppdrettsnasjonen i verden (Lindrupsen, 2014). I 2013 eksporterte Chile hele 63 % av laksen sin til de to største eksportlandene, USA og Brasil. Norge har derimot en mye mer spredt eksport slik at de to største eksportlandene, Frankrike og Polen, kun utgjorde 27 % av den totale eksporten. Dette gjør at Norge er mindre sårbare for endringer i enkeltmarkeder. Et godt eksempel på dette er eksporthindringene Norge har møtt på i Russland i senere år.

Perioden med importstopp i Russland i 2014 førte til at eksportvolumet til Russland sank med hele 55 % i 2014. Dette førte imidlertid til at eksportvolumet til Hviterussland økte med

71,4 % fordi de fungerte som et mellomledd for Russland i denne perioden. Dette veide dermed i stor grad opp for eksporttapet til Russland (iLaks, 2015). Som vi så av figur 2-21 har ikke Norge tatt nevneverdig skade av eksportproblemen til Russland. Den totale eksporten økte i 2014, noe som kan skyldes den store spredningen i eksportland.

Som nevnt er USA og Brasil de to største eksportlandene til Chile, og siden Norge i stor grad eksporterer laks til EU konkurrer de hovedsakelig om to ulike kundemarkeder. En av hovedgrunnene til dette er at laks er ferskvare. Dette kan derimot åpne opp for et større markedspotensial i begge land i tiden fremover.

For pelagisk fiskeeksport er markedet, i mye større grad enn for laks, spredt utover hele verden som vi ser i tabell 2-4. De viktigste eksportlandene for Norge er Nederland, Japan og Kina, hvorav Nederland hadde kraftig vekst i 2015, mens både Japan og Kina hadde negativ vekst. En av hovedgrunnene til at dette markedet er mye mer spredt enn laksemarkedet er at pelagisk fisk ikke bare selges fersk, men i stor grad også som frossen og hermetisk.

10 STØRSTE PELAGISK-MARKEDER	MILL. NOK	
	2014	2015
NEDERLAND	789	+32 %
JAPAN	789	-12 %
KINA	609	-30 %
DANMARK	539	+20 %
NIGERIA	384	-12 %
TYSKLAND	383	-3 %
SØR-KOREA	366	-15 %
POLEN	359	-1 %
LITAUEN	350	-27 %
TYRKIA	309	+55 %

Tabell 2-4 Norges 10 største pelagiskmarkeder i 2015 (Norsk Sjømatråd, 2015)

På verdensbasis er Peru den absolutt største fiskemel- og fiskeoljeproduzenten, mens Chile er verdens nest største produsent. Peru eksporterte store deler av produksjonen sin i 2014, og globalt var Kina den klart største importøren av fiskemel med en andel på 60 % i 2014. Andelen deres falt imidlertid fra 73 % i 2013, noe som indikerer en relativt stor tilbakegang (Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2015A). Danmark var derimot den største importøren av fiskeolje fra både Peru og Chile i 2014 (Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2015B).

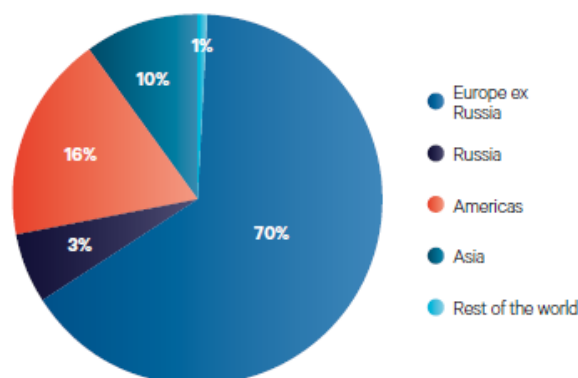
## 2.4 Konkurrenter

For å lage et bransjegjennomsnitt som representerer alle forretningsområdene til AUSS har vi valgt å inkludere både oppdrettsselskaper og pelagiske fiskeri- og produksjonsselskaper. For at gjennomsnittet skal reflektere omsetningsfordelingen i AUSS har vi valgt å inkludere Marine Harvest og Salmar i oppdrettsdelen, og Copeinca, Exalmar og Omega i den pelagiske delen. Dette gir en omsetningsfordeling i bransjegjennomsnittet på henholdsvis om lag 80 % innen oppdrett og 20 % innen pelagisk. Marine Harvest og Salmar er AUSS sine største konkurrenter innen oppdrett, og er derfor gode sammenligningsselskaper. Valget av pelagiske konkurrenter er basert på hvor lik de er AUSS sine datterselskaper med tanke på vertikal integrasjon og produktutvalg, samt muligheten for å innhente offentlig informasjon.

### 2.4.1 Marine Harvest ASA (Marine Harvest)

Forløperne til selskapet startet i 1965 da selskapet Mowi begynte som en gründerbedrift innen oppdrett. Flere oppkjøp og fusjoner, med blant annet Hydro, Stolt-Seafarm, Nutreco og Panfish, dannet det som i dag heter Marine Harvest. Selskapet er i dag verdens største oppdrettsselskap innen laks med nesten 10 000 ansatte i 23 land (Marine Harvest, 2014). Hovedmarkedet til selskapet er Europa, men også USA og Asia er viktige markeder. I 2014 sank imidlertid eksporten deres, og dette hadde stor sammenheng med sanksjonene som ble innført i Russland.

SALMON SALES BY GEOGRAPHY 2014



Figur 2-22 Geografiske markeder til Marine Harvest i 2014 (Marine Harvest, 2014).



### Forretningsområde

Kjerneaktiviteten i konsernet har i lang tid vært lakseoppdrett, men i senere tid har selskapet i større grad også fokusert på andre deler av verdikjeden. I 2014 startet selskapet med produksjon av fiskefôr med et mål om å produsere 80 % av konsernets fôrforbruk i Norge. Fôrproduksjonen gjør det lettere for Marine Harvest å kontrollere kvaliteten på fôret og dermed kvaliteten på laksen. Videre kjøpte Marine Harvest i 2013 opp videreforedlingselskapet Morpol ASA, noe som ga konsernet større kontroll over verdikjeden og dermed bedre markedsposisjonen (Marine Harvest, 2014).

### Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-5 illustrerer den finansielle situasjonen til Marine Harvest fra 2012 til 2014. Økningen i omsetning skyldes i stor grad økningen i lakseprisen, men grunnet økte kostnader og biologiske utfordringer i 2014 ble resultatet redusert i forhold til 2013.

Tall i NOK 1000	2012	2013	2014	2015Q
Driftsinntekter	15 463 500	19 199 400	25 531 300	27 800 700
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	618500	2867200	4 144 200	3 002 500
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	968 700	4 661 800	3 633 400	3 092 800
Resultat før skattekostnad	789 200	3 456 400	1 486 700	2 240 200
<b>Årsresultat</b>	<b>412 600</b>	<b>2 430 600</b>	<b>734 800</b>	<b>1 419 700</b>
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	4,00 %	14,93 %	16,23 %	10,80 %
Resultatmargin (før skatt)	5,10 %	18,00 %	5,82 %	8,06 %
Egenkapitalandel	50,10 %	48,50 %	39,81 %	45,17 %

Tabell 2-5 Oversikt over den finansielle situasjonen til Marine Harvest i perioden 2012-2015

### 2.4.2 SalMar ASA (SalMar)

SalMar har siden oppstarten i 1991 gått fra å ha én konsesjon til å være Norges tredje største oppdrettsselskap på atlantisk laks med 100 konsesjoner i Norge, samt betydelige eierinteresser i Storbritannia (SalMar, u.d.). Selskapets norske aktivitet er lokalisert i Midt- og Nord-Norge, og har om lag 1 000 ansatte. SalMar har et mål om å være kostnadsledende og har i stor grad lyktes med det.

### Forretningsområde

SalMar fokuserer på produksjon av oppdrettslaks. I dag er selskapet, med unntak av fôrproduksjon, et fullt ut vertikalt integrert oppdrettskonsern som strekker seg fra stamfisk/rogn til salg av ferdigvare. Dette bidrar til synergieffekter i produksjonen og kan bidra til nå målet om kostnadsledelse. SalMars eierinteresser i Norskott Havbruk AS, som

igjen eier Scottish Seafarms, utgjør selskapets operasjonelle aktivitet i Storbritannia. Norskott Havbruk er delt mellom SalMar og Lerøy med 50 % eierskap hver.

### Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-6 viser den finansielle situasjonen til SalMar fra 2012 til 2014. Økningen i omsetning og resultat kommer i hovedsak fra både større slaktevolum og høyere priser (SalMar, 2014). Kostnadene har også økt i perioden, mye grunnet høyere råvarepriser samt biologiske utfordringer. SalMar har likevel en imponerende drifts- og resultatmargin.

Tall i NOK 1000	2012	2013	2014	2015Q
Driftsinntekter	4 180 414	6 245 860	7 185 887	7 326 200
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	340 666	1 259 493	1 879 048	1 403 900
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 800
Resultat før skattekostnad	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 700
<b>Årsresultat</b>	<b>481 442</b>	<b>1 903 376</b>	<b>1 215 477</b>	<b>1 128 800</b>
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	8,15 %	20,17 %	26,15 %	19,16 %
Resutatmargin (før skatt)	14,56 %	37,18 %	22,67 %	18,89 %
Egenkapitalandel	38,91 %	50,96 %	50,74 %	47,76 %

Tabell 2-6 Oversikt over den finansielle situasjonen til SalMar i perioden 2012-2015

### 2.4.3 Copeinca AS (Copeinca)

Copeinca er et norskregistrert aksjeselskap som opererer innen pelagisk fiske og produksjon av fiskemel og -olje. Selskapets operasjonelle aktiviteter er lokalisert i Peru. I 2014 ble Copeinca tatt av børs da selskapet ble kjøpt opp av China Fishery Group (CFG).

### Forretningsområde

Copeinca sin hovedaktivitet omhandler fangst av anchoveta og produksjon av fiskemel og -olje. Produktene går både til direkte og indirekte konsum av mennesker. Selskapet har totalt om lag 10,7 % av anchovetakvoten i Peru (Copeinca, 2014). Fangsten gjøres av de 28 operative fartøyene, og produksjonen skjer gjennom fem forskjellige produksjonsanlegg spredt langs kysten til Peru (Copeinca, u.d.).

### Finansielle nøkkeltall

Copeinca bruker dollar som presentasjonsvaluta. Tabell 2-7 viser tall i 1 000 NOK der dollarkursen 31.12 hvert år er benyttet for omregning. Selskapet innehar ikke biologiske eiendeler slik oppdrettsselskaper har, men samme rammeverk benyttes for å gi sammenligningsgrunnlag. De overnevnte forholdene om presentasjonsvaluta og biologiske eiendeler gjelder for alle de tre komparative virksomhetene innenfor pelagisk fiske

(Copeinca, Exalmar og Omega). Omsetningsnedgangen i 2013 skyldes i stor grad fangstrestriksjoner i Peru grunnet gjenoppbygging av biomassen i havområdene. Da tallene for 2015 ikke blir offentliggjort før utredningen skal ferdigstilles, vil ikke Copeinca inngå i bransjesnittet i 2015.

Tall i NOK 1000 (dollarkurs per 31.12)	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	1 749 069	1 167 419	1 504 375	-
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	418 048	-2 338	275 598	-
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	418 048	-2 338	275 598	-
Resultat før skattekostnad	397 190	-216 004	104 164	-
<b>Årsresultat</b>	<b>276 077</b>	<b>-197 229</b>	<b>98 024</b>	-
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	23,90 %	-0,20 %	18,32 %	-
Resultatmargin (før skatt)	22,71 %	-18,50 %	6,92 %	-
Egenkapitalandel	54,38 %	45,92 %	53,17 %	-
Dollarkurs	5,5664	6,0837	7,4332	-

Tabell 2-7 Oversikt over den finansielle situasjonen til Copeinca i perioden 2012-2014

#### 2.4.4 Exalmar S.A.A (Exalmar)

Exalmar er et peruansk pelagisk fiske- og produksjonsselskap som produserer produkter både direkte og indirekte til menneskelig konsum (Exalmar, 2014).

##### Forretningsområde

Exalmar produserer både fiskemel og -olje, samt frossen fisk til direkte konsum. Selskapet opererer 51 flåter, der om lag 22 flåter ble benyttet i 2014. Selskapet har seks produksjonsanlegg langs den peruanske kysten. Exalmar innehar 6,45 % av anchovetakvoten i senter/nord Peru og 4,34 % i sør (Exalmar, 2014).

##### Finansielle nøkkeltall

Omsetningsnedgangen i 2013 skyldes i stor grad fangstrestriksjoner i Peru grunnet gjenoppbygging av biomassen i havområdene.

Tall i NOK 1000 (dollarkurs per 31.12)	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	1 207 848	1 027 476	1 642 321	1 376 292
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	193 466	109 604	278 470	40 407
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	193 466	109 604	278 470	40 407
Resultat før skattekostnad	152 197	-47 489	134 697	-137 077
<b>Årsresultat</b>	<b>118 002</b>	<b>-8 943</b>	<b>106 258</b>	<b>-45 349</b>
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	16,02 %	10,67 %	16,96 %	2,94 %
Resultatmargin (før skatt)	12,60 %	-4,62 %	8,20 %	-9,96 %
Egenkapitalandel	49,83 %	42,16 %	44,37 %	45,94 %
Dollarkurs	5,5664	6,0837	7,4332	8,8090

Tabell 2-8 Oversikt over den finansielle situasjonen til Exalmar i perioden 2012-2015

## 2.4.5 Omega Protein Corporation (Omega)

Omega er et amerikansk selskap som opererer innenfor pelagisk fiske og produksjon av fiskemel og -olje.

### Forretningsområde

Omega sin virksomhet finner hovedsakelig sted i USA, og konsentrerer seg for det meste til områdene rundt Mexicogolfen og noe nordover. I forhold til de andre konkurrentene deres, driver de i større grad med fiskeolje til helsekostindustrien, og ikke kun som råvare til fôrproduksjonen. Produksjon av fiskemel står for halvparten av omsetningen deres, mens fiskeolje står for rundt 25 % av omsetningen. Dermed anses produksjon av fiskemel og -olje som deres viktigste omsetningskilde. De fanger hovedsakelig sildesorten menhaden, en fiskesort det finnes mye av i områdene de opererer i. Selskapet opererer 37 flåter, der om lag 28 flåter ble benyttet i 2014, i tillegg til fly som benyttes ved fangst av pelagisk fiske. De har åtte produksjonsanlegg som er lokalisert i USA, Canada og Europa (Omega Protein Corporation, 2014).

### Finansielle nøkkeltall

Da Omega i all hovedsak opererer i USA hadde de ikke omsetningsnedgang i 2013, i motsetning til mange av konkurrentene som opererer i Peru og Chile. Flere faktorer påvirker de finansielle tallene for 2013, men dette er noe av grunnen til at Omega hadde et svært godt år i 2013. Den store inntektsøkningen de senere årene skyldes i stor grad dollarkursen.

Tall i NOK 1000 (dollarkurs per 31.12)	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	1 311 661	1 486 205	2 294 146	3 165 171
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	70 281	292 097	234 413	368 119
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	70 281	292 097	234 413	368 119
Resultat før skattekostnad	60 997	279 114	224 535	339 983
<b>Årsresultat</b>	<b>22 616</b>	<b>185 644</b>	<b>137 224</b>	<b>211 196</b>
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	5,36 %	19,65 %	10,22 %	11,63 %
Resultatmargin (før skatt)	4,65 %	18,78 %	9,79 %	10,74 %
Egenkapitalandel	69,63 %	74,60 %	69,95 %	72,49 %
Dollarkurs	5,5664	6,0837	7,4332	8,8090

Tabell 2-9 Oversikt over den finansielle situasjonen til Omega i perioden 2012-2015



## 2.5 Hvordan skiller Austevoll Seafood seg fra konkurrentene

Vi har i forrige delkapittel presentert de fem komparative virksomhetene som skal brukes i bransjeutvalget vårt for den senere analysen og verdsettelsen av AUSS. Vi vil nå påpeke de mest sentrale kjennetegnene ved AUSS sammenlignet med bransjeutvalget.

Den største forskjellen mot bransjeutvalget er at AUSS i all hovedsak består av fem datterselskaper som både opererer innenfor oppdrett (Lerøy og BRBI) og pelagisk fiske og -produksjon (Pelagia, Austral og FC). Dette medfører en bredere diversifisering enn de andre konkurrentene, selv om mesteparten av omsetningen deres kommer fra oppdrett. Følgelig vil de være mindre eksponert mot svingninger i lakseprisen, som har vært tilfellet de siste tiårene. I tillegg er de mindre utsatt for kvotestopp eller -reduksjoner, som var tilfellet for den pelagiske delen i Peru i 2013. Dette gjør AUSS til et verdens ledende konsern innen havbruk og fiske.

Når det gjelder oppdrett opererer AUSS i all hovedsak i Norge, og har dermed ikke like stor spredning på produksjonen sin som noen av oppdrettskonkurrentene. Dette har sammenheng med de gode klimatiske forholdene man finner langs den norske kysten.

Innenfor pelagisk fiske og -produksjon er AUSS derimot mer geografisk spredt, i motsetning til mange av de andre konkurrentene som har sentrert seg til et land eller havområde. Strengt reguleringer rundt kvotesystemet for pelagisk fiske i de ulike landene medfører at AUSS oppnår en relativt stor kvote i forhold til konkurrentene med sin spredte produksjon.

## 3 Valg av verdsettelsesteknikk

Dette kapittelet vil innledningsvis gi en innføring i ulike verdsettelsesteknikker, etterfulgt av en argumentasjon for valget som tas med hensyn på AUSS. Avslutningsvis presenteres rammeverket for den valgte verdsettelsesteknikken.

### 3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Hovedformålet med å utføre en verdivurdering av et selskap er å finne verdien på selskapets egenkapital. Ved å sammenligne den estimerte verdien med markedsverdien kan man se om selskapets aksjer er over- eller underpriset. Verdivurderingen kan da brukes til å utarbeide en handlingsstrategi for behandling av selskapets aksjer.

Det eksisterer flere ulike verdsettelsesteknikker. Ulike styrker og svakheter ved teknikkene gjør at de ofte brukes som *supplementer* i stedet for *alternativer*. Det er vanlig å skille mellom tre hovedmetoder innen verdsettelsesteknikker: *fundamental*-, *komparativ*- og *opsjonsbasert verdsettelse* (Damodaran, 2012, s. 11). Valg av teknikk avhenger av flere forhold, som blant annet informasjonstilgang og tid til rådighet. Videre vil selskapets bransje, fase i livssyklusen og antakelser om fortsatt drift være avgjørende for valget.

#### 3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på en analyse av underliggende eller *fundamentale forhold* gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav (Knivsfå, F1, 2016). Verdivurderingsteknikken tar utgangspunkt i nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrøm, gitt selskapets avkastningskrav. Vurderingen bygger på risikoprofil, vekstutsikt og tidligere regnskapstall for å kunne fremstille et fremtidsregnskap, som er en forutsetning for å bruke teknikken. Videre må det finnes sammenlignbare selskaper som danner et bransjegjennomsnitt for å kunne sammenligne selskapet med øvrige selskaper i bransjen. Fundamental verdsettelse ses på som grunnlaget for de andre teknikkene, men kritiseres ofte for at de budsjetterte kontantstrømmene er vanskelige å estimere. Dette gjør at verdiestimatet vil bli unøyaktig (Dahl & Boye, 1997, s. 37).

Det skilles gjerne mellom to ulike måter å utføre fundamental verdsettelse på: *egenkapitalmetoden* og *selskapsmetoden*. De er ulike i utførelsen, men skal gi samme

verdiestimater ved bruk av verdivektede avkastningskrav til henholdsvis egenkapital og selskapskapital (Damodaran, 2012, s. 14).

### Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden (EK-metoden) verdsetter kontantstrømmen til egenkapitalen «direkte». Dette gjøres ved å regne ut nåverdien til egenkapitalens kontantstrøm, gitt avkastningskravet eller kostnaden til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 13). Innenfor egenkapitalmetoden finnes det fire modeller: *fri kontantstrøm*-, *superprofitt*-, *superprofittvekst*- og *utbyttmodellen*. Til tross for ulike fremgangsmåter gir alle modellene sammenfallende resultater.

Eksempel på utregning:

$$VEK = \text{Nåverdi av fri kontantstrøm til EK,}$$

der VEK er verdien av egenkapitalen

### Selskapskapitalmodellen

Selskapskapitalmetoden (*SK-metoden*) innebærer at hele selskapets verdi, eller «Enterprise value» (*EV*), verdsettes før en trekker ut verdien av rentebærende gjeld fra *EV*. Den resterende verdien representerer dermed egenkapitalens verdi. *SK-metoden* er en «indirekte» metode sammenlignet med *EK-metoden*. Verdien av selskapet kan presenteres gjennom tre ulike typer kapitalmål: *total kapital*, *sysselsatt kapital* og *netto driftskapital*. Sysselsatt kapital og netto driftskapital blir i praksis ofte sett på som det samme. De to begrepene skilles fra hverandre ved å inkludere finansielle eiendeler i sysselsatt kapital, i tillegg til netto driftseiendeler. Ved å benytte netto driftskapital skiller man mellom drift og finans. Total kapital er ikke like vanlig å bruke i dag, og blir sett på som «gammeldags».

Et problem med selskapskapitalmetoden er at virksomheten kan ha en atypisk stor eller lav kapitalbinding på tidspunktet for rapportering av årsresultatet. Skjev arbeidskapital på netto rentebærende gjeld vil kunne justere verdien av egenkapitalen. En mulig løsning er å finne gjennomsnittlig arbeidskapital basert på kvartalsrapporter.



Eksempel på utregning:

$$\begin{aligned} VEK &= \text{Verdi selskapskapital} - \text{verdi (netto)gjeld} \\ &= \text{Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet} - \text{våveriden av gjeld} \end{aligned}$$

### 3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ- eller relativ verdsettelse er basert på sammenligning av prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler (Knivsflå, F21, 2016). Metoden er mye brukt i praksis, blant annet på grunn av enkelheten og lavere ressurskrav. Ulempen med komparativ verdsettelse er blant annet at verdierestimatet blir påvirket av sammenligningsgrunnlaget og markedets holdning til bransjen. I tillegg kreves det ofte justeringer for å kunne gjøre metoden komparativ. De to sentrale modellene innenfor komparativ verdsettelse er multiplikatormodellen og substansmodellen.

#### Multiplikatormodellen

En multiplikatormodell bruker variabler til å danne forholdstall som består av markedsverdien og et nøkkeltall som en finner i selskapets finansregnskap (Damodaran, 2012, s. 19). Modellen innebærer at selskapets egenkapital verdsettes direkte (*EK-metoden*) eller indirekte (*SK-metoden*) ved å sammenligne multiplikatorene med andre selskapers multiplikatorer. Selskapene må være sammenlignbare for at metoden skal kunne gi en verdi. Justeringer på bakgrunn av forskjeller i fundamentale forhold kan være nødvendig for å få mest mulig pålitelige estimater. Eksempler på multiplikatorer som ofte brukes er pris/fortjeneste, pris/bok, EV/EBITDA og EV/sysselsatt kapital (Damodaran, 2012, s. 19). Modellen er et godt supplement til fundamental verdsettelse, da den er enkel og lite tidskrevende.

#### Substansmodellen

Substansmodellen baserer seg på den estimerte salgsverdien til selskapets eiendeler fratrukket selskapets gjeld, altså selskapets substansverdi. Substansverdien til egenkapitalen er med andre ord summen av komparative verdier på individuelle netto driftseiendeler, minus den komparative verdien på netto finansiell gjeld. Da fokuset kun er på markedsverdier av eiendeler, blir ikke verdien av selskapets drift tatt med i verdiberegningen. Dette gjør at modellen kan benyttes i situasjoner der fortsatt drift er en





problemstilling eller ved likvidasjon av selskapet. Ulempen med modellen er at det kan stilles spørsmål ved markedsverdiene til eiendelene, noe som vil kunne gi betydelig usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Problemstillingen er spesielt gjeldende for immaterielle eiendeler. Dette gjør at modellen er mest aktuell i selskaper der viktige eiendeler har klare sammenlignbare verdier, typisk bransjer som eiendom og shipping, eller der verdien av immaterielle eiendeler er lav (Knivsflå, F21, 2016, s. 65).

### 3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Damodaran (2012, s. 87) definerer en opsjon som en rett til å kjøpe eller selge en eiendel til en gitt pris, ved eller før utløpsdatoen for opsjonen. En opsjon er altså en rett, og ikke en plikt. Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av tradisjonell fundamental verdsettelse der målet er å bygge inn verdien av fleksibilitet. Dermed blir nåverdien av særlig fleksibilitet lagt til den statiske verdien til selskapet, VEK\*. Særlig fleksibilitet er verdien av en eller flere realopsjoner<sup>8</sup> i driften. Fundamental verdsettelse vil i mange sammenhenger kunne undervurdere egenkapitalverdien. Opsjonsbasert verdsettelse er derfor et bra supplement til fundamental verdsettelse, spesielt for bransjer i fortsatt utvikling.

## 3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Ovenfor har vi presentert tre ulike verdsettelsesteknikker som alle tre har sine styrker og svakheter. Som nevnt avhenger valg av verdsettelsesteknikk i stor grad av fase i livssyklusen, bransjen deres og utsiktene fremover. I tillegg er også tilgangen på regnskapsdata en viktig faktor for valg av verdsettelsesteknikk. I praksis er komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen den mest brukte. En av hovedgrunnene til dette er at komparativ verdsettelse er en enklere og mindre kostnadskrevenende teknikk enn fundamental verdsettelse.

Vi skal i det videre diskutere ulike momenter som er utslagsgivende ved valg av teknikk, før vi velger en hovedteknikk for utredningen.

---

<sup>8</sup> En *realopsjon* er en opsjon knyttet til en realøkonomisk eiendel i motsetning til en finansiell opsjon som er knyttet til aksjer, indekser, valuta og andre verdipapir (Knivsflå, F1, 2016, s. 8)

### Vekstfase og utsiktene fremover

Oppdrettsnæringen har vært preget av høy vekst fra 1990-tallet og frem til i dag, noe som indikerer at bransjen har vært i en fase med høy vekst. Dagens konsesjonssystem har imidlertid ført til at det er vanskelig for selskapene å vokse ytterligere, sett bort i fra muligheten for oppkjøp av andre konkurrenter og satsing på nye produktområder. Dette taler for at oppdrettsbransjen har gått inn i en moden fase hvor veksten har begynt å stagnere. Prognosene for oppdrettsnæringen, som presentert i figur 2-2, viste også at veksten er forventet å bli lavere i årene fremover.

Når det gjelder produksjon av fiskemel og -olje har disse produktene hatt en synkende produksjon de siste tiårene. Dette kommer av at mange fiskefôrprodusenter i stor grad har gått over til å bruke vegetabiliske erstatninger som et supplement til marine råvarer. Det er imidlertid lite som tyder på at bransjen er i en avviklingsfase, og derfor anses den pelagiske delen av havbruk- og fiskerinæringen å være i en *moden fase*. Samlet sett opererer AUSS i en bransje som nettopp har forflyttet seg fra høy vekstfase til moden vekstfase.

Vekstfasen til AUSS taler for å bruke både fundamental verdsettelse og komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen. Grunnen til at begge disse metodene kan brukes er at vi har en stabil inntekt, og dermed et godt grunnlag for videre beregninger. Vi velger likevel å benytte fundamental verdsettelse da vi mener denne metoden best kan predikere den forventede verdien. Havbruk- og fiskerinæringen er en konjunkturutsatt bransje hvor det kan være vanskelig å predikere fremtidige kontantstrømmer, som kan gi problemer ved fundamental verdsettelse. Ulempen anses likevel ikke å gi altfor store utfordringer. Basert på vekstfasen til AUSS anses *fundamental verdsettelse* å være den beste.

### Bransjen

Bransjeutvalget vårt tar som nevnt utgangspunkt i flere store oppdrettselskaper. Disse er relativt like, og flere rapporterer i norske kroner. Dette er fordelaktig for både fundamental- og komparativ verdsettelse, hvor man trenger sammenlignbar regnskapsinformasjon. De virksomhetene som opererer innenfor pelagisk rapporterer derimot i dollar. Her har vi omregnet de rapportertene tallene til norske kroner, slik at vi får sammenlignbar informasjon.



### Andre momenter

AUSS er en etablert aktør i bransjen for havbruk og fiske, og har vært børsnotert siden 2006. Dette gjør at det finnes detaljerte regnskapsdata med årsrapporter for flere år tilbake i tid, noe som er et viktig kriterium ved fundamental verdsettelse. AUSS er i tillegg pålagt å bruke IFRS som regnskapsstandard, og dette er også tilfellet for flere av de andre aktørene i bransjen.

AUSS har store verdier bundet i immaterielle eiendeler, som konsesjoner og FoU, der markedsprisen er utfordrende å estimere. Dette ville videre gitt usikre verdiestimat, som er en ulempe ved bruk av komparativ verdsettelse i form av substansverdimodellen.

### Valg av verdsettelsesteknikk

Som følge av argumentasjonen ovenfor velger vi å benytte fundamental verdsettelsesteknikk som vår hovedteknikk, da denne teknikken best gjenspeiler virksomhetens underliggende verdier og fremtidsutsikter. I tillegg er dette en teknikk som er grundig, og dermed øker sannsynligheten for at relevant informasjon blir inkludert i verdivurderingen. Ulempene ved fundamental verdsettelse er imidlertid at den kan gi et unøyaktig verdiestimat, men denne ulempen gjelder også for de to andre teknikkene. I tillegg vil også fundamental verdsettelse medføre utregning og estimering av flere budsjett drivere, noe som er en tidkrevende prosess.

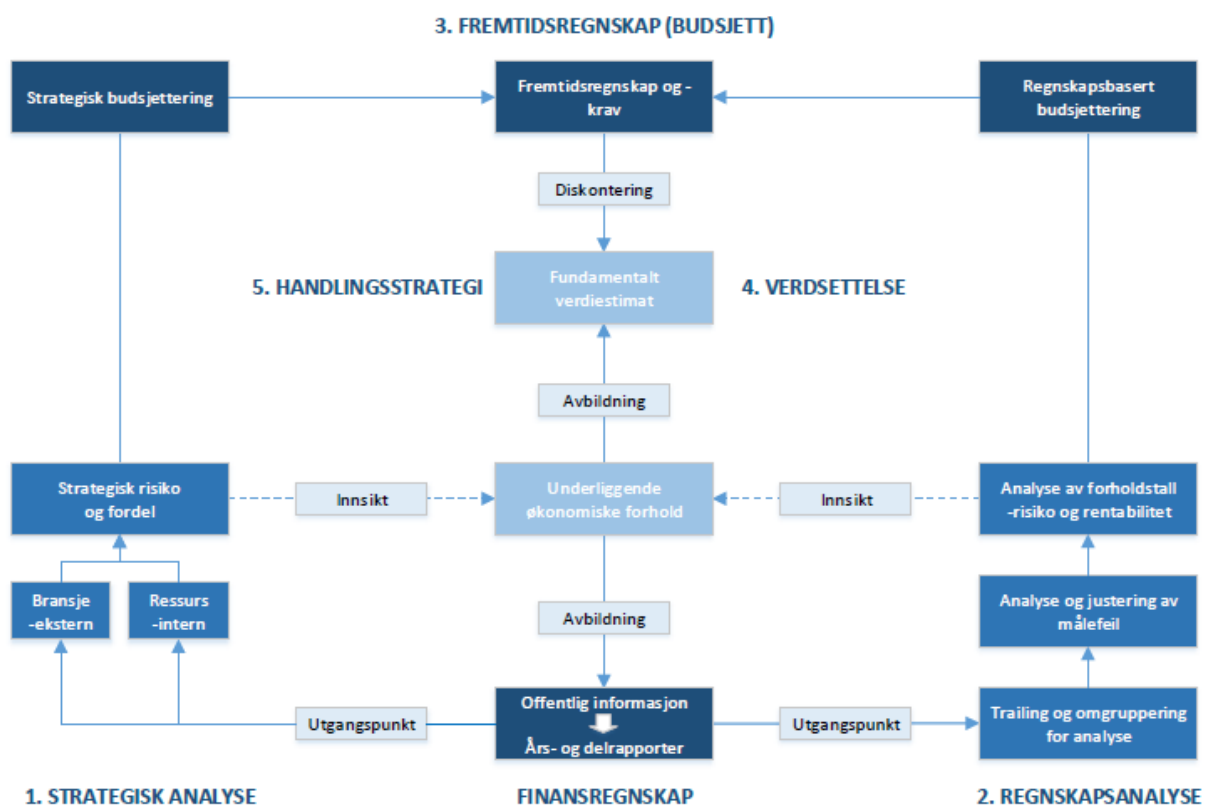
Som nevnt sier en del teori at fundamental verdsettelse er den ideelle teknikken for selskaper i en moden vekstfase. I praksis benyttes likevel multiplikatormodellen i større grad også for selskaper i en moden fase. Grunnen til dette er til dels tidsbesparelser. Multiplikatormodellen er langt mer tidseffektiv enn den fundamentale verdsettelsen. En annen grunn er at ved stabil og forutsigbar inntjening vil multiplikatormodellen ofte gi en bedre forståelse for hvordan selskaper er priset i forhold til konkurrerende selskaper. Fordi selskapene i en moden bransje ofte er relativt like, vil multiplikatorer kunne gi et mer presist verdiestimat basert på sammenlignbare selskaper. Vi mener derfor at multiplikatormodellen fungerer bedre for selskaper i en moden fase, enn for selskaper i stor vekst der det kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper.

Vi velger å bruke komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Opsjonsbasert verdsettelse virker å være en

vanskelig teknikk å bruke da AUSS opererer i en stabil bransje hvor fleksibilitet har en begrenset merverdi som vil være vanskelig å identifisere.

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er basert på underliggende økonomiske forhold, som blant annet års- og kvartalsrapporter. Figur 3-1 illustrerer de fem stegene i rammeverket for den fundamentale verdsettelsen (strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handlingsstrategi) som gjør at man tilslutt ender opp med et estimat på egenkapitalverdien til AUSS og en tilhørende verdi per aksje.



Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, F1, 2016, s. 28)

#### Steg 1: Strategisk analyse

Verdsettelsesprosessen starter med å utarbeide en strategisk analyse, som består av en ekstern bransjeorientert analyse og intern ressursbasert analyse (Knivsflå, F2, 2016). Denne analysen utarbeides gjerne parallelt med regnskapsanalysen, se steg 2. Formålet med den strategiske analysen er å få ytterligere innsikt i de underliggende økonomiske forholdene ved selskapet og bransjen. Disse to analysene vil sammen avgjøre selskapets strategiske fordel. Denne fordelen vil i hovedsak relatere seg til selskapets driftsaktiviteter, men kan eventuelt også komme fra selskapets finansiering.

## Steg 2: Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse, som ofte utarbeides parallelt med den strategiske analysen, omhandler analyse av tilgjengelig informasjon fra års- og kvartalsregnskap. Her avdekkes den historiske utviklingen for å få innsikt i underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, F3, 2016). I situasjoner der en kun har tilgang på en til tre kvartalsrapporter vil det være nødvendig å foreta en «trailing» for å estimere helårsregnskapet. Videre omgrupperer man tallene i helårsregnskapet for å gjøre regnskapet klart til analyse. Bakgrunnen for å omgruppere tallene er å gjøre regnskapet mer investororientert, samt å skille mellom drift og finans.

Videre justerer man for eventuelle målefeil, før man til slutt utfører forholdstallanalyser som analyserer risiko og rentabilitet. Risikoanalysen baserer seg på likviditets- og soliditetsanalyser som danner grunnlag for en syntetisk rating. Rentabilitetsanalysen tallfester selskapets drifts- og finansieringsfordel, og følgelig deres strategiske fordel. Deretter kartlegger man om den strategiske fordelen relaterer seg til selskapets interne ressurser eller til bransjeforhold.

## Steg 3: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet og fremtidskravet utarbeides basert på kunnskap fra den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå, F13, 2016). Basert på en rekke budsjett drivere belyser man forventet fremtidsregnskap, der både forventet resultatregnskap, balanse og kontantstrøm er inkludert. Deretter blir det fremtidige avkastningskravet estimert.

## Steg 4: Fundamental verdsettelse

På bakgrunn av det budsjetterte fremtidsregnskapet med tilhørende krav blir selve verdivurderingen foretatt. Her kan man, som nevnt i 3.1.1 (*Fundamental verdsettelse*), benytte to metoder, den direkte egenkapitalmetoden eller den mer indirekte selskapskapitalmetoden. Begge de to metodene anslår egenkapitalverdien ved at man først diskonterer relevante verdistrømmer som tilfaller de ulike kapitalene. Ved selskapskapitalmetoden må man imidlertid trekke ifra verdien på gjelden og minoritetsinteressene for å finne verdien på egenkapitalen. Til slutt kommer man frem til det endelige estimatet og tilhørende aksjeverdi gjennom en stegvis konvergeringsprosess. Konvergeringsprosessen innebærer at fremtidsregnskapet og tilhørende krav blir verdibasert.



### **Steg 5: Handlingsstrategi**

Verdiestimatet man kommer frem til under verdsettelsen i steg 4 utgjør et punkttestimat som det vanligvis er usikkerhet ved. Man bør derfor analysere denne usikkerheten ytterligere (Knivsflå, F18, 2016). Simuleringer og sensitivitetsanalyser benyttes for å vurdere hvorvidt verdiestimatet påvirkes av endringer i verdidrivere. I tillegg vurderer man også i hvilken grad selskapets konkursfare har blitt hensyntatt i verdiestimatet. Til slutt sammenligner man verdiestimatet med børskursen på verdsettelsestidspunktet for å komme frem til en handlingsstrategi.

## 4 Strategisk analyse

En strategisk analyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold, der man får verdifull innsikt i AUSS og bransjen (Knivsflå, F2, 2016). Denne analysen vil være relevant for å vurdere kvaliteten på den kvantitative regnskapsanalysen, samt ved utarbeiding av fremtidsregnskapet. Den strategiske analysen kan videre deles inn i to deler: *ekstern bransjeorientert* analyse av havbruk- og fiskerinæringen, og *intern ressursbasert analyse* av AUSS. Analysene i dette kapitlet baseres dermed på forholdene som ble presentert i kapittel 2.

Bransjen for havbruk og fiske utgjør en bred bransjedefinisjon. Dette gjør at vi har valgt å begrense oppdrettsbransjen til kun å omhandle konkurrentene som Lerøy og BRBI har i Norge, og ikke de utenlandske. Vi mener dette er hensiktsmessig da vi i 2.3.4 (*eksport og makroforhold*) poengterte at oppdrettsselskapene i verden eksporterer til land i nærheten av sitt eget. Europeiske- og søramerikanske oppdrettsselskaper har i all hovedsak ikke samme kundemarkeder. Dette gjør at de største konkurrentene til Lerøy og BRBI har hovedsete i Norge. Den pelagiske delen av havbruk- og fiskerinæringen er derimot vanskeligere å innsnevre da AUSS gjennom FC og Austral opererer i Sør-Amerika, mens Pelagia holder til i Norge.

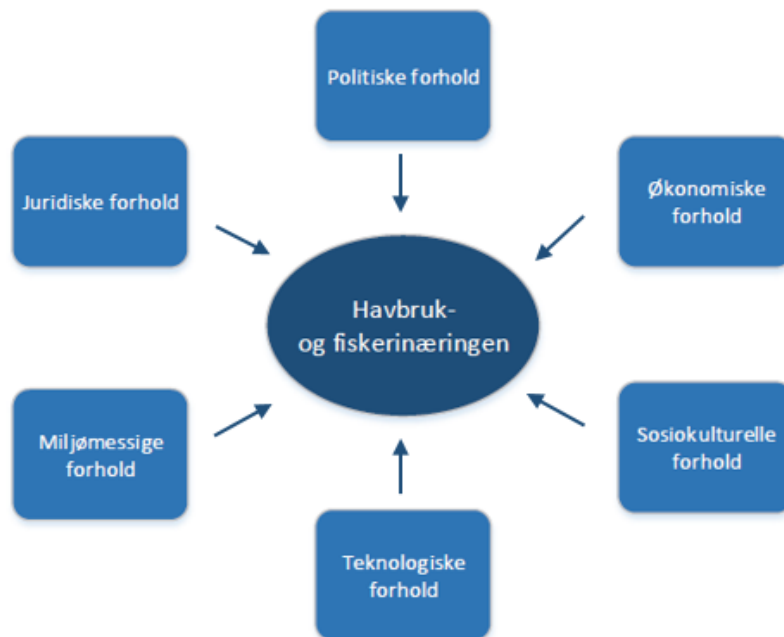
### 4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

For å vurdere om bransjen for havbruk og fiske har en strategisk fordel benytter vi to ulike analyseverktøy, PESTEL- og Porteranalyse. Disse to analysene vil sammen belyse om bransjen for havbruk og fiske har superrentabilitet, altså om netto driftsrentabiliteten er større enn netto driftskravet i bransjen (Knivsflå, F2, 2016). Bransjefordelen vil dermed være felles for alle aktørene som opererer i bransjen for havbruk og fiske. Det ble gjort rede for bransjens makroforhold i 2.2 og bransjespesifikke forhold i 2.3 Disse forholdene vil sammen danne grunnlag for den eksterne strategiske analysen.

#### 4.1.1 Makroforhold – PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse brukes for å kartlegge og analysere makroforholdene i bransjen slik at man kan identifisere hva som påvirker rammevilkårene i bransjen (Knivsflå, F2, 2016). PESTEL er et akronym for de seks områdene i analysen: (P) Politiske-, (E) Økonomiske-,

(S) Sosiokulturelle-, (T) Teknologiske, (E) Miljømessige-, (L) Juridiske forhold. Verktøyet er presentert i figur 4-1.



Figur 4-1 PESTEL-analyseverktøy (Knivsflå, F2, 2016, s. 30)

### Politiske forhold

#### Konsesjoner:

Bransjen for havbruk og fiske er i stor grad politisk regulert gjennom dagens konsesjon- og kvotesystem. Et slikt system er til hinder for selskaper som ønsker å vokse ved å utvide antall tillatelser. Den vanligste måten å øke antall konsesjoner er dermed oppkjøp av konkurrenter. Dette gjør at konsesjonssystemet er et hinder for vekst i produksjonsvolum for bransjen som helhet, selv om enkelt-selskaper kan øke produksjon gjennom oppkjøp.

De siste årene har det imidlertid skjedd en endring i konsesjonssystemet for oppdrett ved at bransjen har fått nye miljømessige- og teknologiske krav for å opprettholde en bærekraftig utvikling. Dette innebærer blant annet en innbytteorden ved tildeling av en mengde grønne konsesjoner, samt at kravet til eierskapspredning er fjernet. Konsesjonssystemet har dermed fjernet reguleringer som tidligere satte en stopper for organisk vekst, mens andre reguleringer har satt ytterligere krav for ervervelse av nye konsesjoner.

Den norske økonomien har de siste tiårene vært preget av betydelige oljeinntekter. Økonomien vil derimot måtte gjennomgå store strukturelle omstillinger etter hvert som oljen forsvinner i fremtiden, og dette kan gå i retning av at havbruk- og fiskerinæringen kan





få en mer avgjørende posisjon i fremtiden. De seneste endringene i konsesjonssystemet har vært fordelaktige for store, innovative, og/eller tilpasningsdyktige selskaper. Slike endringer i rammebetingelsene vil påvirke det enkelte selskap sin strategiske tilpasning, og ikke minst fremtidsutsiktene for hele bransjen.

Kvotesystemet i Peru og Chile er derimot bygd opp med to sesonger i løpet av et år. Dette gjør at fangsten blir mer ujevn, samt at nivået på biomassetallene er avgjørende for hvor stor den totale kvoten blir. Da myndighetene regulerer kvotene i forkant av den enkelte sesong, blir det vanskeligere å forutsi produksjonsvolumet på lang sikt. Kvoten for anchoveta i Peru ble satt til null i andre sesong i 2014. Dette medførte at virksomhetene fikk et mye dårligere resultat enn forventet. Slike forhold gjør at bransjen er svært utsatt for store produksjonssvingninger, og virksomheter som differensierer seg med ulike arter og geografiske områder har følgelig mindre risiko.

#### Handelspolitiske konflikter:

Bransjen eksporterer store deler av produksjonen sin til utlandet. Bransjen er dermed avhengig av at staten inngår handelsavtaler for å opprettholde eller øke produksjonsvolumet sitt. Politikerne i Norge er generelt svært positive til havbruk- og fiskerinæringen da dette er en viktig kilde til eksportinntekter for Norge. Det er dermed nærliggende å forvente at samarbeidet mellom bransjen og staten opprettholdes i fremtiden.

På den annen side har handelsblokadene som oppsto i Kina og Russland i de senere årene vært tilstander som bransjen ikke har kontroll over. Man må kunne forvente at slike tilfeller også vil ramme bransjen i fremtiden. Virksomheter som opererer i ulike land vil dermed ha en stor fordel ved at de ikke vil rammes av handelsblokadene på samme måte som de norske virksomhetene som belager seg på eksport til utlandet.

#### **Økonomiske forhold**

##### Konjunkturer og etterspørsel:

Markedsmekanismene tilsier at etterspørselen vil øke etter hvert som prisene på oppdrettsfisk faller. Imidlertid har tendensen heller vært motsatt, nemlig at etterspørselen har økt slik at man deretter har satt opp prisene. Dette har sammenheng med at det på kort sikt er vanskelig å øke tilbudet på grunn av konsesjonssystemet. På kort sikt vil også rømning av oppdrettsfisk og sykdom påvirke størrelsen på biomassen, og følgelig tilbudet av



oppdrettslaks. På kort sikt er dermed store deler tilbudet satt slik at prisen blir satt etter etterspørselen.

Som vi så av figur 2-1 har lakseprisen økt de siste ti årene etter at prisen var rekordlav i 2004 med under kr 20 per kilo. Det totale tilbudet i markedet ble kraftig redusert etter 2008 grunnet sykdomsutbruddet i Chile, og dette har følgelig vært en medvirkende årsak til den økende lakseprisen. På samme tid førte også finanskrisen til at verdensøkonomien gikk inn i en nedgangskonjunktur. Dette virker derimot ikke å ha påvirket lakseprisen i særlig grad da prisen som nevnt steg i perioden etter. Det er i tillegg lite som tyder på at lakseprisen kommer til å synke med det første da etterspørselen forventes å holde seg på dagens nivå.

### Rentenivå

Dagens styringsrente er på rekordlave nivåer, og av figur 2-6 så vi at prognosene fra Norges Bank er et fortsatt lavt rentenivå i årene fremover. Dette gjør at det for tiden er «billig» å låne penger, men veldig mange selskaper velger fortsatt å sikre renten med renteswaper. På denne måten unngår man usikkerhet rundt fremtidig rentenivå, samt at det gir en trygghet overfor investorene. Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, og banken stiller ofte covenants<sup>9</sup> som krav om egenkapitalandel og gjeldsbetjeningsevne. Både Marine Harvest og SalMar egenkapitalkrav på 35 %, mens AUSS har 30 %. Egenkapitalkrav på rundt 30 % for bransjen er derimot likt som for de fleste andre bransjer.

### Valutarisiko

Store deler av inntektene til oppdrettsselskapene er i utenlandsk valuta, spesielt euro, mens kostnadene hovedsakelig er i norske kroner. Dermed er det vanlig å benytte seg av sikringsinstrumenter, som valutaterminkontrakter, for å redusere valutarisikoen. Dette innebærer at selskapene sikrer valutakursen frem i tid. Om sikringen gir tap eller gevinst vet man ikke, men valutasikringen gir forutsigbarhet i inntektene frem i tid. Valutasikring gjør det dermed lettere å budsjettere for fremtiden. Dagens gunstige kronkurs medfører imidlertid en positiv inntektsutvikling for bransjen, men med de store variasjonene vil det også være knyttet usikkerhet til inntektsbildet.

---

<sup>9</sup> Covenants benyttes ofte som en av låntakernes betingelser i en låneavtale

### **Sosiokulturelle forhold**

Verdensbefolkningen er stadig i vekst, og dette medfører følgelig et behov for en mer effektiv matproduksjon. Mye tyder på at fisk også vil få en avgjørende posisjon i fremtiden, da fisken er det dyret med lavest førfaktor. I tillegg tyder mye på at det økte fokuset på kosthold og helse i den vestlige verden gjør at fisk øker sin posisjon i et variert og sunt kosthold. Dette støttes ved at Helsedirektoratet anbefaler nordmenn å spise to-tre fiskemiddager i uken, hvorav minst halvparten bør være fet fisk som laks og ørret (Helsedirektoratet, 2016). I tillegg har også sushitrenden i senere år gjort at etterspørselen etter fersk, norsk laks har økt. Verden blir mer og mer globalisert, og dette kan gå i retning av nye fisketrender også i fremtiden.

### **Teknologiske forhold**

Forskning og utvikling er en avgjørende faktor for at den norske oppdrettsnæringen skal kunne håndtere den fremtidige etterspørselsveksten. I tillegg har de grønne konsesjonene i den seneste konsesjonsrunden i 2013 understreket viktigheten av innovasjon og utvikling innenfor miljøutfordringer for å få tildelt ytterligere konsesjoner. Den utviklingen som har preget oppdrettsnæringen i størst grad i senere år er fortsatt førautomatiseringen. Automatiseringen har gjort det enklere å optimalisere førmengden, samt at førkvaliteten har økt.

De siste årene har det også blitt forsket på landbaserte- og lukkede anlegg. Fordeler knyttet til slike anlegg er at man reduserer de store problemene med lakselus og rømming, samt at det er lettere å sette riktig temperatur på vannet (Myrset, 2015). De ti nye konsesjonene i gruppe C i 2013 ble blant annet gitt til selskaper som hadde ulike varianter med lukkede anlegg (Aadland, 2015).

En ulempe med landbaserte- og lukkede anlegg er imidlertid at dette vil fjerne det naturlige konkurransefortrinnet den norske kysten har i dag ved at oppdrettslaks vil kunne produseres i en rekke andre land. Disse to oppdrettsmulighetene er fortsatt i en startfase, og det vil ta tid før de kan konkurrere med vanlig oppdrettsfisk i merder. Foreløpig er det også knyttet større kostnader til produksjon med disse metodene, slik at de ikke vil utgjøre en reell trussel før de drives betydelig mer kostnadseffektivt.

### **Miljømessige forhold**

Oppdrettsbransjen opplever store problemer knyttet til lakselus, sykdommer og rømning som skaper problemer for en bærekraftig utvikling. Dette gir i tillegg økonomisk tap i form av svinn, i tillegg til at selskapene kan bli i lagt miljøgebyrer og svekket omdømme. Problemene rundt rømning har man grad greid å få bedre kontroll over etter at myndighetene satte inn tiltak i 2006. Dersom endringen til grønne konsesjoner videreføres til senere konsesjonsrunder innebærer dette at egeninteressen for bransjen til å løse miljøutfordringene øker.

ILA-viruset har opptil flere ganger skapt problemer for bransjen ved at produksjonen reduseres kraftig når utbruddene slår til. Den norske oppdrettsbransjen har imidlertid greid å få noenlunde kontroll på dette problemet. Utbrudd av ILA-viruset kan likevel oppstå i fremtiden. Det kan i verste fall føre til en like stor biologisk kollaps som vi så i den chilenske oppdrettsbransjen i 2008.

Produksjonen av fiskeolje i Peru skaper også store lokale, miljømessige problemer. Retningslinjene for produksjon av fiskeolje i Norge er betydelig strengere enn de vi finner i Peru i dag. Mye kan derfor tyde på at det vil komme en endring i retningslinjene i Peru for å få en mer bærekraftig utvikling.

### **Juridiske forhold**

De juridiske forholdene omhandler i stor grad reguleringene som havbruk- og fiskerinæringen må forholde seg til. Næringen er en av de mer regulerte næringene vi har i dag, og dette gjør at aktørene i bransjen må forholde seg til en rekke lover og forskrifter.

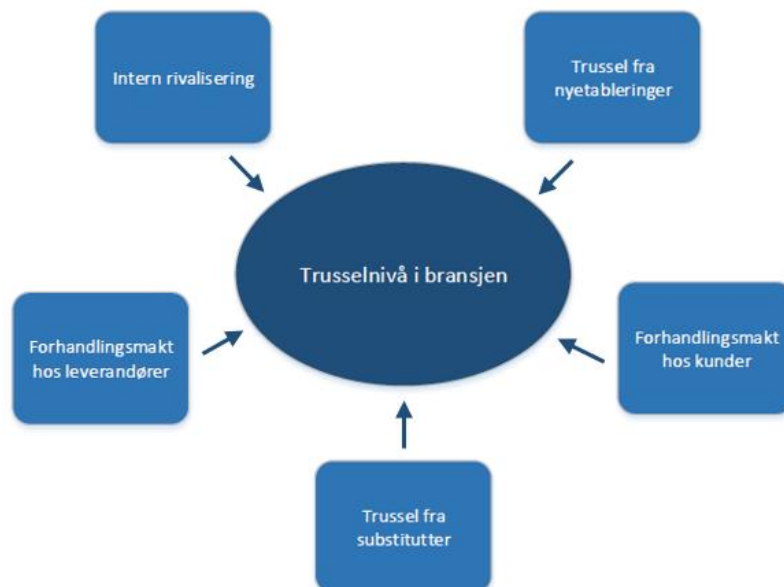
En av de viktigste reguleringene i bransjen er akvakulturloven og laksetildelingsforskriften, som reguleres av Nærings- og fiskeridepartementet. Akvakulturloven regulerer viktige bestemmelser som blant annet konsesjonskrav for å kunne drive akvakultur, hjemmel for å regulere antall tillatelser i konsesjonsrundene og regulering av biomasse per konsesjon i sjøen til enhver tid. Problemene med lakselus i næringen har også ført til at det i 2009 ble fastsatt en lakseluseforskrift. Etter § 1 i forskriften til akvakulturloven er formålet med forskriften å « redusere forekomsten av lakselus slik at skadevirkningene minimaliseres, samt redusere og bekjempe resistensutvikling hos laks ».

I tillegg har også andre organer ulike retningslinjer som settes for næringen. Dette innebærer for eksempel at Mattilsynet kan redusere den tillatte biomassen for et selskap eller kreve slaktning dersom nivået av lakselus er for høyt. Mattilsynet skal også tilse at aktørene forebygger og bekjemper sykdom, og de fører tilsyn om at kravene er oppfylt.

I tillegg til de nevnte lovene og forskriftene finnes det også en rekke andre lover og forskrifter som næringen må følge til enhver tid.

#### 4.1.2 Bransjeforhold – Porters fem konkurransekrefter

Ifølge Professor Michael Porter er virksomhetens mulighet til å danne eller opprettholde konkurransefortrinn<sup>10</sup> i en bransje avhengig av fem krefter (Barney, 2014, s. 50). Kraftene påvirker konkurransen i bransjen, og dermed også muligheten en enkel virksomhet har til å oppnå lønnsomhet over bransjegjennomsnittet. Porters fem konkurransekrefter er illustrert i figur 4-2. Da AUSS både driver innen oppdrett og produksjon av fiskemel og -olje vil vi se på de ulike kreftene i lys av begge bransjene.



Figur 4-2 Porters fem konkurransekrefter (Barney, 2014, s. 50)

##### **Trussel fra nyetableringer**

Nyetableringer er virksomheter som enten nettopp har etablert seg i bransjen eller virksomheter som truer med å etablere seg snart (Barney, 2014, s. 50). Inngangsbarrierer påvirker hvor enkelt det er å etablere seg i en bransje, og påvirker derfor trusselen.

<sup>10</sup> Konkurransefortrinn kan betegnes som lønnsomhet over bransjegjennomsnittet



Inngangsbarrierer kan typisk være stordriftsfordeler, differensierte produkter, hvor kapitalintensiv virksomheten er eller juridiske barrierer. Hvis vi ser på oppdrettsbransjen, der AUSS opererer gjennom både Lerøy og BRBI, er produksjonen i stor grad kontrollert gjennom konsesjoner. Kravet om konsesjon for å drive virksomheten innen havbruk representerer en juridisk inngangsbarriere som svekker trusselen for nyetableringer. Innen pelagisk fiske er fangsten regulert gjennom kvoter. Kvotene er, på lik linje med konsesjoner, en juridisk inngangsbarriere, og utgjør en stor reduksjon i trusselen for nyetableringer.

Oppdrettsbransjen er veldig kapitalintensiv. Både konsesjoner, oppdrettsanlegg og investeringer innen FoU krever mye kapital, noe som gjør det vanskeligere for nykommere å etablere seg. Produksjonssyklusen tilsier også at et nyetablert selskap ikke vil begynne å generere inntekter de tre første årene. Innen pelagisk fiske og -produksjon kreves det også betydelig kapitalinvesteringer for å etablere seg. Fiskebåter og produksjonsanlegg utgjør også store investeringer, men på en annen side er ikke produksjonssyklusen like lang innen pelagisk. De økonomiske inngangsbarrierene er dermed store innen både oppdrett og pelagisk fiske og -produksjon.

Norge har en kystlinje som egner seg til havbruk. Det er likevel naturlig å tenke seg at det ikke er ubegrenset med mulige lokasjoner for å drive med oppdrett. Da det i dag er flere veletablerte aktører langs hele den norske kystlinjen, er det ikke nødvendigvis enkelt å finne nye, gode lokasjoner for havbruk. Dette gjør at nyetablerte aktører kan ha en ulempe i forhold til de etablerte aktørene når det gjelder lokasjoner. Da pelagisk fiske utføres i åpne havområder har ikke lokaliseringen like mye å si. Nyetableringer må likevel ha mottaks- og produksjonsanlegg, men vi har lite informasjon om hvor vanskelig det er å skaffe slike anlegg samt gode lokasjoner for anleggene. Lokalisering utgjør dermed en viss barriere innen oppdrett, men mindre for pelagisk fiske. Samlet sett er trusselen moderat.

Fersk oppdrettslaks er i utgangspunktet et standardprodukt, noe som gjør det enkelt for kunder å bytte leverandør uten at det går utover verken pris eller kvalitet. Det samme gjelder i stor grad pelagiske produkter. Selv om det finnes muligheter for differensiering innen både oppdrett og pelagisk, er differensieringsmulighetene likevel begrenset. Dermed utgjør ikke differensiering en særlig barriere for nyetableringer. Vanskeligheten med å

differensiere produktene gjør det enklere for nyetableringer å ta markedsandeler, og dermed bidrar dette til økt trusselnivå i bransjen.

Som nevnt i PESTEL-analysen er lukkende- og landbaserte produksjonsanlegg en mulig trussel for bransjen. Dersom alternative anlegg øker lønnsomheten og produktiviteten vil dette øke trusselen for nyetableringer betydelig. Dette er fordi de alternative metodene vil utfordre konsesjonsmodellen som er etablert i Norge.

Trusler fra nyetableringer er *lav* slik bransjen ser ut i dag.

### **Trussel fra substitutter**

I følge Barney (2014, s. 63) er substitutter produkter som dekker omtrent det samme behovet hos kunden. Byttekostnaden og produkt differensiering påvirker hvor enkelt det er for kunder å bytte til et substitutt, og dermed påvirker det trusselen for substitutter i bransjen. Hva som kan regnes som substitutter for oppdrettslaks avhenger i stor grad av hva man vektlegger ved egenskapene til produktet. På den ene siden kan en regne alle proteinkilder fra levende organismer som substitutter, som inkluderer forskjellige kjøttprodukter, fisk og fjærkre. I utgangspunktet har alle disse alternativene et relativt høyt proteininnhold, og dermed kan alle ses på som substitutter. På en annen side har fisk en del andre helsemessige egenskaper som gjør at naturlige substitutter for laks kan begrenses til andre fiskearter.

Innen havbruk blir det produsert andre arter enn kun laks. Produksjonsvolumet er likevel begrenset grunnet svak lønnsomhet. Dermed vil reelle substitutter for oppdrettslaks i all hovedsak være villfisk. Prisen for de forskjellige artene ut til forbruker er relativ lik prisen for oppdrettslaks, men det finnes variasjoner basert på art, kvalitet og bearbeidingsgrad.

AUSS bruker det meste av den pelagiske fangsten til produksjon av fiskemel og -olje. Substitutter for fiskemel og -olje har lenge vært begrenset, men den siste tiden har vegetabilsk mel og -olje blitt viktige ingredienser i fiskefôr. De vegetabilske substituttene er betydelig billigere enn de marine råstoffene, og er mindre påvirket av sesong- og kvotemessige forhold. Av den grunn peker utviklingen i retning av mer vegetabilsk og mindre marine råstoff i fiskefôr. Om marine råstoff noen gang vil utebli i fôrproduksjonen er



vanskelig å si, men per i dag er de marine råstoffene assosiert med høyere kvalitet og en viktig strategisk komponent i fôrproduksjon.

Trusler fra substitutter er *moderat*, men oppdrettslaksen har et lavere trusselnivå enn fiskemel og -olje.

### **Forhandlingsmakt hos leverandører**

Leverandørmakt kan påvirke lønnsomheten i en bransje gjennom høye priser på innsatsfaktorer (Barney, 2014, s. 64). Forhandlingsstyrken til leverandørene er i stor grad sammenfallende med antall leverandører i bransjen. Videre påvirkes forhandlingsmakten av hvor differensierte innsatsfaktorene er og antall på substitutter. Muligheten for vertikal integrasjon og hvor viktig kundene er for leverandørene er andre faktorer som påvirker forhandlingsmakten.

Innen oppdrett utgjør fiskefôr om lag halvparten av marginalkostnadene ved produksjonen. Fôrleverandørene utgjør derfor den viktigste leverandøren for oppdrettsselskapene. Leverandørene av annet utstyr vil ikke bli drøftet nærmere da kostnadene utgjør en relativt liten andel av marginalkostnadene i produksjonen.

Markedet for fiskefôr er dominert av få, store selskaper, der de mest fremtredende er EWOS, Skretting, BioMar og Marine Harvest. Dette gjør at leverandørene i utgangspunktet har stor forhandlingsmakt. Videre er fiskefôr et avansert produkt der det kreves mye investeringer innen FoU for å skape fôr som hjelper fisken å vokse i ønsket tempo. Disse to forholdene tyder på at forhandlingsmakten er stor.

Når det kommer til vertikal integrasjon har Marine Harvest allerede startet med fôrproduksjon med et mål om å produsere 80 % av eget fôrbehov i Norge. Dette er et klart signal om at oppdrettsselskapene kan integrere vertikalt, noe som reduserer makten til leverandørene. Videre er det også noen få dominerende aktører i oppdrettsbransjen som skaper en gjensidig avhengighet mellom aktørene. Integrasjon og gjensidig avhengighet bidrar til redusert forhandlingsmakt hos leverandørene.

Innsatsfaktoren i produksjon av fiskemel og -olje er pelagisk fisk. Det er derimot vanlig at produsentene i denne bransjen er vertikalt integrert med både fartøy og produksjonsanlegg.





Dette gjør at det ikke finnes viktige leverandører av innsatsfaktorer på samme måte som for oppdrettsbransjen.

Leverandørenes forhandlingsmakt er *moderat*, men fôrproduzentene kan få redusert makt om flere av oppdrettsselskapene etterhvert integrerer vertikalt.

### **Forhandlingsmakt hos kundene**

Kundenes forhandlingsmakt er definert som kundenes mulighet til å påvirke prisen eller betingelser, og dermed påvirke lønnsomheten i bransjen (Barney, 2014, s. 66). Forhold som påvirker trusselen er blant annet antall kunder, differensierte produkter, hvor viktig produktene er for kunden og vertikal integrasjon.

Store deler av oppdrettsfisken som eksporteres videreføres ikke, noe som utelukker differensiering. Videre er det mange kjøpere og nok selgere til at leverandørene blir betegnet som pristakere. Holdbarheten til fisken påvirker også forhandlingsmakten til kundene ved at prisene kan presses ned.

Innen fiskemel og -olje er det ikke samme problematikk rundt holdbarhet, og dermed er antall fôrproducenter en viktig faktor i denne bransjen. Det er fire dominerende fôrproducenter, noe som indikerer stor makt hos kundene.

Både oppdrettslaks og fiskemel og -olje er relativt standardiserte produkter. Dette gjør at kundene ikke har spesielle byttekostnader, og dermed øker forhandlingsmakten til kundene.

Forhandlingsmakten hos kundene er *moderat* til *høy*.

### **Intern rivalisering**

Intern rivalisering kan forklares som intensiteten i konkurransen mellom de etablerte selskapene i bransjen (Barney, 2014, s. 62). Barney peker på flere forhold som påvirker konkurranseintensiteten i bransjen, som antall konkurrerende selskaper, bransjens vekst og produktdifferensiering.

Som diskutert i 3.2 (*Valg av verdsettelsesteknikk*) er bransjen for havbruk og fiske i en moden fase med moderat vekst, hvilket i utgangspunktet indikerer intern rivalisering mellom aktørene i bransjen. Videre vekst for selskapene vil i stor grad skje gjennom økt



markedsandel. Da havbruk- og fiskerinæringen har juridiske begrensninger gjennom konsesjoner og kvoter, må vekst i produksjonen skje gjennom overtakelse av eller tilførelse av nye konsesjoner/kvoter. De juridiske begrensningene er mye av grunnen til det konsentrerte markedet man ser i dag, som ble til gjennom omfattende omstruktureringer og oppkjøp. Konsesjon- og kvotesystemet bidrar til at rivalisering i bransjen er begrenset, da konkurrenter ikke uten videre kan øke produksjonen.

Selv om det er et fåtall store aktører i bransjen, er det likevel vanskelig å påvirke prisen på både oppdrettslaks og fiskemel og -olje. Den begrensede muligheten for prispåvirkning skyldes i stor grad mangelen på differensierte produkter. Selv om aktørene fokuserer på produktutvikling og merkevarebygging er laks og fiskemel og -olje standardiserte produkter der aktørene tar prisen for gitt. Mangelen på differensierte produkter tilsier at det foreligger intern rivalisering i bransjen.

Intern rivalisering er *moderat* til *lav*.

### 4.1.3 Oppsummering ekstern bransjeorientert analyse

Vi vil nå oppsummere den eksterne analysen ved å estimere bransjefordelen relatert til havbruk- og fiskerinæringen. Dersom det eksisterer muligheter for bransjen i fremtiden vil bransjefordelen øke, og tilsvarende vil bransjefordelen reduseres dersom det eksisterer trusler i miljøet eller i bransjen selv.

#### **Makroforhold**

Det er særlig tre forhold som virker å være avgjørende for fremtidsutsiktene i havbruk- og fiskerinæringen. Det første forholdet er endringer i konsesjonssystemet for å opprettholde en bærekraftig utvikling, som medfører både positive og negative effekter for bransjens lønnsomhet. Det restriktive systemet fører til store begrensninger for vekst i bransjen. Systemet fører også til at lakseprisen holder seg høy da det begrenser tilbudet i markedet.

Det andre forholdet er de økte miljøkravene som har kommet i senere tid, spesielt de grønne konsesjonene innenfor oppdrett. Dette har medført at fokuset på FoU har økt, noe som gjør bransjen enda mer kapitalintensiv enn den allerede er. Dette vil derimot gi gode muligheter for lønnsomhet i fremtiden ved at nye, innovative løsninger blir utviklet.



Det siste forholdet er den økte etterspørselen og eksporten for oppdrettslaks som ser ut til å vedvare i fremtiden. Dette skyldes den voksende verdensbefolkningen og økende popularitet for laks.

### Bransjeforhold

Fra bransjeanalysen er *trusselen fra nyetableringer* relativt lav per i dag, mye på grunn av konsesjon- og kvotesystemet i bransjen. Denne trusselen kan i midlertid øke ved at alternative oppdrettsanlegg utfordrer konsesjonssystemet. *Trusselen fra substitutter* er høyere for fiskemel og -olje enn for oppdrett, da vegetabiliske alternativer får en stadig viktigere rolle i fôrproduksjon. Samlet er det en moderat trussel fra substitutter.

*Forhandlingsmakten for leverandørene* er moderat for oppdrett grunnet dominerende aktører innen fôrproduksjon, mens den er relativt lav for pelagisk fiske og -produksjon. Grunnet standardprodukter både i oppdrett og pelagisk er *forhandlingsmakten hos kundene* moderat til høy, og de kan derfor stille en rekke krav til oppdretterne. Den *interne rivaliseringen* anses å være moderat til lav grunnet kvote- og konsesjonssystemet, differensiering og antall aktører i markedet. Tabell 4-1 oppsummerer Porters fem krefter for bransjen.

Porters fem konkurransekrefter	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer	X		
Trussel fra substitutter		X	
Forhandlingsmakt for leverandører		X	
Forhandlingsmakt hos kunder			X
Intern rivalisering		X	

Tabell 4-1 Konkurransenintensitet i bransjen basert på Porters rammeverk

Basert på analysen av Porters fem krefter mener vi at det samlet sett er moderate muligheter for å danne eller opprettholde konkurransefordeler i bransjen. Dette vil si at det er mulig, men ikke nødvendigvis enkelt å oppnå en lønnsomhet over bransjegjennomsnittet i havbruk- og fiskerinæringen.

## 4.2 Intern ressursbasert analyse – VRIO

For å vurdere om AUSS sine ressurser gir grunnlag for en strategisk fordel benytter vi en intern ressursbasert analyse. En ressursfordel defineres som at selskapet har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn bransjen. Dette innebærer at AUSS sine styrker og



svakheter relativt til bransjen reflekteres gjennom de interne ressursene. Drøftingen av AUSS sine interne ressurser kartlegges ved hjelp av en VRIO-analyse.

En VRIO-analyse tar utgangspunkt i fire betingelser for selskapets ressurser, som er presentert nedenfor. Betingelsene avgjør om virksomheten har en varig konkurransefordel, hvor bærekraftige konkurransefordelene er og kilden til konkurransefordelene (Barney, 2014, s. 144).

(V) Value - Verdifull: Har ressursen effekt på bedriftens kostnader og/eller kundenes betalingsvilje?

(R) Rarity – Sjelden: Kontrolleres ressursen på nåværende tidspunkt av kun et fåtall konkurrerende aktører?

(I) Imitability – Ikke-imiterbar: Får aktører uten ressursen en kostnadsulempa ved å skaffe seg eller utvikle ressursen?

(O) Organization – Effektivt organisert: Er selskapet organisert på en slik måte at de kan utnytte ressursen til sitt fulle konkurransemessige potensial?

Superrentabiliteten og den konkurransemessige betydning for virksomheten avhenger dermed av hvor verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og hvor effektivt organisert ressursene til virksomheten er. Ut i fra VRIO-analysen kan man derfor avgjøre om virksomheten har en styrke eller svakhet i forhold til de andre konkurrentene, og hele analyseverktøyet er vist i tabell 4-2.

Verdifull	Sjelden	Ikke- imiterbar	Effektivt organisert	Superrentabilitet	Konkurransemessig betydning	Styrke/svakhet
Nei	Nei	Nei	Nei	$ndr < ndr_B$	Konkurranseulempa	Svakhet
Ja	Nei	Nei	↕	$ndr \approx ndr_B$	Konkurranseparitet	Styrke
Ja	Ja	Nei		$ndr > ndr_B$ midlertidig	Midlertidig konkurransefordel	Styrke og særegen kompetanse
Ja	Ja	Ja	Ja	$ndr > ndr_B$ varig	Varig konkurransefordel	Styrke og varig, særegen kompetanse

Tabell 4-2 VRIO-analyseverktøy (Knivsflå, F2, 2016, s. 48) (Barney, 2014, s. 140)

### Tilgang på innsatsfaktorer

AUSS kontrollerer nesten hele verdikjeden innen oppdrett og produksjon av fiskemel og -olje gjennom sine datterselskaper. Lerøy er helintegret fra stamfiskproduksjon til videreforedling og salg innen oppdrett, mens Austral og FC kontrollerer hele verdikjeden for



produksjon av fiskemel og -olje. Pelagia og BRBI bidrar derimot til ulike deler i verdikjedene. Ved å kontrollere verdikjedene vil AUSS sine datterselskaper kunne spare kostnader, og dermed er integrerte verdikjeder en viktig ressurs. Flere av konkurrentene innen pelagisk fiske og oppdrett kontrollerer tilsvarende deler av verdikjedene, og ressursen gir dermed kun *paritet* i markedet.

I Lerøy og BRBI utgjør fôrkostnaden, som vist i figur 2-12, den største kostnadsandelen i produksjon av oppdrettsfisk. AUSS har ikke egen fôrproduksjon, og dermed må Lerøy og BRBI kjøpe fôr fra de store dominerende fôrprodusentene. Marine Harvest har integrert fôrproduksjon, og er den eneste oppdretteren som også produserer sitt eget fôr. Dersom AUSS skal tilegne seg kontroll over eget fôrbehov i de underliggende oppdrettsselskapene må det gjennomføres store investeringer, og dette vil være ressurs- og tidkrevende. Vi vurderer at det er fordelaktig å ha egen fôrproduksjon, slik at man oppnår kontroll på hele verdikjeden. AUSS har således en *konkurransulempe* i bransjen.

### **Innovasjonsevne**

AUSS har et stort fokus på bærekraftig utvikling, og i denne sammenheng vil innovasjonsevne være en verdifull ressurs. Dette viste seg gjeldende under siste konsesjonsutdeling i 2013, hvor Lerøy var en av ti aktører som fikk tildelt én konsesjon i gruppe C. For å kunne få en slik konsesjon var det krav om at aktøren måtte redusere miljøutfordringene vesentlig. Av de største aktørene i bransjen var det kun Lerøy, sammen med Marine Harvest, som ble tildelt slike konsesjoner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015B).

Lerøy har også utført betydelige investeringer i produksjon av rensefisken rognkjeks de senere årene, som gjør at de forventet å være selvforsynt med rognkjeks i alle regioner i løpet av 2015 (Lerøy, 2014). Dette gjør at Lerøy er en av de største produsentene av rognkjeks, og de har i dag betydelig større produksjon enn både Marine Harvest og SalMar. Rognkjeksstrategien sikret en betydelig reduksjon i medikamentell behandling i 2015, og det er forventet at man greier å oppnå et tilnærmet nullnivå i 2016.

AUSS sin innovasjonsevne kommer i stor grad frem gjennom datterselskapet Lerøy i oppdrettsnæringen. Innovasjonsevnen virker å være en verdifull ressurs, men siden de



største konkurrentene i oppdrettsbransjen også viser god evne til innovasjon, gir dette AUSS *konkurranseparitet*.

### **Finansiell stilling**

AUSS har i senere år hatt en egenkapitalandel på litt over 50 %, noe som er relativt solid med tanke på at de opererer i en kapitalintensiv bransje. En slik finansiell soliditet gir lavere risiko, og dermed lavere avkastningskrav til eierne. I tillegg vil en høy egenkapitalprosent være viktig i dårligere tider ved at de har en buffer til å tåle underskudd, samt lettere kunne få finansiering. Bankens covenant tilsier at AUSS må ha en egenkapitalprosent på over 30 %. De har dermed noe lavere egenkapitalkrav enn Marine Harvest og SalMar, som har 35 %. Dette er marginale forskjeller, men det kan tilsi at banken vurderer AUSS som en noe mer solid bedrift enn de to andre konkurrentene.

Det bør imidlertid påpekes at en stor andel av eiendelene deres er immaterielle eiendeler, som konsesjoner og kvoter, og disse kan representere en høyere risiko enn materielle anleggsmidler.

Konkurrentene på oppdrettssiden til AUSS er relativt like da de også er godt kapitalisert med en egenkapitalprosent på rundt 50 %, samt at de også har betydelige eiendeler i konsesjoner. I den pelagiske delen er konkurrentene i større grad enn AUSS avhengig av fangsten i enkeltområder. Dårlige fangstår på grunn av eksempelvis klimatiske forhold eller kvotereguleringer vil kunne gi økonomiske problemer. Det spekuleres blant annet i den finansielle situasjonen i CFG, eier av Copeinca, etter flere dårlige fiskesesonger i Peru (UnderCurrentNews, 2016). Dette gjør at AUSS har en verdifull, men ikke sjelden ressurs i deres sterke finansielle stilling, som gir dem *konkurranseparitet*.

### **Lokalisering**

AUSS er gjennom datterselskapene sine hovedsakelig lokalisert i Norge, Chile og Peru, noe som gjør at de spredt utover flere verdensdeler. Oppdrettsanleggene deres i Lerøy og BRBI er på norskekysten, hvor de gode havforholdene gir tilnærmet optimale vekstforhold for laksen. En annen fordel er også at de har spredt produksjonen sin utover norskekysten, og dette sikrer i stor grad at produksjonen ikke rammes like hardt ved et sykdomsutbrudd i enkelte områder.



En ulempe ved å ha all produksjonen i Norge er imidlertid at Norge et høykostland, samt at avstandene til de flere av de store eksportlandene blir store. I tillegg vil også handelsboikotter fra land som importerer norske varer være en ulempe, noe vi har sett eksempler på i senere tid. Lerøy har en liten andel av produksjonen sin i Skottland, i motsetning til Marine Harvest, som har en mye mer spredt lokalisering. AUSS har dermed en marginal ulempe når det gjelder denne ressursen i forhold til konkurrentene. De nevnte fordelene og ulempene er imidlertid nokså like for alle de store aktørene i den norske oppdrettsbransjen, bortsett fra at en av de største konkurrentene, Marine Harvest, er mer geografisk spredt. Dette gjør at AUSS har en *marginal konkurranseulempe*.

Det som derimot skiller AUSS fra konkurrentene er at de har fordelt fiskemel- og fiskeoljeproduksjonen sin mellom Norge (Pelagia), Chile (FC) og Peru (Austral). Denne differensieringen burde i utgangspunktet utgjort en fordel for AUSS, men grunnet store biologiske utfordringer i både Chile og Peru de siste årene tror vi ikke at denne fordelene har materialisert seg. Eksempelvis ble kvotene for anchoveta i andre sesong i Peru satt til null grunnet lave biomassetall, noe som følgelig har påvirket lønnsomheten til Austral. Denne utfordringen påvirker imidlertid også konkurrentene innenfor pelagisk fiske og -produksjon. Dette tilsier at AUSS ikke greier å utnytte ressursen til sitt fulle konkurransemessige potensial, altså at lokaliseringen ikke er effektivt organisert. Dermed oppnår de like lav lønnsomhet som de andre konkurrentene innenfor pelagiske fiske og -produksjon, selv om de har potensial til å gjøre det bedre. En fordel med å være lokalisert i Chile og Peru er imidlertid at lønnskostnadene er betydelig lavere der enn i Norge.

AUSS sin lokalisering innenfor pelagisk fiske- og produksjon gir per i dag bare grunnlag for konkurranseparitet, spesielt fordi lokaliseringen ikke er effektivt organisert. På lang sikt bør det derimot være muligheter for å oppnå en konkurransefordel innen pelagisk fiske- og produksjon, da de har en større geografisk spredning enn konkurrentene. De andre konkurrentene kan imidlertid kopiere dette på sikt, men dette må gjøres gjennom oppkjøp, da kvotesystemet gjør det vanskelig å etablere seg. Selv om lokaliseringen til pelagisk i utgangspunktet kunne utgjort en konkurransefordel, anser vi likevel denne ressursen som en *konkurranseparitet* per i dag.

## Produktutvikling

Produktutviklingen i AUSS skjer gjennom datterselskapene der Lerøy og BRBI står for havbruksproduksjonen, mens de resterende selskapene står for den pelagiske produksjonen. Lerøy har, i motsetning til flere av konkurrentene innen havbruk, et bredere spekter av arter i sine oppdrettsanlegg. Ved å tilby hvit fisk og skalldyr dekker de et større marked enn konkurrentene.

Videre bearbeider Lerøy store deler av laksen som slaktes. Bearbeidede produkter er mindre eksponert for prisendringer enn hel, fersk laks. Produktutvalget gjør at Lerøy, og dermed AUSS, i mindre grad påvirkes av prisendringer i lakseprisen enn konkurrentene.

Lønnsomheten til laks er imidlertid betydelig høyere enn for de andre artene, som hvit fisk og skalldyr. Dette medfører at det brede produktutvalget til Lerøy, og dermed AUSS, ikke gir noe konkurransefordel da flertallet av konkurrentene hovedsakelig også driver med oppdrettslaks. Dette tilsier at AUSS ikke greier å utnytte ressursen til sitt fulle konkurransemessige potensial, altså at produktutvalget ikke er effektivt organisert. Dersom de andre artene som Lerøy produserer blir mer effektivt organisert, og dermed lønnsomme i fremtiden, vil dette kunne gi en konkurransefordel. På nåværende tidspunkt er i utgangspunktet oppdrettslaks mer lønnsomt for AUSS, og produktutvalget gir dermed grunnlag for *konkurranseparitet*.

Grunnet de juridiske begrensningene gjennom konsesjoner og kvoter er organisk vekst vanskelig i havbruk- og fiskerinæringen. Begrenset produksjonsvolum gjør at aktørene enten må utnytte ressursene bedre eller øke marginene før å øke resultatet. Merkevarerbygging og produktutvikling er dermed viktig for aktørene i næringen. Lerøy markedsfører sine produkter under merkenavnet «Lerøy», og Pelagia markedsfører produktene under navnet «Pelagia». Flere av de andre aktørene har derimot ikke samme fokus på eget merke. En sterk merkevare vil kunne bidra til høyere betalingsvilje hos kundene, og dermed høyere marginer for datterselskapene til AUSS. Merkevarer representerer en verdifull ressurs som er sjelden i bransjen. En sterk merkevare er heller ikke lett å imitere. Salgs- og distribusjonsavdelingene i konsernet spiller også her en viktig rolle for å utnytte konkurransefordelen. Merkevarer gir dermed grunnlag for en *varig konkurransefordel*.





### Strategisk samarbeid og oppkjøp

Som nevnt under innsatsfaktorer kontrollerer AUSS mesteparten av verdikjedene i begge bransjene, i motsetning til konkurrentene som kun opererer i en av de to bransjene. Dette skulle i utgangspunktet gitt AUSS et bredere inntektsgrunnlag enn mange av konkurrentene. Heller ikke her greier AUSS å utnytte ressursen til sitt fulle konkurransemessige potensial, altså er ikke verdikjedekontrollen effektivt organisert. Dermed greier de heller ikke å utnytte stordriftsfordeler eller kunnskapsdeling mellom de kontrollerte datterselskapene, som vil kunne gi kostnadsbesparelser. I tillegg er det også mulig for konkurrenter innen eksempelvis oppdrett å gå inn i pelagisk fiske og -produksjon, men det vil kreve investeringer og ta tid. Vi velger å vektlegge at verdikjedekontrollen ikke utnyttes effektivt slik at dette gir AUSS *konkurranseparitet*.

AUSS har flere strategiske samarbeid, blant annet med eierne av SalMar. Pelagia er et felleskontrollert selskap der mesteparten av AUSS sin pelagiske omsetning stammer fra. Videre har Lerøy og SalMar en avtale om å kunne bruke hverandres slakteri og videreforedlingsfabrikker (SalMar, 2012). I tillegg har partene felles eierskap i Norskott Havbruk, som driver oppdrett i Skottland. Samarbeidsavtalene medfører flere fordeler i form av stordriftsfordeler, lavere kapitalbinding, kostnadsdeling mellom partene og styrket markedsposisjon. Slike avtaler er dermed veldig verdifulle for AUSS, og et slikt tett samarbeid med en annen aktør i bransjen er enestående. Langsiktige strategiske avtaler som dette er ikke lett å kopiere for de andre store aktørene i bransjen, og ressursen er å se på som ikke-imiterbar. Ressursene gir dermed grunnlag for *varig konkurransefortrinn* i bransjen.



### 4.2.1 Oppsummering – Intern ressursbasert analyse

Tabell 4-3 oppsummerer resultatene fra VRIO-analysen til AUSS sine ressurser.

	Verdifull	Sjelden	Ikke- imiterbar	Effektiv organisert	Konkurransemessig betydning
Tilgang på innsatsfaktorer:					
Smolt- og stamfisktilgang	Ja	Nei	-	Nei	Konkurranseparitet
Fôrproduksjon	Nei	-	-	-	Konkurranseulempe
Innovasjonsevne	Ja	Nei	-	Ja	Konkurranseparitet
Finansiell stilling	Ja	Nei	-	Ja	Konkurranseparitet
Lokalisering:					
Oppdrett	Ja	Nei	-	Ja	Marginal konkurranseulempe
Pelagisk	Ja	Nei	-	Nei	Konkurranseparitet
Produktutvikling:					
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel
Produktutvalg	Ja	Ja	Nei	Nei	Konkurranseparitet
Strategiske samarbeidsavtaler og oppkjøp:					
Verdikjedekontroll	Ja	Ja	Nei	Nei	Konkurranseparitet
Strategisk samarbeid med SalMar	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefordel

Tabell 4-3 Oppsummering av VRIO-analyse av AUSS sine interne ressurser

Gjennom VRIO-analysen har vi kommet frem til at AUSS både har ressurser som gir dem fordeler og ulemper i forhold til konkurrentene. Tilgangen på fôrproduksjon og lokalisering av oppdrett er de ressursene hvor AUSS stiller svakere enn konkurrentene. Dette er fordi de er avhengig av fôrleverandører, i motsetning til Marine Harvest som har investert i egen fôrproduksjon. I tillegg er de også mer utsatt for sykdomsutbrudd og handelsboikotter enn flere av konkurrentene da de har sentrert oppdrettsproduksjonen sin i Norge. Mange av ressursene gir AUSS konkurranseparitet, og dette gjelder smolt- og stamfisktilgang, innovasjonsevne, finansiell stilling, lokalisering av pelagisk, produktutvalg og verdikjedekontroll. Når det gjelder merkevaren til AUSS og det strategiske samarbeidet med SalMar stiller AUSS sterkere enn konkurrentene. Disse ressursene anses for å være enestående og gir grunnlag for en varig konkurransefordel.

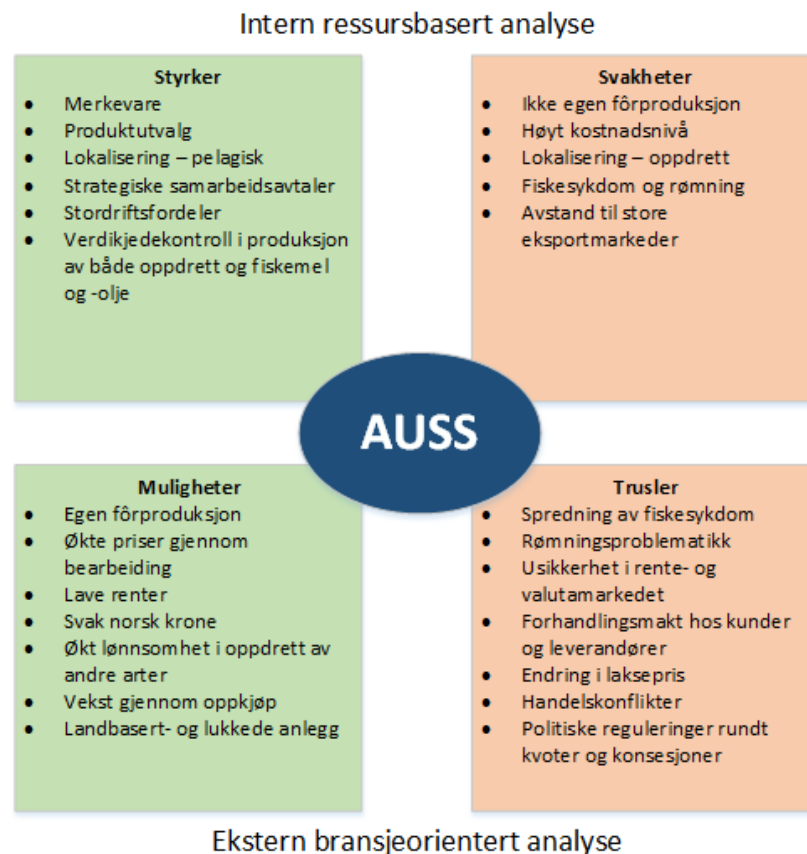
Basert på resultatene fra VRIO-analysen virker i utgangspunktet de interne ressursene til AUSS å gi konkurranseparitet. Konkurranseulempen forbundet med fôrproduksjon bør imidlertid vektlegges mer enn de andre ressursene da fôrkostnaden er den absolutt største kostnadsposten til AUSS. Hvis vi tar hensyn til dette vil ressursene i AUSS samlet utgjøre en marginal konkurranseulempe. Dermed forventer man en noe dårligere avkastning hos AUSS enn hos konkurrentene. Dette vil bli drøftet videre i den kvantitative analysen i kapittel 8.

På lang sikt vil det være stor usikkerhet knyttet til AUSS sin fremtidige avkastning grunnet egenkapitalrentabilitetens «mean reverting» – tilbakevending mot gjennomsnittet. «Mean

reverting» gjør det vanskelig å opprettholde en høyere lønnsomhet enn bransjen over tid, og tilsvarende at en lavere lønnsomhet utjevnes over tid (Knivsflå, F2, 2016). Det meste trekker dermed i retning av at AUSS på lang sikt går mot konkurranseparitet.

### 4.3 Oppsummering – strategisk fordel og risiko

SWOT-analyse er et strategisk verktøy der de eksterne og interne forholdene settes sammen for å gi en oversikt over selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler (Barney, 2014, s. 10). Bransjens rammevilkår ble kartlagt gjennom den eksterne bransjeanalysen ved bruk av både en PESTEL- og PORTER-analyse. Omgivelsene representerer muligheter og trusler i SWOT-rammeverket. AUSS sine interne forhold ble kartlagt gjennom en VRIO-analyse, og resultatene representerer selskapets styrker og svakheter. Tanken bak SWOT-analysen er at selskapet skal velge strategier som utnytter muligheter og nøytraliserer trusler gjennom bruk av styrker. Eventuelle svakheter skal derimot unngås eller forbedres (Barney, 2014, s. 10). SWOT-analysen er vist i figur 4-3.



Figur 4-3 SWOT-analyse av AUSS

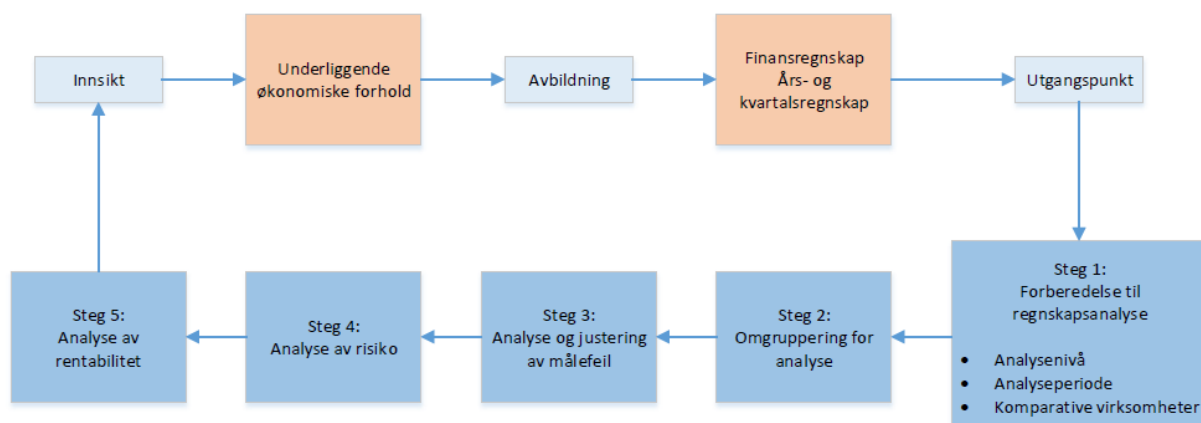
## 5 Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å få innsikt i virksomhetens underliggende økonomiske forhold gjennom analyse av virksomhetens finansregnskap. De rapporterte regnskapstallene og den historiske utviklingen gir oss videre mulighet til å predikere fremtidsregnskapet.

AUSS rapporterer som nevnt regnskapene sine etter IFRS. Dette resulterer i at regnskapet i stor grad viser de underliggende verdiene i virksomheten grunnet bruk av markedsverdier, noe som er fordelaktig for en investororientert analyse. Mye av den finansielle rapporteringen er likevel kreditororientert, slik at vi må foreta en omgruppering av regnskapet for å kunne utføre en investororientert analyse.

### 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

For å kunne utføre regnskapsanalysen har vi tatt utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå som vist i figur 5-1. Regnskapsanalysen vil videre ta utgangspunkt i AUSS og de komparative virksomhetene sine års- og kvartalsrapporter. Vi baserer oss dermed i hovedsak på Q4-2015 rapportene da årsrapporten for 2015 ikke ble offentliggjort før i mai 2016. Dette gjør at vi ikke utfører «trailing», da alle kvartalsrapportene for 2015 er offentliggjort på tidspunktet for verdsettelsen av AUSS, med unntak av Copeinca som ikke utga kvartalsrapporter i 2015. I tillegg er det verdt å påpeke at det også kunne vært nyttig å benytte seg av Q1-2016 i analysen, men disse ble heller ikke offentliggjort før i mai 2016. En utfordring er imidlertid at kvartalsrapportene gjennomgående har et lavere detaljnivå enn årsrapportene, spesielt på noteinformasjon.



Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, F3, 2016, s. 15)

### **Steg 1: Forberedelse til regnskapsanalyse**

Før selve regnskapsanalysen kan utføres er det visse fundamentale forberedelser som må foretas, herunder valg av analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter. Disse valgene vil bli redegjort for i 5.2 (*Forberedelse til regnskapsanalyse*).

### **Steg 2: Omgruppering for analyse**

Det første steget i selve regnskapsanalysen er en omgruppering av de rapporterte regnskapstallene, for senere å kunne utføre en investororientert analyse. Dermed vil den videre regnskapsanalysen være rettet mot eierne, både dagens eiere og potensielle eiere i fremtiden. Dette innebærer at regnskapet gjøres verdiorientert. Omgrupperingen fører også til at vi får et skarpere skille mellom normale/unnormale- og driftsrelaterte og finansielle poster.

### **Steg 3: Analyse og justering av målefeil**

Det neste steget i regnskapsanalysen er analyse og justering av eventuelle målefeil, og dette blir nærmere diskutert i kapittel 5.5 (*Analyse av målefeil og justering*). Dette fordi det rapporterte nettoresultatet normalt inneholder målefeil, som bør korrigeres for. Formålet med analyse av målefeil er dermed å justere regnskapet, slik at det forhåpentligvis bedre reflekterer de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten (Knivsflå, F6, 2016). Det er likevel verdt å merke seg at disse justeringene ikke nødvendigvis vil være hensiktsmessige, da det er en viss risiko for at de vil tilføre ytterligere støy i regnskapet. Bakgrunnen for dette er at vi som eksterne analytikere sitter med mindre informasjon enn det selskapet selv gjør.

### **Steg 4: Analyse av risiko**

Ut ifra det omgrupperte og justerte regnskapet vil det siste steget i regnskapsanalysen være forholdstallanalyse. Denne kan videre deles opp i analyse av risiko, som utføres i steg 4, samt analyse av rentabilitet, som utføres i steg 5. Det vil også være hensiktsmessig å dele risikoanalysen opp i to deler, hvorav den kortsiktige risikoen vurderes ut ifra en likviditetsanalyse, mens den langsiktige risikoen vurderes ut ifra en soliditetsanalyse. Basert på de to risikoanalysene ovenfor vil man komme frem til en syntetisk rating for AUSS og bransjeutvalget. Hele risikoanalysen presenteres i kapittel 6. Videre vil den syntetiske



ratingen få betydning for fastsettelsen av det finansielle avkastningskravet som presenteres i 7.3 (*Finansielle krav*).

### **Steg 5: Analyse av rentabilitet**

Helt tilslutt vil rentabilitetsanalysen avgjøre om virksomhetens rentabilitet er høyere enn de relevante avkastningskravene, også kalt superrentabilitet. Videre vil de underliggende kildene til superrentabiliteten forklares ved hjelp av dekomponering av ulike nøkkeltall. Ut ifra denne analysen kan vi tallfeste drifts- og finansieringsfordeler. Deretter kan man finne ut om en eventuell strategisk fordel relaterer seg til spesifikke forhold ved AUSS eller til bransjen som helhet. Vi får dermed et tall på den strategiske fordelene, og følgelig en kobling til de tidligere funnene i den strategiske analysen i kapittel 4.

## **5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse**

Før man kan gjennomføre regnskapsanalysen må det avklares hvilken informasjon som skal brukes, hvor lang analyseperioden skal være og hvilke komparative virksomheter som skal utgjøre bransjegjennomsnittet. I de påfølgende avsnittene vil vi begrunne valgene som blir gjort for den videre analysen av regnskapstallene.

### **5.2.1 Valg av analysenivå**

En analyse av virksomheter kan gjennomføres på ulike måter, enten ved å analysere virksomheten som helhet, eller ulike forretningsområder hver for seg. Virksomheter med svært ulike forretningsområder bør analyseres med hensyn på de ulike forretningsområdene, ikke som helhet (Knivsflå, F3, 2016). Ved å analysere forretningsområdene hver for seg blir det lettere å sammenligne med tilsvarende virksomheter. En forutsetning for å kunne analysere forretningsområder hver for seg er at det foreligger nok informasjon om de ulike forretningsområdene, men slik informasjonstilgang kan ofte være en utfordring. Dette fordi forretningsområder ofte er organisert som private selskaper (AS), og ikke børsnoterte, og følgelig er informasjonsgrunnlaget til morselskapets konsernregnskap begrenset.

AUSS består av to forretningsområder: 1) oppdrett og 2) pelagisk fiske og -produksjon. Begge de to forretningsområdene er innenfor fiske, men ulikheter mellom dem gjør at de ideelle likevel er å analysere forretningsområdene hver for seg. Utfordringen er at datterselskapene



innen pelagisk ikke er børsnotert, i tillegg til at informasjonen om både Austral og FC i hovedsak er på spansk. Dette gjør at man må ta utgangspunkt i årsregnskapet til AUSS, noe som ikke gir en god nok inndeling av de ulike selskapene til å kunne gjennomføre analyse av den pelagiske delen separat. Med bakgrunn i dette, samt at pelagisk virksomhet utgjør en vesentlig del, vil den videre analysen ta for seg AUSS som helhet.

Videre kan det diskuteres om det er relevant å analysere selskapsregnskapet til AUSS. Selskapsregnskapet viser investeringene i datterselskapet i form av balanseposter og resultatposter, mens konsernregnskapet viser de økonomiske forholdene til AUSS og datterselskapene samlet. Konsernregnskapet gir et mer omfattende og helhetlig bilde av den samlede virksomheten, og av den grunn brukes konsernregnskapet i den videre analysen.

### 5.2.2 Valg av analyseperiode

Analyseperioden sier hvor langt tilbake i tid man skal analysere. Nøyaktig hvor langt tilbake man bør analysere avhenger av både bransjen og virksomheten (Knivsfå, F3, 2016). Har virksomheten endret seg betydelig i senere år, taler dette for en kortere periode enn hvis situasjonen har vært stabil. Er bransjen syklisk vil det være nødvendig å få med både nedgang og oppgang i syklusen for å kunne danne et normalbilde. Oppdrettsbransjen har historisk blitt karakterisert som en syklisk bransje der utviklingen i lakseprisen er driveren.

AUSS har 75 % av omsetningen sin innen oppdrett, noe som gjør AUSS avhengig av lakseprisen. Da AUSS, gjennom Lerøy, er en etablert aktør innen oppdrett følger AUSS den generelle syklusen i bransjen. Det er dermed viktig å ta med en hel syklus i analyseperioden. Videre har det de senere årene vært en økning i konsesjoner og oppkjøp i AUSS, noe som taler for en kortere periode. Ved å velge en analyseperiode på seks år blir både vekst i AUSS og syklusen i oppdrettsbransjen hensyntatt. Vi har derfor valgt å analysere perioden fra 2010 til 2015, inkludert 2009, for beregning av endringstall i 2010.

Ved å velge en analyseperiode på seks år for en syklisk bransje er det en viss fare for at man ikke får med nøyaktig en hel syklus. Dette fordi varigheten på syklusene normalt ikke er like lange, og dermed er det vanskelig å sette en eksakt analyseperiode. Videre er det en sjanse for at analyseperioden vi har satt for havbruk- og fiskerinæringen ikke inneholder like mange bunner og toppe.

### 5.2.3 Valg av komparative virksomheter

Bransjegjennomsnittet representerer en målestokk ved analyse av prestasjonene til en enkel virksomhet. For å danne et best mulig bransjegjennomsnitt må en velge et utvalg komparative virksomheter som er relativt lik AUSS. Utvalget vil gi et viktig sammenligningsgrunnlag for analysen av AUSS sin lønnsomhet og finansielle risiko.

Selskapene som danner bransjegjennomsnittet i denne analysen er Marine Harvest, SalMar, Omega, Exalmar og Copeinca. Bakgrunnen for valgene er diskutert i 2.4 (*Konkurrenter*). En svakhet ved valget av komparative virksomheter er at Marine Harvest er en dominerende aktør i bransjen med høyere omsetning enn AUSS og SalMar tilsammen. Dette gjør at gjennomsnittet i stor grad representerer regnskapstallene til Marine Harvest. Det blir likevel en bedre løsning enn å utelate en dominerende aktør.

I strategisk regnskapsanalyse er det ønskelig å ta med AUSS i utarbeidelsen av bransjegjennomsnittet (Knivsflå, F3, 2016). Det er ulike synspunkter på om dette er riktig. Det å inkludere AUSS i bransjegjennomsnittet vil redusere Marine Harvest sin dominans. Et argument som taler mot inkludering av AUSS, er at målet med et bransjesnitt er å sammenligne AUSS med resten av bransjen. Ved å inkludere AUSS i bransjesnittet, vil man derfor til en viss grad sammenligne regnskapstall med seg selv. Vi velger likevel å ta med AUSS i bransjesnittet, da Marine Harvest har en veldig dominerende posisjon.

## 5.3 Presentasjon av rapporterte tall

I dette avsnittet presenteres resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapitalen til AUSS. Den presenterte regnskapsinformasjonen er hentet fra de siste tilgjengelige årsrapportene fra 2009 til 2014, samt kvartalsrapporten for 4. kvartal i 2015. Alle tall er oppgitt i NOK 1 000. Kvartalsrapporten viser foreløpige tall, og har et lavere detaljnivå enn årsrapporten. Det vil derfor være nødvendig å benytte historiske forholdstall til å splitte opp talldataene i kvartalsrapporten. Dette vil ikke gi 100 % riktige data, men det vil være bedre enn å se bort ifra de foreløpige tallene.

Presentasjonen av regnskapstallene er basert på oppstillingsplanen etter IFRS (IAS1). Det er videre foretatt visse omgrupperinger for å kunne skille mellom drift og finans, samt normale og unormale poster i resultatregnskapet. En slik omgruppering bidrar til å gjøre





resultatregnskapet investororientert, og bidrar til videre investororienterte analyser (Knivsfå, F4, 2016). Tabell 5-1, 5-2 og 5-3 presenterer henholdsvis resultatregnskapet, balansen og endring i egenkapitalen til AUSS gjennom analyseperioden 2010-2015, samt 2009 for endringstall.

### Resultatregnskap AUSS: 2009 – 2015

Alle tall i 1000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Resultatregnskap for konsernet</b>							
Driftsinntekter	11 237 313	12 496 530	12 029 060	11 004 909	12 542 713	14 228 426	15 095 944
Varekostnader	-7 203 017	-7 818 639	-7 440 817	-7 473 524	-7 478 855	-8 529 316	-9 373 171
Lønn og personalkostnader	-1 172 508	-1 253 809	-1 456 731	-1 384 178	-1 477 965	-1 607 412	-1 797 059
Andre driftskostnader	-1 027 389	-1 131 476	-1 218 250	-1 143 106	-1 320 972	-1 691 260	-1 859 188
<b>Driftsresultat før avskrivninger og verdijuseringer av biologiske eiendeler (EBITDA)</b>	<b>1 834 399</b>	<b>2 292 606</b>	<b>1 913 259</b>	<b>1 004 101</b>	<b>2 264 921</b>	<b>2 400 438</b>	<b>2 066 526</b>
Avskrivninger	-465 535	-498 290	-507 749	-508 185	-579 156	-630 307	-749 754
<b>Resultat før unormale poster</b>	<b>1 368 864</b>	<b>1 794 316</b>	<b>1 405 510</b>	<b>495 916</b>	<b>1 685 765</b>	<b>1 770 131</b>	<b>1 316 772</b>
Verdijustering av biologiske eiendeler	60 483	298 538	-615 767	294 735	828 834	-379 758	246 567
Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	-13 667	-58 762	-4 590	-25 858	-89 541	-30 114	-107 886
Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	16 198	44 002	5 075	-24 890	115 170	115 751	55 693
Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader	71 098	204 219	127 439	190 860	-	-	121 856
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>1 502 976</b>	<b>2 282 313</b>	<b>917 667</b>	<b>930 763</b>	<b>2 540 228</b>	<b>1 476 010</b>	<b>1 633 003</b>
Nettoresultat tilknyttet selskap - normalt	80 341	191 761	45 793	35 855	194 328	217 381	264 279
Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	-	-	-	-	-	-	-
Finansinntekt - normal	44 295	72 889	97 641	70 146	53 115	63 255	90 186
Finanskostnad - normal	-354 792	-308 461	-300 606	-291 782	-291 533	-263 265	-313 401
Unormalt finansresultat	57 512	-13 010	11 941	70 314	-31 702	-146 908	-101 930
<b>Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>1 330 332</b>	<b>2 225 492</b>	<b>772 436</b>	<b>815 296</b>	<b>2 464 436</b>	<b>1 346 473</b>	<b>1 572 137</b>
Skattekostnad - normal	-346 062	-477 279	-244 880	-232 817	-630 579	-348 680	-292 986
Skattekostnad - unormal	3 679	17 867	-893	-658	7 908	2 878	3 955
<b>Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>987 949</b>	<b>1 766 080</b>	<b>526 663</b>	<b>581 821</b>	<b>1 841 765</b>	<b>1 000 671</b>	<b>1 283 106</b>
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	59 085	-238 699	-	-
<b>Årsresultat før minoritet</b>	<b>987 949</b>	<b>1 766 080</b>	<b>526 663</b>	<b>640 906</b>	<b>1 603 066</b>	<b>1 000 671</b>	<b>1 283 106</b>
Netto minoritetsresultat - normalt	-211 685	-462 865	-125 823	-172 243	-723 422	-356 449	-448 690
Netto minoritetsresultat - unormalt (20%)	-52 921	-81 682	-31 456	-43 061	-180 856	-89 112	-112 173
<b>Årsresultat</b>	<b>723 343</b>	<b>1 221 533</b>	<b>369 384</b>	<b>425 602</b>	<b>698 788</b>	<b>555 110</b>	<b>722 243</b>
Andre driftsrelaterte resultatenelement	-415 507	28 664	133 974	-141 895	113 805	433 750	394 708
Andre finansielle resultatenelement	-	-	3 564	-7 200	-487	-	-
<b>Årsresultat til majoritet (ÅRE)</b>	<b>307 836</b>	<b>1 250 197</b>	<b>506 922</b>	<b>276 507</b>	<b>812 106</b>	<b>988 860</b>	<b>1 116 951</b>
Foreslått utbytte	243 261	304 076	202 717	243 260	324 348	405 434	445 978

Tabell 5-1 Resultatregnskap til AUSS i perioden 2009-2015. Røde felt illustrerer unormale poster

## Balanseoppstilling AUSS: 2009 – 2015

Alle tall i 1000 NOK							
Balanse for konsernet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Goodwill	1 763 854	1 641 845	1 649 442	1 567 003	1 593 739	1 722 644	2 080 995
Utsatt skattefordel	28 084	23 446	29 442	174 084	204 428	169 379	131 675
Konsesjoner	3 603 097	4 306 533	4 350 871	5 165 005	5 208 866	5 538 545	5 899 032
Merkenavn	204 363	52 993	53 062	50 000	50 000	50 000	50 000
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>5 599 398</b>	<b>6 024 817</b>	<b>6 082 817</b>	<b>6 956 092</b>	<b>7 057 033</b>	<b>7 480 568</b>	<b>8 161 702</b>
Skip	697 851	567 480	541 244	676 534	679 520	699 923	949 354
Tomter, bygninger og andre driftsmidler	3 173 199	3 297 464	3 439 027	3 496 385	3 773 146	4 249 364	4 581 699
Investeringer i tilknyttede selskaper	492 391	953 051	1 157 431	371 806	777 873	1 563 187	1 766 591
Investeringer i andre selskaper	40 728	39 558	49 143	44 052	31 343	33 836	33 428
Andre langsiktige fordringer	136 690	76 246	45 699	40 730	52 848	66 712	61 159
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>4 540 859</b>	<b>4 933 799</b>	<b>5 232 544</b>	<b>4 629 507</b>	<b>5 314 730</b>	<b>6 613 022</b>	<b>7 392 231</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>10 140 257</b>	<b>10 958 616</b>	<b>11 315 361</b>	<b>11 585 599</b>	<b>12 371 763</b>	<b>14 093 590</b>	<b>15 553 933</b>
Varebeholdning	838 361	758 273	913 786	608 874	745 360	839 410	1 165 013
Biologiske eiendeler	1 858 562	2 706 733	2 370 938	2 883 975	3 962 091	3 882 579	4 374 900
Kundefordringer	1 476 172	1 341 112	1 189 131	1 154 154	1 744 953	1 637 571	1 655 026
Andre fordringer	354 241	466 947	402 331	546 434	623 634	692 700	621 047
Eiendeler som klassifisert som holdt for salg	-	-	-	1 071 111	1 793 241	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	1 623 616	2 810 554	2 382 938	2 168 684	1 443 314	2 198 148	2 470 395
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>6 150 952</b>	<b>8 083 619</b>	<b>7 259 124</b>	<b>8 433 232</b>	<b>10 312 593</b>	<b>9 250 408</b>	<b>10 286 381</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>16 291 209</b>	<b>19 042 235</b>	<b>18 574 485</b>	<b>20 018 830</b>	<b>22 684 356</b>	<b>23 343 998</b>	<b>25 840 314</b>
Aksjekapital	101 359	101 359	101 359	101 359	101 359	101 359	101 359
Egne aksjer	-	-	-	-35 306	-35 306	-35 306	-35 306
Overkursfond	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549
Opptjente egenkapital	1 700 890	2 682 409	2 870 839	3 294 507	3 876 954	4 541 467	5 256 429
Ikke-kontrollerende eierinteresser	1 579 684	2 613 544	2 513 860	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777
<b>Sum egenkapital</b>	<b>7 095 482</b>	<b>9 110 861</b>	<b>9 199 607</b>	<b>10 119 794</b>	<b>11 464 196</b>	<b>12 360 106</b>	<b>13 610 808</b>
Utsatt skatt	1 757 247	1 986 804	1 813 520	2 142 874	2 381 823	2 407 445	2 778 079
Pensjonsforpliktelser og andre forpliktelser	30 177	20 493	22 246	80 984	64 344	169 447	154 385
Lån	4 535 714	4 894 518	4 317 616	4 620 442	5 259 327	4 811 026	5 352 328
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>6 323 137</b>	<b>6 901 815</b>	<b>6 153 382</b>	<b>6 844 300</b>	<b>7 705 494</b>	<b>7 387 918</b>	<b>8 284 792</b>
Lån	1 314 277	1 154 212	1 426 575	1 541 105	1 297 696	1 363 092	1 956 227
Leverandørgjeld	881 079	841 069	843 279	921 403	1 191 136	1 172 683	1 004 075
Betalbar skatt	125 599	410 054	388 889	105 731	379 705	384 014	449 474
Annen kortsiktig gjeld	551 635	624 224	562 753	486 497	646 129	676 185	534 938
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>2 872 590</b>	<b>3 029 559</b>	<b>3 221 496</b>	<b>3 054 736</b>	<b>3 514 666</b>	<b>3 595 974</b>	<b>3 944 714</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>9 195 727</b>	<b>9 931 374</b>	<b>9 374 878</b>	<b>9 899 036</b>	<b>11 220 160</b>	<b>10 983 892</b>	<b>12 229 506</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>16 291 209</b>	<b>19 042 235</b>	<b>18 574 485</b>	<b>20 018 830</b>	<b>22 684 356</b>	<b>23 343 998</b>	<b>25 840 314</b>

Tabell 5-2 Balanseoppstilling til AUSS i perioden 2009-2015

## Endring i egenkapital AUSS: 2009 – 2015

Endring i EK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EK 01.01	4 628 052	5 515 798	6 497 317	6 685 747	7 074 109	7 656 556	8 321 069
Totalresultat	307 836	1 250 197	506 922	276 506	812 106	988 860	1 116 951
Betalt utbytte	-	-243 261	-304 076	-202 717	-243 260	-324 348	-405 435
Netto kapitalinnskudd	574 199	-33 030	-2 263		1 044	-	
Driftsrelatert "Dirty Surplus"	4 275	8 505	-4 733	-11 339	12 557	1	3 446
Finansielt "Dirty Surplus"	1 436	-892	-7 420		-	-	
Omarbeidingsdifferanse				325 912			
<b>EK 31.12</b>	<b>5 515 798</b>	<b>6 497 317</b>	<b>6 685 747</b>	<b>7 074 109</b>	<b>7 656 556</b>	<b>8 321 069</b>	<b>9 036 031</b>

Tabell 5-3 Endring i egenkapital til AUSS i perioden 2009-2015

Vi har valgt å legge til en post i tabell 5-3 på kr 325 912 som vi har kalt «omarbeidsdifferanse». Begrunnelsen for en slik post er for å få egenkapitalen 31.12.2012 og 01.01.2013 til å samsvare. Av årsrapporten 2013 får vi oppgitt at egenkapitalen per 31.12.2012 er kr 6 748 197, mens årsrapporten 2014 oppgir at egenkapitalen per 01.01.2013 er kr 7 074 109. Det står ingen ytterligere forklaring til denne differansen i årsrapportene, men vi har valgt å legge til denne posten for å få endringen i egenkapital til «å gå opp».

## 5.4 Omgruppering for analyse

Oppstillingen i regnskapet i henhold til IFRS er i utgangspunktet mer kreditororientert enn investororientert da det i stor grad er fokus på rentedekning i resultatregnskapet og gjeldsdekning i balansen. En verdivurdering av egenkapitalen til AUSS krever en mer investororientert oppstilling der skillet mellom verdiskapning og verdiutdeling kommer tydeligere frem. Skillet vil videre gjøre det enklere å analysere rentabilitet og vekst. Ved å omgruppere tallene skreddersyr man dermed regnskapsinformasjonen for analyse (Knivsflå, F3, 2016).

### 5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet består av fire steg (Knivsflå, F4, 2016):

Steg 1 – Identifisere det fullstendige resultatet

Steg 2 – Fordel fullstendig nettoresultat

Steg 3 – Identifisere normale og unormale poster

Steg 4 – Fordeling av skattekostnad

#### **Steg 1 – Identifisere det fullstendige resultatet**

Vi benytter oss av følgende formel for å finne det fullstendige resultatet (Knivsflå, F4, 2016):

$$FNR = \text{Rapportert årsresultat (ÅRE)} + \text{Annet fullstendig resultat (AFR)} + \text{"Dirty Surplus"}$$

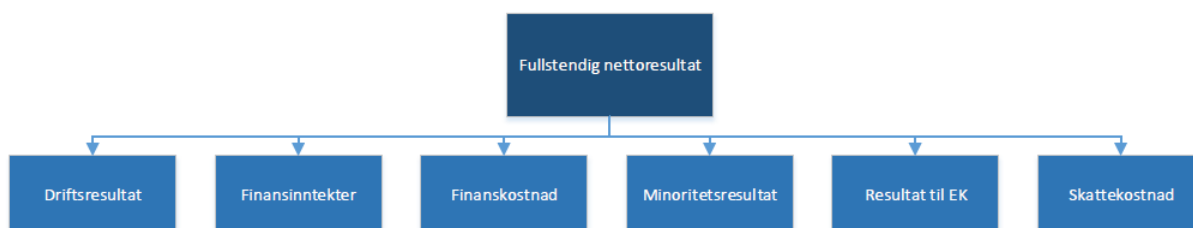
Ettersom AUSS rapporterer etter IFRS er hovedregelen etter IAS 1 at alle inntekter og kostnader skal resultatføres, med mindre andre standarder tillater eller krever noe annet. Det skal da rapporteres under posten «Annet fullstendig resultat» (AFR). Videre er det visse inntekter og kostnader som blir ført direkte mot egenkapitalen, og dette er brudd på kongruensprinsippet (Knivsflå, F4, 2016). Resultatet fra slike poster inngår i det man kaller «Dirty Surplus» (DSP). Tabell 5-4 presenterer fullstendig nettoresultat.

Fullstendig nettoresultat		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Åresresultat til majoritet	ÅRE	723 343	1 221 533	369 387	425 602	698 788	555 110	899 793
Andre driftsrelaterte resultatелеment	DAFR	-415 507	28 664	133 974	-141 895	113 805	433 750	394 708
Andre finansielle resultatелеment	FAFR	-	-	3 564	-7 200	-487	-	-
<b>Rapportert totalresultat</b>		<b>307 836</b>	<b>1 250 197</b>	<b>506 925</b>	<b>276 507</b>	<b>812 106</b>	<b>988 860</b>	<b>1 294 501</b>
Driftsrelatert "dirty surplus"	DDSP	4 275	8 505	-4 733	-11 339	12 557	1	3 446
Finansielt "dirty surplus"	FDSP	1 436	-892	-7 420	-	-	-	-
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>FNR</b>	<b>313 547</b>	<b>1 257 810</b>	<b>494 772</b>	<b>265 168</b>	<b>824 663</b>	<b>988 861</b>	<b>1 297 947</b>

Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat til AUSS i perioden 2009-2015

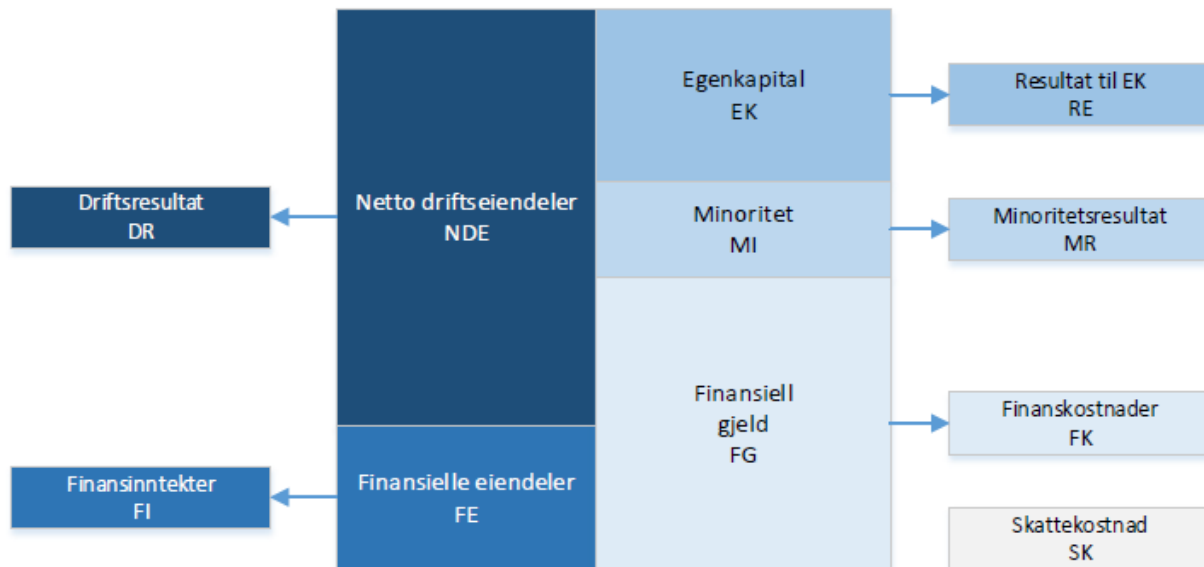
## Steg 2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat kan deles inn i driftsrelaterte og finansielle poster. Videre kan resultatet fordeles på de forskjellige kapitalene i balansen. Ved å dele resultat på de ulike kapitalene vil verdiskapningen i virksomheten belyses. Fordelingen av resultatet kan skje både før og etter skatt. Knivsflå fordeler resultatet etter skatt, altså nettoresultatene til kapitalene (Knivsflå, F5, 2016). Netto resultatposter i den videre utredningen er derfor poster etter skatt. Resultater før skatt er likevel vanligere i praksis da skattefordelingen, som vi kommer tilbake til i steg 4, sjeldent utføres i praksis. I figur 5-2 velger vi derfor å illustrere fordelingen før skatt.



Figur 5-2 Fordeling av fullstendig nettoresultat

Figur 5-3 illustrerer sammenhengen mellom resultatene og de ulike kapitalene i balansen. Resultatelementene på eiendelssiden ( $DR + FI$ ) fordeles på finansieringssiden ( $FK + SK + MR + RE$ ). Ved å skille mellom drift og finans, sikrer man at resultat og balansen henger sammen. Eksempelvis må finansinntekter være knyttet til finansielle eiendeler.



Figur 5-3 Sammenheng mellom balansen og resultatene før skatt

Tabell 5-5 og 5-6 presenterer fullstendig drifts- og finansresultat før skatt. «Annet fullstendig resultat» er i det opprinnelige resultatregnskapet beregnet implisitt, men her har vi skilt mellom drift og finans ut i fra informasjon i notene. Det samme gjelder også for «dirty surplus». *FDSP* er i all hovedsak opsjoner, mens *DDSP* typisk er konsernetableringer og annet-post. *FAFR* fremkommer kun i årene 2011-2013, og er «verdiregulering finansielle eiendeler tilgjengelig for salg». Resterende beløp under *OCI* er dermed *DAFR*, da ingen av de resterende postene gikk i retning av å være finansielle. Typiske poster for *DAFR* er dermed «omregningsdifferanser», «verdiendring finansielle instrumenter (kontantstrømsikring)», «skatteeffekt på resirkulerbare poster i utvidet regnskap», samt en del mindre poster.

Fullstendig driftsresultat		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	<i>DI</i>	11 385 092	13 043 289	11 545 807	11 465 614	13 486 717	13 964 419	15 697 611
Driftskostnader	<i>DK</i>	-9 882 116	-10 760 976	-10 628 137	-10 534 851	-10 946 489	-12 488 409	-13 887 058
<b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b><i>DR</i></b>	<b>1 502 976</b>	<b>2 282 313</b>	<b>917 670</b>	<b>930 763</b>	<b>2 540 228</b>	<b>1 476 010</b>	<b>1 810 553</b>
Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	<i>DI</i>	80 341	191 761	45 793	35 855	194 328	217 381	264 279
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	<i>DAFR</i>	-415 507	28 664	133 974	-141 895	113 805	433 750	394 708
Driftrelatert "Dirty Surplus"	<i>DDSP</i>	4 275	8 505	-4 733	-11 339	12 557	1	3 446
<b>Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b><i>FDR</i></b>	<b>1 172 085</b>	<b>2 511 243</b>	<b>1 092 704</b>	<b>813 384</b>	<b>2 860 918</b>	<b>2 127 142</b>	<b>2 472 986</b>

Tabell 5-5 Fullstendig driftsresultat før skatt til AUSS i perioden 2009-2015

Fullstendig finansresultat		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finansinntekt	<i>FI</i>	101 807	72 889	109 582	140 460	53 120	63 255	90 186
Finanskostnad	<i>FK</i>	-354 792	-321 471	-300 606	-291 782	-323 240	-410 173	-415 331
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	<i>FI</i>	-	-	-	59 085	-238 699	-	-
Finansielt annet fullstendig resultat	<i>FAFR</i>	-	-	3 564	-7 200	-487	-	-
Finansielt "Dirty Surplus"	<i>FDSP</i>	1 436	-892	-7 420	-	-	-	-
<b>Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b><i>FFR</i></b>	<b>-251 549</b>	<b>-249 474</b>	<b>-194 880</b>	<b>-99 437</b>	<b>-509 306</b>	<b>-346 918</b>	<b>-325 145</b>

Tabell 5-6 Fullstendig finansresultat før skatt til AUSS i perioden 2009-2015

### Steg 3 – Identifisere normale og unormale poster

Etter at det fullstendige resultatet er delt inn i drift og finans, er det viktig å skille mellom normale og unormale poster. Hva som er normalt og unormalt er viktig innsikt, da de normale postene trolig vil gi et bedre bilde av forventede resultat i fremtiden enn de unormale. Skillet er viktig for både investorer og kreditorer ved verdi- eller kredittvurdering av selskapet.

Knivsflå (F4, 2016) definerer normale poster som varige, permanente eller normale poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode, og er følgelig relevante for fremtiden. De normale postene er ofte stabile, og vil derfor kunne indikere en trend på utviklingen. Normale regnskapsposter er typisk driftsinntekter, driftskostnader og rentekostnader. Dette er poster som det ikke forventes store endringer i, gitt samme markedssituasjon.

De unormale postene er poster som ikke kan forventes å komme tilbake. Knivsflå (F4, 2016) definerer unormale poster som poster som bare virker inn på en eller et fåtall perioder, og som derfor er lite relevante for fremtiden. Disse postene vil da ikke være relevante for fremskriving eller budsjettering. Typiske poster under denne kategorien er nedskrivning på eiendeler eller verdiendring på finansielle instrumenter. De unormale postene er ofte ustabile, og er dermed uten en trend.

En mulig svakhet med de normale og unormale regnskapspostene er at skillet gir muligheter for ledelsen til å «pynte på» resultatet. I en artikkel om «røde flagg» i regnskapet diskuterer førsteamanuensis Terje Heskestad litt rundt dette tema. Det kan tenke seg at ledelsen vil være fristet til systematisk å legge visse normale kostnader under de unormale postene, og unormale inntekter under de normale postene. På denne måten vil det normale resultatet bli kunstig høyt (Heskestad, 2015). Det vil være styret sitt ansvar å sørge for at ledelsen rapporterer i henhold til lovverket.

En kan videre tenke at det i det lange løp ikke vil være noen unormale poster for et konsern, da eksempelvis nedskrivninger og verdiendringer er en naturlig del av det å drive et børsnotert selskap. Denne avhandlingen vil likevel ta utgangspunkt i Knivsflå sin presenterte fremgangsmåte og de rapporterte tallene til AUSS, da det ikke foreligger bevis for skjevfordeling av unormale og normale poster.

Videre presenteres de unormale postene, fordelt på unormalt drift- og finansresultat. Øvrige poster i finansregnskapet anses som normale.

#### Unormale driftsrelaterte poster:

- *Verdijustering av biologiske eiendeler* følger standarden IAS 41. Standarden tilsier at lakseprisen på balansedagen benyttes for å fastsette verdien på den utestående biomassen. Verdien justeres for prisendringer og tilvekst/uttak i biomassen. Dette er en regnskapspost som vil være tilstede hver regnskapsperiode og utgjør en stor andel av resultatet. Dermed kan posten anses som normal. Prissvingningene vil sammen med usikkerheten rundt pris på realisasjonstidspunkt gjøre at posten likevel eigner seg dårlig til bruk i fremtidsregnskap. Verdijusteringen for biologiske eiendeler klassifiseres derfor som en unormal post, og er dermed den største unormale posten.
- *Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler* klassifiseres som unormal, da salg er en engangshendelse.
- *Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler* er å anse som unormal. Nedskrivninger skjer ved uforutsette omstendigheter, og gir dermed lite grunnlag for prediksjon av fremtiden.
- *Netto andre driftsrelaterte inntekter/-kostnader* består av diverse engangshendelser som klassifiseres som unormale.

#### Unormalt driftsresultat

Unormalt driftsresultat	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Verdijustering av biologiske eiendeler	60 483	298 538	-615 767	294 735	828 834	-379 758	246 567
Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	-13 667	-58 762	-4 590	-25 858	-89 541	-30 114	-107 886
Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	16 198	44 002	5 075	-24 890	115 170	115 751	55 693
Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader	71 098	204 219	127 439	190 860	-	-	121 856
Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	-	-	-	-	-	-	-
Andre driftsrelaterte resultatelement	-415 507	28 664	133 974	-141 895	113 805	433 750	394 708
Driftsrelatert "dirty surplus"	4 275	8 505	-4 733	-11 339	12 557	1	3 446
<b>Unormalt driftsresultat</b>	<b>-277 120</b>	<b>525 166</b>	<b>-358 602</b>	<b>281 613</b>	<b>980 825</b>	<b>139 630</b>	<b>714 385</b>

Tabell 5-7 Unormalt driftsresultat til AUSS i perioden 2009-2015

#### Unormale finansielle poster:

- *Unormalt finansresultat* representerer både finansinntekter og -kostnader. Posten inkluderer valutagevinster/-tap, nedskrivning av finansielle eiendeler og tap på salg av aksjer i tilknyttet selskap. Denne posten klassifiseres som unormal, da postene er engangshendelser.



- Andre finansielle resultatetelementer er unormale, og består i stor grad av gevinst/tap ved valutaterminkontrakter.
- Finansielt «Dirty Surplus» er finansielle poster som er ført direkte mot egenkapitalen, som for eksempel opsjoner.

### Unormale finansielle poster

Unormalt finansresultat	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormalt finansresultat	57 512	-13 010	11 941	70 314	-31 702	-146 908	-101 930
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	59 085	-238 699	-	-
Andre finansielle resultatetelement	-	-	3 564	-7 200	-487	-	-
Finansielt "Dirty Surplus"	1 436	-892	-7 420	-	-	-	-
<b>Unormalt finansresultat</b>	<b>58 948</b>	<b>-13 902</b>	<b>8 085</b>	<b>122 199</b>	<b>-270 888</b>	<b>-146 908</b>	<b>-101 930</b>

Tabell 5-8 Unormalt finansresultat til AUSS i perioden 2009-2015

### Steg 4 – Fordeling av skattekostnad

Siste steg i omgrupperingen av resultatregnskapet er fordeling av skattekostnad. Ved å fordele skattekostnaden vil det være mulig å fordele nettoresultatene etter skatt til de ulike kapitalene. Selskapsskattesatsen endret seg fra inntektsåret 2014 fra 28 % til 27 %. Satsen er videre redusert i 2016 til 25 %, men dette inngår ikke i analysen da det gjelder fra inntektsåret 2016. Denne reduksjonen vil ha betydning for fremtidsregnskapet, men ikke for omgrupperingen frem til inntektsåret 2015.

På grunn av fritaksmodellen, som gjør inntekter fra aksjeinvesteringer skattefrie, vil den effektive finansinntektsskatten ofte være lavere enn selskapsskattesatsen. AUSS rapporterer ikke inntekter for aksjegevinster inn i finansinntektene, men som egne poster (eksempelvis *inntekter fra selskaper regnskapsført etter egenkapitalmetoden*). Dette gjør at finansinntektene i stor grad er skattepliktig med lik skattesats som andre poster. Vi velger derfor å benytte selskapsskattesatsen også for finansinntekter. Dette vil ikke nødvendigvis bli 100 % riktig, men basert på tilgjengelig informasjon vil dette gi den beste beregningen. Eventuelle avvik vil ikke være avgjørende for verdsettelsen av selskapet.

Den gjennomsnittlige driftsskattesatsen (*ndss*) er selskapets normaliserte skattesats, og vil bli brukt videre i utredningen. Formelen for utregning av driftsskattesatsen (*dss*) er gitt på neste side, og tabell 5-9 presenterer *dss* for analyseperioden.





$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * FI - u_{frss} * UFR + f_{kss} * FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

*NDK = Rapportert skattekostnad*

*fkss= finanskostnadsskattesats*

*fiss = finansinntektsskattesatsen*

*FK = finanskostnad*

*FI = finansinntekt*

*DR = Normalt driftsresultat*

*ufrss = unormal finansresultatskattesats*

*UDR= Unormalt driftsresultat*

*UFR = Unormalt finansresultat*

Driftsskattesats (dss)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt (ndss)
Formel	27,74 %	23,96 %	32,51 %	29,57 %	27,80 %	29,97 %	23,32 %	<b>27,84 %</b>

Tabell 5-9 Utregning av driftsskattesats til AUSS i perioden 2009-2015

Tabell 5-10 viser den fullstendige oversikten over den fordelte skatten. Oversikten viser en detaljert fordeling av skattekostnaden. Dette gjør det mulig å fordele nettoresultater til de ulike kapitalene, men en slik fremgangsmåte er veldig teoretisk. I praksis er det vanlig å benytte samme skattesats, da dette ikke ville gitt store utslag på beregningene.

Fordeling av skattekostnad	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Normal driftsskattekostnad	-381 066	-499 504	-391 268	-138 054	-469 286	-492 772	-366 565
Skatt på finansinntekt	-12 403	-20 409	-27 339	-19 641	-14 872	-17 079	-24 350
Skatt på finanskostand	99 342	86 369	84 170	81 699	81 629	71 082	84 618
Skatt på unormal driftsresultat	-37 200	-116 933	158 615	-128 566	-237 551	88 146	-73 737
Unormal skatt på normalt drift	1 369	69 555	-65 714	-8 567	624	-37 722	59 527
Skatt på unormal finansresultat	-16 103	3 643	-3 343	-19 688	8 877	39 665	27 521
Unormal skatt	3 679	17 867	-893	-658	7 908	2 878	3 955
<b>Rapportert skattekostnad</b>	<b>-342 383</b>	<b>-459 412</b>	<b>-245 773</b>	<b>-233 475</b>	<b>-622 671</b>	<b>-345 802</b>	<b>-289 031</b>

Tabell 5-10 Fordeling av skattekostnad til AUSS i perioden 2009-2015

## 5.4.2 Omgruppering av balansen

Omgrupperingen av balansen utføres i fire steg, på lik linje som resultatregnskapet (Knivsflå, F5, 2016):

Steg 1 – Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld

Steg 2 – Klargjøre hva som er drift og finans i totalbalansen

Steg 3 – Fra total kapital til sysselsatt kapital

Steg 4 – Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Balanseoppstillingen etter IFRS er i stor grad kreditororientert, og ved å omgruppere balansen vil man gjøre balansen mer investororientert. En investororientert balanseoppstilling er mer hensiktsmessig ved verdivurdering, da man enklere kan skille mellom eiendeler som benyttes i drift og kapital som finansierer driftseiendelene. På denne

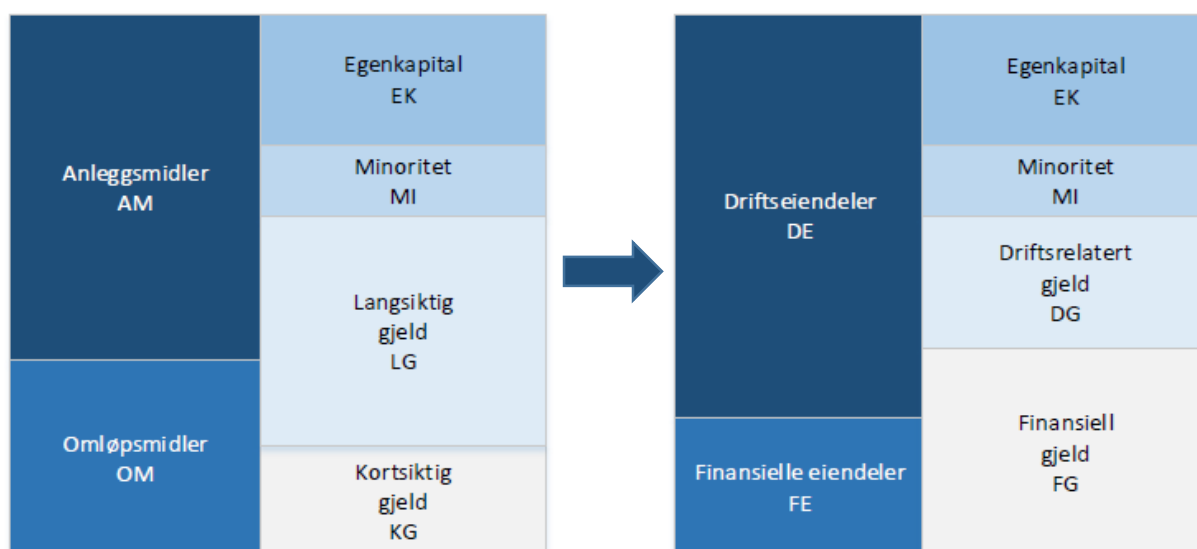
måten vil man synliggjøre verdiskapningen som skjer gjennom å investere eller sysselsette kapital, altså sette kapitalen i drift. Den omgrupperte oppstillingen medfører et fokus på sysselsatt kapital eller netto driftskapital (Knivsflå, F5, 2016).

### Steg 1 – Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld

Etter NGRS skal avsatt utbytte føres som kortsiktig gjeld, men etter IFRS blir utbyttet først avsatt når generalforsamlingen vedtar det. Utbyttet vil derfor være ført som egenkapital frem til generalforsamlingen finner sted, noe som medfører at egenkapitalen per 31.12 allerede er redusert med betalt utbytte i løpet av inntektsåret. Fordi AUSS følger IFRS, vil ikke steg 1 være gjeldende.

### Steg 2 – Klargjøre hva som er drift og finans i totalbalansen

Den kreditororienterte balanseoppstillingen baserer inndelingen av eiendeler og gjeld etter kort og lang sikt. I en investororientert oppstilling av balansen vil skillet i større grad basere seg på hva som er driftsrelatert og finansiering, på samme måte som for resultatelementene. Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som er nødvendig i selskapets «daglige virke», mens finansielle eiendeler tolkes som «driftsfremmede» (Knivsflå, F5, 2016). Figur 5-4 illustrerer sammenhengen mellom den kreditororienterte oppstillingen etter IFRS og en mer investororientert oppstilling.



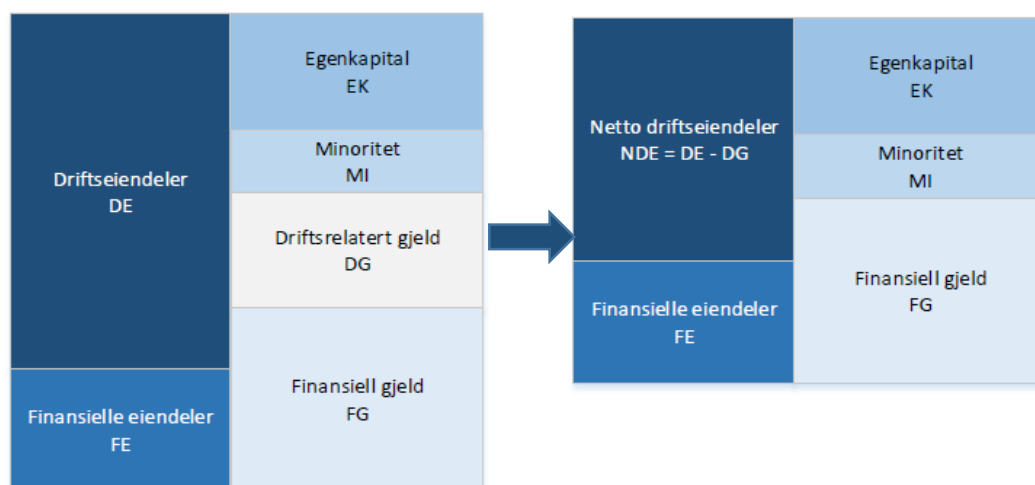
Figur 5-4 Omgruppering av balansen for å skille mellom drift og finans (Knivsflå, F5, 2016, s. 19)

Videre vil kategoriseringen av balansepostene gjennomgås for å vise hvordan oppdelingen gjennomføres.

- *Immaterielle eiendeler* består av konsesjoner, goodwill og andre rettigheter. Dette er eiendeler som tilhører driften, og er dermed klassifisert som driftsrelatert.
- *Varige driftsmidler* er driftsrelatert.
- *Investeringer i tilknyttede selskaper* anses som driftsrelatert, da selskapene driver i samme bransje som AUSS, og dermed bidrar i verdikjeden til AUSS.
- *Kundefordringer og andre fordringer* er kortsiktige driftsrelaterte eiendeler.
- *Biologiske eiendeler og varebeholdning* er driftsrelatert.
- *Investeringer i andre selskaper* er tilgjengelig for salg, og dermed klassifisert som finans.
- *Andre langsiktige fordringer* er utlån til ekempelvis eiere og nærtstående, og klassifiseres som finans.
- *Eiendeler som klassifisert som holdt for salg* er finansielle eiendeler, fordi salg er planlagt innen kort tid. Eiendelene inngår dermed ikke i driften.
- *Kontanter og kontantekvivalenter* kan både klassifiseres som drift og finans. Likviditet er nødvendig for å drive et selskap, og derfor burde en del av kontantbeholdningen klassifiseres som drift. Overskuddslikviditet er derimot finans, da dette i prinsippet er en plassering av kapital med avkastning i form av renter. En inndeling her ville vært optimalt, men det er utfordrende å skille mellom kontanter som er nødvendig i drift og overskuddslikviditet (Penman, 2013, s. 295). Vi velger derfor å klassifisere kontanter og kontantekvivalenter som en finansiell eiendel.
- *Utsatt skatt og pensjonsforpliktelser og andre forpliktelser* er klassifisert som langsiktig driftsrelatert gjeld, da dette er gjeldsposter som stammer fra driftsrelaterte aktiviteter.
- *Leverandørgjeld, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld* er ikke-rentebærende gjeld som er nødvendig i driften, og er dermed klassifisert som kortsiktig driftsrelatert gjeld.
- *Langsiktig- og kortsiktig finansiell gjeld* er rentebærende gjeld, og klassifiseres dermed som finansiell gjeld.

### Steg 3 – Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Knivsflå (F5, 2016) definerer sysselsatt kapital som den innskutte kapitalen, altså kapital som er sysselsatt av eierne og de finansielle långiverne. Sysselsatt kapital korrigerer for driftsrelatert gjeld som ikke er hentet gjennom kapitalmarkedet. Fordelen med sysselsatt kapital, i motsetning til totalkapital, er at skillet mellom hva som er finansiert av eierne og långiverne kommer tydeligere frem. I praksis inkluderes ikke alltid finansielle eiendeler inn i sysselsatt kapital, men vi følger rammeverket, og dette inkluderer finansielle eiendeler. Figur 5-5 illustrerer overgangen fra totalkapital til sysselsatt kapital.



Figur 5-5 Fra totalkapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, F5, 2016, s. 50).

Utregningen av den sysselsatte kapitalen er presentert i tabell 5-11.

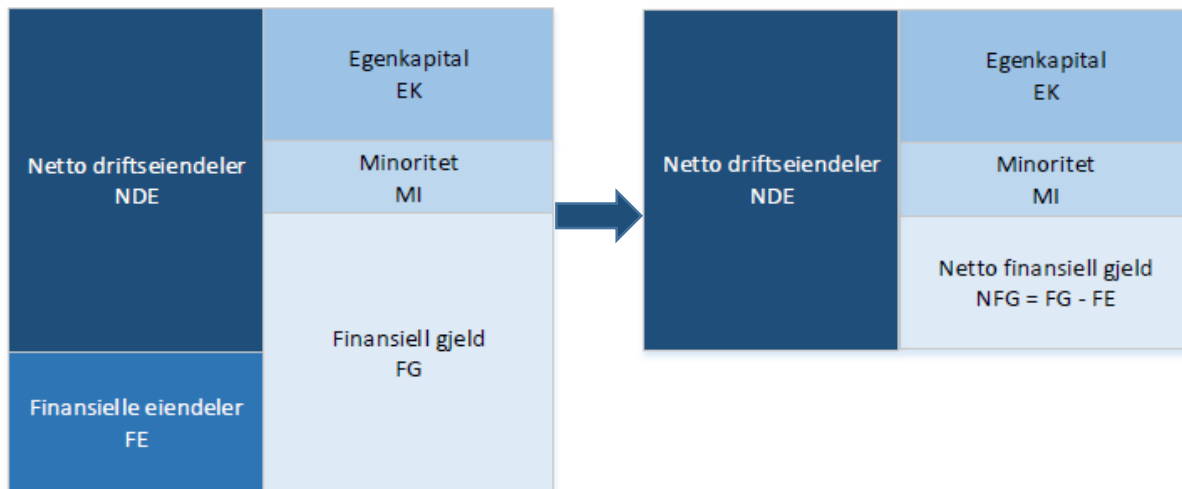
Sysselsatt kapital - balanse	SSK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	8 175 415	8 835 515	9 384 753	9 276 959	9 841 405	11 416 150	12 526 882
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	2 969 023	3 397 718	3 081 265	3 679 806	4 859 068	4 819 378	5 827 499
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>11 144 438</b>	<b>12 233 233</b>	<b>12 466 018</b>	<b>12 956 765</b>	<b>14 700 473</b>	<b>16 235 528</b>	<b>18 354 381</b>
Finansielle eiendler	FE	1 801 034	2 926 358	2 477 780	3 324 577	3 320 746	2 298 696	2 564 982
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>SSE</b>	<b>12 945 473</b>	<b>15 159 591</b>	<b>14 943 798</b>	<b>16 281 341</b>	<b>18 021 219</b>	<b>18 534 224</b>	<b>20 919 363</b>
Egenkapital	EK	5 515 798	6 497 317	6 685 747	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031
Minoritetsinteresser	MI	1 579 684	2 613 544	2 513 860	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777
Finansiell gjeld	FG	5 849 991	6 048 730	5 744 191	6 161 547	6 557 023	6 174 118	7 308 555
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>SSK</b>	<b>12 945 473</b>	<b>15 159 591</b>	<b>14 943 798</b>	<b>16 281 341</b>	<b>18 021 219</b>	<b>18 534 224</b>	<b>20 919 363</b>

Tabell 5-11 Sysselsatt kapital til AUSS i perioden 2009-2015

### Steg 4 – Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Etter at den sysselsatte kapitalen er presentert, er det nødvendig med en siste omgruppering. Det interessante for analysen er driften, og det vil derfor være nødvendig å skille ut kapitalen som er investert i driften, altså netto driftskapital. Finansielle eiendeler er eiendeler som i prinsippet er unødvendig i driften. Vi ønsker derfor å samle finansielle eiendeler og gjeld til en nettopost, netto finansiell gjeld. Vi har nå netto driftskapital, som

består av majoritetens egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Figur 5-6 illustrerer overgangen fra sysselsatt til netto driftskapital, og tabell 5-12 presenterer tallberegninger.



Figur 5-6 Fra sysselsatt kapital til netto drift (Knivsflå, F5, 2016, s. 56)

Netto driftskapital - balanse	NDK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	8 175 415	8 835 515	9 384 753	9 276 959	9 841 405	11 416 150	12 526 882
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	2 969 023	3 397 718	3 081 265	3 679 806	4 859 068	4 819 378	5 827 499
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>11 144 439</b>	<b>12 233 233</b>	<b>12 466 018</b>	<b>12 956 764</b>	<b>14 700 473</b>	<b>16 235 528</b>	<b>18 354 381</b>
Egenkapital	EK	5 515 798	6 497 317	6 685 747	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031
Minoritetsinteresser	MI	1 579 684	2 613 544	2 513 860	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777
Netto finansiell gjeld	NFG	4 048 957	3 122 372	3 266 411	2 836 970	3 236 277	3 875 422	4 743 573
<b>Netto driftskapital</b>	<b>NDK</b>	<b>11 144 439</b>	<b>12 233 233</b>	<b>12 466 018</b>	<b>12 956 764</b>	<b>14 700 473</b>	<b>16 235 528</b>	<b>18 354 381</b>

Tabell 5-12 Netto driftskapital til AUSS i perioden 2009-2015

### 5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

På samme måte som for resultatet og balansen, vil også kontantstrømmen i årsrapporten være kreditorientert. Dette fordi den rapporterte kontantstrømmen fokuserer på hvor likvid kontantstrømmen til virksomheten er, og skiller dermed mellom drift, investering og finansiering. En annen svakhet ved denne oppstillingen er at kontantstrømmen fra drift inneholder finansiering, da den tar utgangspunkt i resultat før skatt. En omgruppering mot et investororientert perspektiv vil derfor være ønskelig. Dette gjøres ved å flytte fokus til kontanter skapt gjennom drift, og dermed til de midlene som er frie til utdeling. «Fri kontantstrøm til egenkapital» (FKE) vil da være lik «netto betalt utbytte» (NBU), noe som er ønskelig ved en investororientert analyse. Den frie kontantstrømmen til den respektive kapitalen vil her være den kontantstrømmen som blir generert av kapitalen, etter at man har tatt hensyn til reinvestering og nødvendige nyinvesteringer (Knivsflå, F5, 2016).



Det er verdt å påpeke at den frie kontantstrømmen i dette tilfellet ikke er normalisert, da den ikke skiller mellom normale og unormale resultat, samt endringer i kapitalen. Mye av dette skyldes at det er vanskelig å skille mellom normale- og unormale poster i endringene til kapitalene. Fokuset har heller vært å skille mellom drift og finans, samt kort og lang sikt. Den omgrupperte kontantstrømmen er vist i tabell 5-13.

AUSS		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	1 486 573	1 060 035	393 717	1 410 807	1 494 740	1 214 486
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	495 655	-266 594	143 822	751 806	192 932	704 130
Endring(økning) i netto driftseiendeler	<i>ΔNDE</i>	-1 088 795	-232 785	-490 747	-1 743 708	-1 535 055	-2 118 853
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b><i>FKD</i></b>	<b>893 433</b>	<b>560 656</b>	<b>46 792</b>	<b>418 905</b>	<b>152 617</b>	<b>-200 237</b>
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	52 480	70 302	50 505	38 243	46 176	65 835
Unormal netto finansinntekt	<i>UNFR</i>	-10 259	4 742	102 511	-262 011	-107 243	-74 409
Endring i finansielle eiendeler	<i>ΔFE</i>	-1 125 324	448 578	-846 797	3 831	1 022 050	-266 286
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b><i>FKS</i></b>	<b>-189 670</b>	<b>1 084 277</b>	<b>-646 989</b>	<b>198 968</b>	<b>1 113 600</b>	<b>-475 097</b>
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-222 092	-216 436	-210 083	-209 904	-192 183	-228 782
Endring i finansiell gjeld	<i>ΔFG</i>	198 739	-304 539	417 356	395 476	-382 905	1 134 437
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-462 865	-125 823	-172 243	-723 422	-356 449	-448 690
Unormalt netto minoritetsresultat	<i>UNMR</i>	-81 682	-31 456	-43 061	-180 856	-89 112	-112 173
Endringer i minoritetsinteresser	<i>ΔMI</i>	1 033 860	-99 684	531 825	761 955	231 397	535 740
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b><i>FKE</i></b>	<b>276 291</b>	<b>306 339</b>	<b>-123 195</b>	<b>242 216</b>	<b>324 348</b>	<b>405 435</b>

Tabell 5-13 Omgruppert kontantstrøm til AUSS i perioden 2010-2015

## 5.5 Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet utarbeides etter grunnleggende regnskapsprinsipper, men dette kan likevel gi avvik mellom rapporterte og virkelige forhold. Det er derfor vanlig å foreta justeringer av målefeil, da man antar at de justerte tallene vil kunne gi et bedre estimat på selskapets underliggende fundamentalverdi. Vi overstyrer dermed de rapporterte regnskapstallene gjennom analyse og justering av målefeil. I denne sammenhengen vil virkelige forhold være de underliggende økonomiske forholdene, mens rapporterte forhold er tallene vi finner igjen i finansregnskapet. Generelt kan man derfor si at målefeil = rapporterte tall – virkelige tall.

En risiko ved denne justeringen er imidlertid at man kan tilføre ytterligere støy i tallmaterialet. Dette fordi man som ekstern analytiker har dårligere informasjon enn interne analytikere innenfor virksomheten. Det er dermed en relativt ambisiøs målsetting å skulle fjerne alle målefeil fra de rapporterte tallene. Justering av målefeil kan likevel forsvares dersom de rapporterte tallene ikke forventes å gi et rettviseende bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Man bør derfor ha en formening om gevinsten ved å få frem de virkelige tallene overgår risikoen for å tilføre ytterligere målestøy i tallene.



Frem til nå har vi omgruppert resultatet, balansen og kontantstrømmen. Det siste steget før regnskapstallene er klare for analyse er å identifisere og justere for eventuelle målefeil. Ut i fra rammeverket er det tre typer potensielle målefeil (Knivsflå, F6, 2016):

Type 1 – Målefeil på grunn av avvik mellom rentabilitet ved «god» måling og kravet.

Type 2 – Målefeil fordi regnskapsstandarden krever/tillater regnskapsføring som gir avvik fra historisk kost.

Type 3 – Målefeil på grunn av brudd på gjeldende regnskapsprinsipper som gir kreativ regnskapsføring.

Målefeil av type 1 karakteriseres som en «god» målefeil da den reflekterer selskapets strategiske fordel. Vi justerer derfor ikke for målefeil av type 1. Videre karakteriseres målefeil av type 2 som en «dårlig» målefeil da den skaper støy for rentabilitetsmålingen ved at eiendeler ikke balanseføres, ikke-realiserede inntekter inntektsføres eller unøyaktige verdiestimer benyttes på balanseførte poster. Dette gir over- eller undervurderte poster, som gir utslag på rentabiliteten. Til slutt karakteriseres målefeil av type 3 som en «stygg» målefeil da den innebærer at regnskapet ikke er ført etter gjeldende regler. Alle børsnoterte norske selskaper må imidlertid benytte statsautoriserte revisorer til å revidere regnskapene sine. Dermed er det naturlig å utelukke målefeil av type 3, da regnskapet til både AUSS og de børsnoterte komparative virksomhetene har vært igjennom grundige revisjoner.

De videre justeringene vil derfor være målefeil av type 2, med hovedvekt på justering av netto driftseiendeler mot historisk kost. Dette fordi IFRS-rapportering i stor grad benytter virkelig verdi. Det bør presiseres at vi konsentrerer oss om de regnskapspostene som anses viktigst, og at det trolig eksisterer flere justeringer som kan ha påvirkning på regnskapsanalysen. Begrunnelsen for dette er av hensyn til oppgavens omfang, i tillegg til manglende spesifisering av postene i årsregnskapet til AUSS.

### 5.5.1 Justering av målefeil

#### **Biologiske eiendeler**

Etter IAS 41 (Landbruk) skal biologiske eiendeler som fisk balanseføres til virkelig verdi i regnskapet, så fremt det finnes et aktivt marked for omsetning av disse eiendelene. Dette innebærer at AUSS og andre oppdrettsvirksomheter hvert år må utføre verdijustering av



biologiske eiendeler hvor eiendelen skal fastsettes til markedsverdi. Justeringen vår innebærer imidlertid at de biologiske eiendelene, som er balanseført til virkelig verdi etter IAS41, må tilbakeføres til historisk kost.

Etter IAS 41 skal all fisk under 1 kilo balanseføres til historisk kost, da det ikke eksisterer observerbare markedspriser for fisk av denne størrelsen. Følgelig blir det heller ingen justering av denne eiendelen. Fisk over 1 kilo verdijusteres fra historisk kost til virkelig verdi. For fisk mellom 1 og 4 kilo skal den virkelige verdien justeres etter vekstsyklusen. Denne verdijusteringen skaper problemer for rentabilitetsmålingen ved at både driftsresultatet og verdien av eiendelene påvirkes. I tillegg vil inntektsføringen finne sted gjennom hele vekstfasen til fisken, altså før den faktiske transaksjonen finner sted.

Verdiendring av biologiske eiendeler er en unormal, driftsrelatert post som er argumentert for i 5.4.1 (*Omgruppering av resultatregnskapet*). Dette gjør at justeringen føres mot unormalt driftsresultat. Argumentet for å tilbakeføre verdijusteringen er at lakseprisen er volatil, slik at virkelig verdi på tidspunktet for verdivurderingen ikke nødvendigvis samsvarer med lakseprisen på salgstidspunktet. Omjusteringen til historisk kost vil derfor gi et mer rettviseende bilde av selskapets historiske lønnsomhet på investert kapital. Tilsvarende verdijustering av biologiske eiendeler er også blitt gjort i de komparative virksomhetene innenfor oppdrettsbransjen, for å oppnå regnskapsmessig konsistens mellom selskapene.

Vi reverserer *verdijustering av biologiske eiendeler* som er en målefeil av type 2.

### **Pensjonsforpliktelser**

IAS 19 om ansattytelser ble endret i 2011. Endringen medførte at selskapene kunne føre estimatavvik på de ytelsesbaserte pensjonsforpliktelsene i utvidet resultat etter hvert som de oppsto. Tidligere måtte virkningen av disse estimatavvikene spesifiseres i årsregnskapet.

AUSS implementerte denne endringen fra om med årsregnskapet 2013, men virkning tilbake til inntektsåret 2012. Da vi har tatt utgangspunkt i de nyeste regnskapstallene som eksisterer får dette også virkning for inntektsåret 2012. Siden resultateffektene ikke er ført med en gang de oppstår, medfører dette at deler av pensjonsforpliktelsene ikke eksisterer i balansen. Dermed velger vi å justere netto pensjonsforpliktelser til og med inntektsåret 2011



(AUSS, 2013, s. 20). Resultateffekten av denne reverseringen føres mot unormalt driftsresultat, og tilsvarende reversering utføres også i de komparative virksomhetene.

Vi reverserer *ikke resultatført virkning av estimatavvik (pensjonsforpliktelser)* som er en målefeil av type 2.

### Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet:

Justering i resultatregnskapet	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reversering verdijustering av biologiske eiendeler	-60 483	-298 538	615 767	-294 735	-828 834	379 758	-246 567
Reversering ikke resultatført virkning av estimatavvik (pensjonsforpliktelser)	-3 906	-2 664	-5 366	-	-	-	-
Skatteeffekt (ndss), 27,84 %	-17 925	-83 849	169 924	-82 049	-230 732	105 718	-68 640
<b>Endring i unormalt netto driftsresultat</b>	<b>-82 314</b>	<b>-385 051</b>	<b>780 325</b>	<b>-376 784</b>	<b>-1 059 566</b>	<b>485 476</b>	<b>-315 207</b>
<b>Endring fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>-82 314</b>	<b>-385 051</b>	<b>780 325</b>	<b>-376 784</b>	<b>-1 059 566</b>	<b>485 476</b>	<b>-315 207</b>

Tabell 5-14 Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet til AUSS i perioden 2009-2015

### Effekt av justeringer av målefeil i balansen:

Justering i balansen	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftseiendel før justering	11 144 439	12 233 233	12 466 018	12 956 764	14 700 473	16 235 528	18 354 381
Netto reversering	-82 314	-385 051	780 325	-376 784	-1 059 566	485 476	-315 207
<b>Netto driftseiendeler etter justering</b>	<b>11 062 125</b>	<b>11 848 182</b>	<b>13 246 343</b>	<b>12 579 980</b>	<b>13 640 907</b>	<b>16 721 004</b>	<b>18 039 174</b>
Egenkapital før justering	5 515 798	6 497 317	6 685 747	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031
Netto reversering	-82 314	-385 051	780 325	-376 784	-1 059 566	485 476	-315 207
<b>Egenkapital etter justering</b>	<b>5 433 484</b>	<b>6 112 266</b>	<b>7 466 072</b>	<b>6 697 325</b>	<b>6 596 990</b>	<b>8 806 545</b>	<b>8 720 824</b>
Minoritetsinteresser	1 579 684	2 613 544	2 513 860	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777
Netto finansiell gjeld	4 048 957	3 122 372	3 266 411	2 836 970	3 236 277	3 875 422	4 743 573
<b>Netto driftskapital</b>	<b>11 062 125</b>	<b>11 848 182</b>	<b>13 246 343</b>	<b>12 579 980</b>	<b>13 640 907</b>	<b>16 721 004</b>	<b>18 039 174</b>

Tabell 5-15 Effekt av justeringer av målefeil i balansen til AUSS i perioden 2009-2015

## 5.5.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Vi vil nå presentere det omgrupperte og justerte resultatregnskapet og balansen i tillegg til endringen i egenkapital i henholdsvis tabell 5-16, 5-17 og 5-18.

Omgruppert og justert resultatregnskap	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	11 237 313	12 496 530	12 029 060	11 004 909	12 542 713	14 228 426	15 095 944
Varekostnader	-7 203 017	-7 818 639	-7 440 817	-7 473 524	-7 478 855	-8 529 316	-9 373 171
Lønn og pensjonskostnader	-1 172 508	-1 253 809	-1 456 731	-1 384 178	-1 477 965	-1 607 412	-1 797 059
Andre driftskostnader	-1 027 389	-1 131 476	-1 218 250	-1 143 106	-1 320 972	-1 691 260	-1 859 188
Avskrivninger	-465 535	-498 290	-507 749	-508 185	-579 156	-630 307	-749 754
<b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1 368 864</b>	<b>1 794 316</b>	<b>1 405 510</b>	<b>495 916</b>	<b>1 685 765</b>	<b>1 770 131</b>	<b>1 316 772</b>
Driftsrelatert skattekostnad	-381 066	-499 504	-391 268	-138 054	-469 286	-492 772	-366 565
<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>987 798</b>	<b>1 294 812</b>	<b>1 014 242</b>	<b>357 862</b>	<b>1 216 479</b>	<b>1 277 359</b>	<b>950 207</b>
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	80 341	191 761	45 793	35 855	194 328	217 381	264 279
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>1 068 139</b>	<b>1 486 573</b>	<b>1 060 035</b>	<b>393 717</b>	<b>1 410 807</b>	<b>1 494 740</b>	<b>1 214 486</b>
Netto finansinntekt	31 892	52 480	70 302	50 505	38 243	46 176	65 835
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1 100 031</b>	<b>1 539 053</b>	<b>1 130 337</b>	<b>444 222</b>	<b>1 449 050</b>	<b>1 540 916</b>	<b>1 280 322</b>
Netto finanskostnad	-255 450	-222 092	-216 436	-210 083	-209 904	-192 183	-228 782
Netto minoritetsresultat	-211 685	-462 865	-125 823	-172 243	-723 422	-356 449	-448 690
<b>Normal nettoresultat til egenkapital</b>	<b>632 896</b>	<b>854 096</b>	<b>788 077</b>	<b>61 896</b>	<b>515 724</b>	<b>992 284</b>	<b>602 849</b>
Unormalt netto driftsresultat	-391 586	110 604	513 732	-232 962	-307 760	678 408	388 923
Unormalt netto finansresultat	42 845	-10 259	4 742	102 511	-262 011	-107 243	-74 409
Unormalt netto minoritetsresultat	-52 921	-81 682	-31 456	-43 061	-180 856	-89 112	-112 173
<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>231 233</b>	<b>872 759</b>	<b>1 275 094</b>	<b>-111 616</b>	<b>-234 903</b>	<b>1 474 337</b>	<b>805 190</b>
Netto betalt utbytte	574 199	-276 291	-306 339	123 195	-242 216	-324 348	-405 435
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>805 432</b>	<b>596 468</b>	<b>968 755</b>	<b>11 578</b>	<b>-477 119</b>	<b>1 149 989</b>	<b>399 755</b>

Tabell 5-16 Omgruppert og justert resultatregnskap til AUSS i perioden 2009-2015

Sysselsatt kapital - balanse		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	8 170 422	8 832 109	9 377 893	9 276 959	9 841 405	11 416 150	12 526 882
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	2 891 703	3 016 073	3 868 450	3 303 022	3 799 502	5 304 854	5 512 292
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>11 062 124</b>	<b>11 848 182</b>	<b>13 246 343</b>	<b>12 579 981</b>	<b>13 640 907</b>	<b>16 721 004</b>	<b>18 039 174</b>
Finansielle eiendler	FE	1 801 034	2 926 358	2 477 780	3 324 577	3 320 746	2 298 696	2 564 982
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>SSE</b>	<b>12 863 159</b>	<b>14 774 540</b>	<b>15 724 123</b>	<b>15 904 557</b>	<b>16 961 653</b>	<b>19 019 700</b>	<b>20 604 156</b>
Egenkapital	EK	5 433 484	6 112 266	7 466 072	6 697 325	6 596 990	8 806 545	8 720 824
Minoritetsinteresser	MI	1 579 684	2 613 544	2 513 860	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777
Finansiell gjeld	FG	5 849 991	6 048 730	5 744 191	6 161 547	6 557 023	6 174 118	7 308 555
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>SSK</b>	<b>12 863 159</b>	<b>14 774 540</b>	<b>15 724 123</b>	<b>15 904 557</b>	<b>16 961 653</b>	<b>19 019 700</b>	<b>20 604 156</b>
Netto driftskapital - balanse	NDK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	8 170 422	8 832 109	9 377 893	9 276 959	9 841 405	11 416 150	12 526 882
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	2 891 703	3 016 073	3 868 450	3 303 022	3 799 502	5 304 854	5 512 292
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>11 062 125</b>	<b>11 848 182</b>	<b>13 246 343</b>	<b>12 579 980</b>	<b>13 640 907</b>	<b>16 721 004</b>	<b>18 039 174</b>
Egenkapital	EK	5 433 484	6 112 266	7 466 072	6 697 325	6 596 990	8 806 545	8 720 824
Minoritetsinteresser	MI	1 579 684	2 613 544	2 513 860	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777
Netto finansiell gjeld	NFG	4 048 957	3 122 372	3 266 411	2 836 970	3 236 277	3 875 422	4 743 573
<b>Netto driftskapital</b>	<b>NDK</b>	<b>11 062 125</b>	<b>11 848 182</b>	<b>13 246 343</b>	<b>12 579 980</b>	<b>13 640 907</b>	<b>16 721 004</b>	<b>18 039 174</b>

Tabell 5-17 Omgruppert og justert balanse til AUSS i perioden 2009-2015

I en normal oppstilling av endring i egenkapital, som presentert i tabell 5-3, vil utgående egenkapital og inngående egenkapital i påfølgende år samsvare. Tabell 5-18 presenterer endring i egenkapital med justering. Justeringene gjør at det oppstår en problemstilling hvor justeringene vi foretar oss ikke fremkommer i inngående egenkapital i det påfølgende året. Dette ser vi av tabellen under, hvor utgående egenkapital og inngående egenkapital i påfølgende år ikke er like. Differansen mellom de to postene er lik beløpet til posten «justering av målefeil», som også er presentert i tabellen under. Vi har valgt å løse

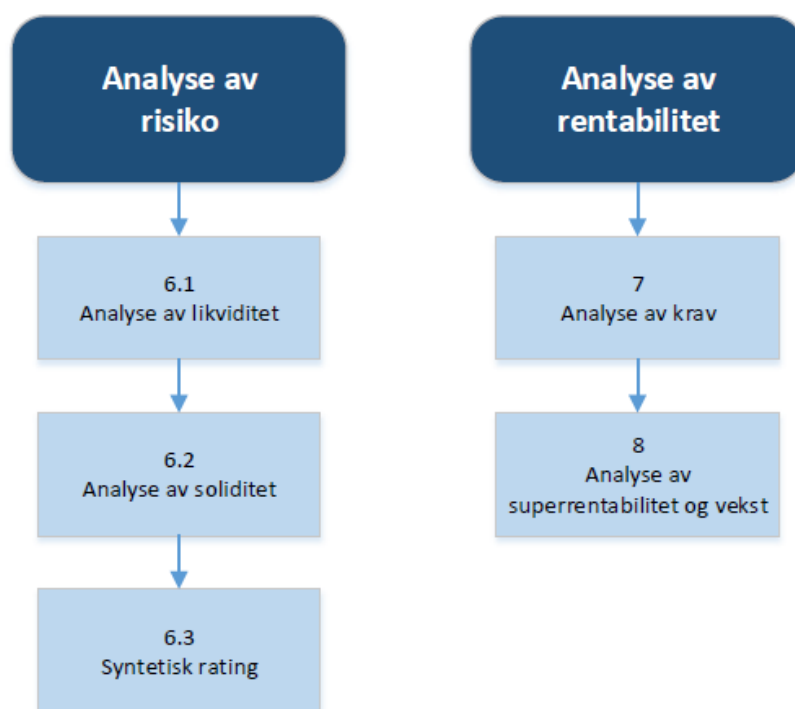
problemstillingen på denne måten for å kunne benytte de presenterte tallene fra årsrapportene til AUSS videre i utredningen.

Netto driftskapital - balanse		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inngående egenkapital	<i>EKIB</i>	4 628 052	5 515 798	6 497 317	6 685 747	7 074 109	7 656 556	8 321 069
Fullstendig nettoresultat	<i>FNR</i>	313 547	1 257 810	494 769	265 167	824 663	988 861	1 120 397
Justering av målefeil		-82 314	-385 051	780 325	-376 784	-1 059 566	485 476	-315 207
Netto betalt utbytte	<i>NBU</i>	574 199	-276 291	-306 339	123 195	-242 216	-324 348	-405 435
<b>Utgående egenkapital</b>	<b><i>EKUB</i></b>	<b>5 433 484</b>	<b>6 112 266</b>	<b>7 466 072</b>	<b>6 697 325</b>	<b>6 596 990</b>	<b>8 806 545</b>	<b>8 720 824</b>

Tabell 5-18 Endring i egenkapital med justering til AUSS i perioden 2009-2015

## 5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse

Det omgrupperte finansregnskapet vil videre danne grunnlag for forholdstallanalysen som presenteres i de tre påfølgende kapitlene. Her vil AUSS sin finansielle stilling og lønnsomhet bli sammenlignet med bransjen. I kapittel 6 vil vi analysere risikoen på kort sikt med en likviditetsanalyse og på lang sikt med en soliditetsanalyse. Dette vil gi grunnlag for en syntetisk rating for AUSS og bransjen. Videre vil vi i kapittel 7 utarbeide avkastningskravene til AUSS og bransjen, før vi deretter benytter disse i analyse av rentabiliteten i kapittel 8. Her vurderer vi om AUSS oppnår en rentabilitet som er høyere enn avkastningskravet, før vi videre dekomponerer kildene til eventuelle superrentabiliteter. Helt tilslutt vil vi sammenligne rentabiliteten til AUSS og de komparative aktørene våre. Rammeverket som beskrevet ovenfor er vist i figur 5-7.



Figur 5-7 Rammeverk for forholdstallanalyse (Knivsfå, F8, 2016, s. 19)



Havbruk- og fiskerinæringen er, som vi kom frem til i den strategiske analysen, en relativt konjunkturutsatt næring. Dette medfører at man bør være forsiktig med tidsvekting av tallene for analyseperioden. Bransjen har imidlertid vært preget av eiermessig konsolidering gjennom oppkjøp. Isolert sett er dette et argument for å benytte tidsvekting med størst vekting de seneste årene, da de siste periodene best viser AUSS sin fremtidige stilling. Ut ifra de to argumentene over velger vi å benytte en moderat vekting hvor de seneste årene får størst vekting, som vist i tabell 5-19.

Periode	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %

Tabell 5-19 Tidsvekting av de ulike periodene

## 6 Analyse av risiko

I fundamental verdsettelse har avkastningskravet en sentral rolle, da avkastningskravet til virksomheten brukes for å neddiskontere den fremtidige kontantstrømmen. Dette gjør at korrekte beregninger av de forskjellige kravene er viktig for å estimere nåverdien av fremtidig inntjening. Avkastningskravet til virksomheten avhenger hovedsakelig av tre faktorer: risikofrirente, markedsrisiko (systematisk risiko) og selskapsspesifikk risiko (usystematisk risiko).

I utgangspunktet vil investorer stå overfor både systematisk- og usystematisk risiko. Den selskapsspesifikke risikoen kan derimot reduseres gjennom differensiering av flere investeringsobjekter. Dette gjør at selskapsspesifikk risiko anses for å være irrelevant, og investorene ser dermed kun på markedsrisikoen. Det presiseres at en slik tilnærming gjør seg mest gjeldende for store finansielle investorer med store porteføljer på børs. Mindre investorer har ikke mulighet til å differensiere seg på lik linje som de store investorene, da kapitaltilgangen er for liten.

Industrielle investorer er store investorer som, på lik linje med finansielle investorer, har mulighet til å diversifisere bort usystematisk risiko. Denne typen investor kan derimot ha et ønske om å *ikke* diversifisere bort usystematisk risiko, da de ofte er mer objektsspesifikke enn finansielle investorer. De foretar dermed en kjøpsvurdering for hver enkelt investering, og ser på den spesifikke risikoen tilknyttet investeringen. Selskapsspesifikk risiko kan dermed være relevant for en del store investorer, selv om finansteorien tilsier at denne typen risiko kan diversifiseres bort (Knivsflå, F8, 2016, s. 25).

For en kreditor vil kredittrisikoen være relevant, og denne knytter seg til muligheten for mislighold av gjeld. Denne type risiko kan ikke diversifiseres bort, selv om kreditor har en viss mulighet til å tapssikre låneporteføljen gjennom ulike derivater. Kreditorer kan dermed ikke diversifisere bort den usystematiske risikoen, på samme måte som investorer. I motsetning til investorene har kreditor heller ingen oppside, da de ikke mottar mer enn det avtalte beløpet. Dette medfører at risikoen kun omhandler muligheten for tap. På den annen side vil kreditorene stille sterkere enn investorene ved en eventuell konkurs, da de har høyere prioritet i fordeling av konkursbo. Følgelig har investorer større investeringsrisiko enn



kreditorer. En fordel for investorer er likevel at de gjennom valg av styre kan ha innflytelse på selskapets ledelse.

Kredittrisikopremien avhenger av virksomhetens konkursfare og det forventede tapet dersom en konkurs inntreffer. Videre vil vi benytte forholdstallanalyser (likviditet og soliditet) for å estimere AUSS sin selskapsspesifikke risiko. Disse analysene vil danne grunnlag for den syntetiske ratingen til AUSS, som benyttes for å fastsette kredittrisikoen til virksomheten. Kredittrisikoen blir sammen med dagens rentenivå brukt av långivere for å fastsette lånerentene. Dette gjør at kredittrisikoen er en viktig del av avkastningskravet til virksomhetens finansielle gjeld. De ulike kapitalenes avkastningskrav blir beregnet i kapittel 7.

I den videre analysen benyttes de normaliserte tallene, da de i hovedsak gir et bedre bilde av forholdene fremover. I tillegg er normaliserte tall mest hensiktsmessig ved konkursprediksjon og ved kreditt- og verddivurdering, samt for prognoser i fremtiden (Knivsflå, F8, 2016). De normaliserte tallene finner vi i de omgrupperte regnskapstallene, som vi kom frem til i forrige kapittel.

Videre er bransjen vektet basert på omsetningen til de komparative virksomhetene i bransjeutvalget vårt, som vist i tabell 6-1. Dermed får den store oppdrettsaktøren, Marine Harvest, den største vektingen, mens de pelagiske virksomhetene utgjør en betydelig mindre andel av bransjen. Som nevnt ble Copeinca kjøpt opp av CFG i 2014, dermed er ikke regnskapstallene tatt med i bransjeutvalget i 2015.

Vekting	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AUSS	36 %	34 %	32 %	30 %	27 %	28 %
Marine Harvest	44 %	44 %	44 %	46 %	48 %	51 %
SalMar	10 %	11 %	12 %	15 %	14 %	13 %
Copeinca	4 %	4 %	5 %	3 %	4 %	0 %
Exalmar	3 %	3 %	3 %	2 %	3 %	3 %
Omega	3 %	4 %	4 %	4 %	4 %	6 %
SUM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 6-1 Vekting i bransjen basert på omsetning i perioden 2010-2015



## 6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsrisiko

Formålet med likviditetsanalyser er å vurdere virksomhetens evne til å betjene sine løpende gjeldsforpliktelse. Dermed er fokuset på om den løpende driften gir nok midler til å dekke de løpende kravene etter hvert som de forfaller, slik at man reduserer risikoen for en eventuell konkurs (Knivsflå, F8, 2016). Vi velger å benytte likviditetsgrad 1 og 2, finansiell gjeldsdekningsgrad, rentedekningsgrad, gjeldsdekningsgrad gjennom fri kontantstrøm, belåningsreserve og likviditetsreserve. Disse forholdstallene vil gi innsikt i AUSS sin gjeldsdekning i både resultat, balanse og fri kontantstrøm. Sammen danner dette grunnlaget for den syntetiske ratingen i 6.3 og finansielle gjeldskrav i 7.3.

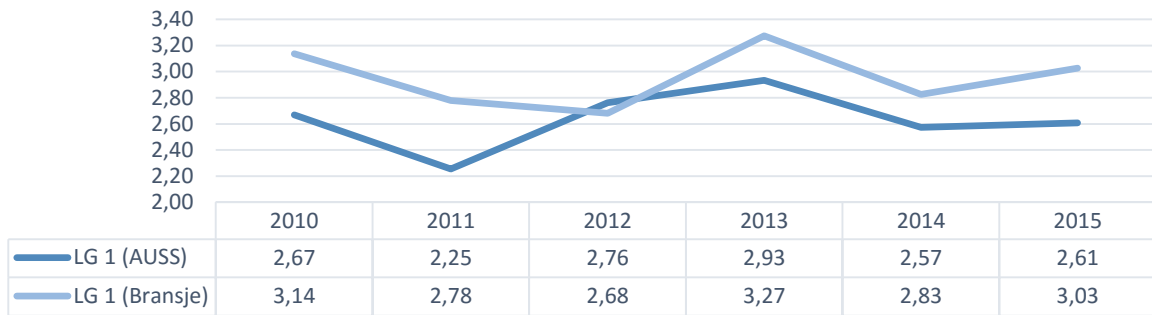
### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 definerer forholdet mellom virksomhetens omløpsmidler og kortsiktige gjeld, og formelen er presentert under (Knivsflå, F8, 2016). Dette gir følgelig informasjon om hvorvidt virksomhetens mest likvide eiendeler dekker betalingsforpliktelsene med forfall innen ett år. Et høyt forholdstall vil her indikere at virksomheten har god tilgang på likvide omløpsmidler som lett kan benyttes for å nedbetale kortsiktig gjeld. Det finnes ikke noe eksakt svar på hva som er god eller dårlig likviditetsgrad 1, men en god tommelfingerregel er likevel at forholdstallet bør være over 2 (Damodaran, 2012, s. 49). Dette bør likevel ses i sammenheng med bransjetilhørighet og det tilhørende bransjesnittet, samt utviklingen over tid, da det vil være store variasjoner for den enkelte bransje.

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

Som det fremkommer av figur 6-1, har AUSS jevnt over hatt en marginal lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen over analyseperioden. Det er kun i 2012 hvor AUSS lå over bransjen. Isolert sett kunne dette derfor indikert at AUSS har en likviditetsulempe i forhold til bransjen. AUSS har derimot hatt en relativt lik trend som resten av bransjen, og det har også vært lite svingninger over analyseperioden. I forhold til tommelfingerregelen ligger hele bransjen godt over 2, noe som er positivt for bransjen som helhet. Ut i fra dette virker det ikke som at AUSS har noen likviditetsproblemer, til tross for at de gjør det marginalt dårligere enn bransjen som helhet.

## Likviditetsgrad 1



Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

Likviditetsgrad 1 er et forholdstall som er mye brukt i litteraturen. Man bør likevel være kritisk til dette forholdstallet, da det kan gi et noe feilaktig bilde for visse bransjer. Årsaken er at utregningen tar utgangspunkt i alle omløpsmidlene til virksomheten, og dermed også en del omløpsmidler som kanskje ikke er så likvide.

Det vil blant annet være store variasjoner mellom bransjer på hvor likvid varelageret er på kort sikt. Eksempelvis preges dagligvarebransjen av ekstremt høy omløpshastighet på varelageret, da matvarene ligger kort tid på lager, mens flyprodusenter har lav omløpshastighet grunnet at det tar flere år å produsere et fly. Dette medfører at det også er forskjeller på hvor lett omløpsmidlene faktisk lar seg realisere på kort sikt for å kunne betjene den kortsiktige gjelden. Det kan derfor være fare for at man overvurderer likviditeten til virksomheten, og bransjen for øvrig. Dette nøkkeltallet egner seg dermed best hvis omløpshastigheten for omløpsmidler og kortsiktig gjeld er lik.

Havbruk- og fiskerinæringen preges av at en stor andel av omløpsmidlene er bundet opp i biologiske eiendeler. Produksjonstiden fra rogn til slakteklar fisk tar 2-3 år, og dermed er bransjens omløpshastighet relativt lav. Dette gjør at man bør være forsiktig med å bruke tommelfingerregelen på et estimat over 2 for havbruk- og fiskerinæringen.

Det bør også påpekes at AUSS har flervaluta kassekreditt, som fastsettes til virkelig verdi på balansedagen, dvs. valutakurs, og denne inngår som en del av den kortsiktige gjelden. Dermed vil også svingninger i valutakursen påvirke den kortsiktige gjelden, slik at dette kan føre til en feilmargin i telleren.



### 6.1.2 Likviditetsgrad 2 - utradisjonell

Likviditetsgrad 2 definerer forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og formelen er presentert under (Knivsflå, F8, 2016). Denne tolkningen avviker noe fra den mer tradisjonelle tolkningen, som kalles for «quick ratio» eller «acid test». Den tradisjonelle tolkningen kommer vi tilbake til i 6.1.3.

I dette avsnittet velger vi å benytte oss av Knivsflå sin tolkning, hvor man tar utgangspunkt i de finansielle omløpsmidlene, som anses som de mest likvide omløpsmidlene. Her er tommelfingerregelen at forholdet bør være høyere enn 1, men som nevnt så bør man likevel se dette i sammenheng med bransjetilhørighet og tilhørende bransjesnitt (Knivsflå, F8, 2016). I tillegg vil også flere av de samme innsigelsene, som drøftet over om likviditetsgrad 1, være gjeldende.

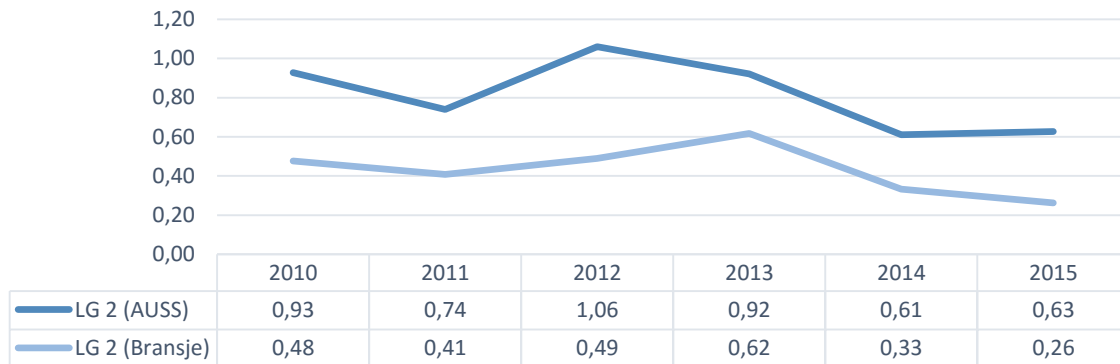
$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figur 6-2 illustrerer utviklingen av likviditetsgrad 2 for AUSS og bransjen over analyseperioden. AUSS har hatt en likviditetsgrad 2 som ligger godt over bransjen over hele analyseperioden, noe som må anses å være positivt. Differansen er som vi ser større i begynnelsen av analyseperioden, men AUSS og bransjen har blitt mer lik med årene. Tommelfingerregelen sier imidlertid at forholdet bør være over 1, og dette har ikke vært tilfelle for verken AUSS eller bransjen.

Denne utradisjonelle tolkningen av likviditetsgrad 2 vil for både AUSS og bransjen være lik formelen for likviditetsgrad 3 i de aller fleste årene. Likviditetsgrad 3 er forholdet mellom kontantekvivalenter og kortsiktig gjeld. Grunnen til dette er at AUSS kun har *eiendeler som klassifisert som holdt for salg* i inntektsårene 2012 og 2013, og dermed er det kun i disse to årene at formelen for likviditetsgrad 2 avviker fra likviditetsgrad 3. Likviditetsgrad 2 vil da være lik likviditetsgrad 3 de resterende årene.

Det bør videre nevnes at tommelfingerregelen for likviditetsgrad 3 er 0,33, noe vi vektlegger i vurderingen vår. Vi ser at både AUSS og bransjen er over den nye tommelfingerregelen, med unntak av bransjen i 2015. Trenden har derimot vært fallende, noe som kan være et lite faresignal. AUSS gjør det dermed bra når det gjelder dette nøkkeltallet, både sett i forhold til bransjesnittet og tommelfingerregelen for likviditetsgrad 3.

### Likviditetsgrad 2 (utradisjonell)



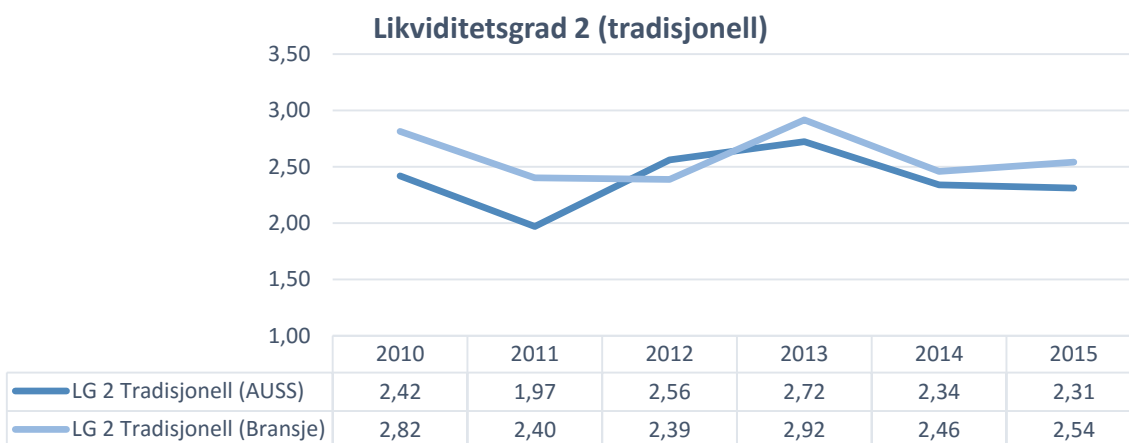
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 (utradisjonell) til AUSS for bransjen i perioden 2010-2015

### 6.1.3 Likviditetsgrad 2 – tradisjonell «Quick ratio»/ «Acid test»

Den noe mer tradisjonelle tolkningen av likviditetsgrad 2 kalles ofte for «Quick ratio» eller «Acid test». Her ser man på omløpsmidlene fratrukket varelageret, sett i forhold til kortsiktig gjeld (Damodaran, 2012, s. 49). Også her er tommelfingerregelen at forholdet bør være over 1, i likhet med Knivsflå sin tolkning av likviditetsgrad 2 over.

$$\text{Likviditetsgrad 2 (tradisjonell)} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Som figur 6-3 illustrerer ligger AUSS tett opp mot bransjen over analyseperioden på den tradisjonelle likviditetsgrad 2. I motsetning til den utradisjonelle tolkningen til Knivsflå, vil telleren her inneholde en større andel av virksomhetens omløpsmidler. Dette er hovedgrunnen til at det tradisjonelle nøkkeltallet her er betydelige høyere enn Knivsflå sin tolkning. Både AUSS og bransjen ligger godt over tommelfingerregelen, og dermed fremstår likviditeten som god basert på dette nøkkeltallet.



Figur 6-3 Likviditetsgrad 2 (tradisjonell) til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

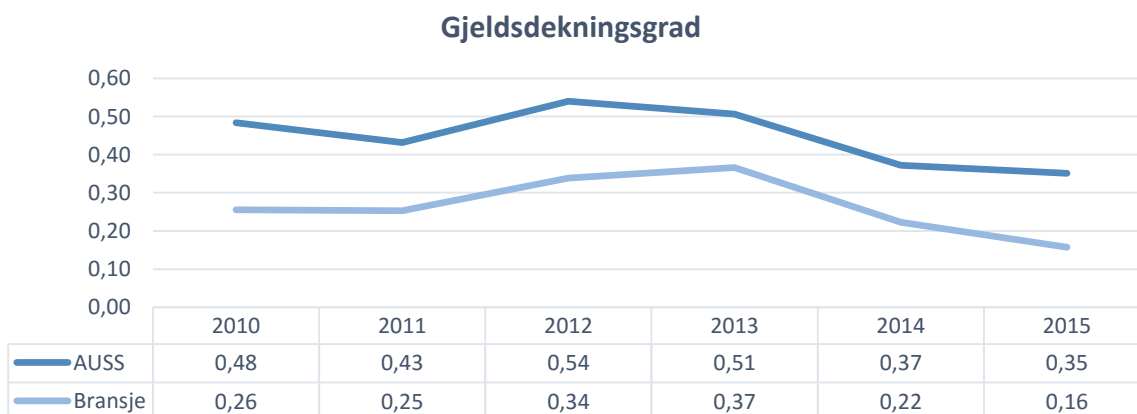
### 6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad defineres som virksomhetens finansielle eiendeler i forhold til finansiell gjeld, og formelen er presentert under (Knivsflå, F8, 2016). Dette indikerer at det er hensiktsmessig med en høyest mulig gjeldsdekningsgrad. Dermed er det ønskelig at de finansielle eiendelene dekker en størst mulig andel av den finansielle gjelden, noe som gir mindre sannsynlighet for likviditetskrise.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Vi velger å benytte bransjen som målestokk for AUSS sine prestasjoner. Begrunnelsen for dette er at oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, og dermed vil bransjen ha en relativt lav gjeldsdekningsgrad i forhold til mange andre bransjer. Det finnes heller ingen tydelig tommelfingerregel for dette nøkkeltallet.

Figur 6-4 illustrerer finansiell gjeldsdekningsgrad over analyseperioden. Vi ser at AUSS har hatt en betydelig høyere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen gjennom hele perioden. En av grunnene til dette er at AUSS har mer kontanter enn de andre komparative virksomhetene, noe som medfører relativt mye finansielle eiendeler. Den andre grunnen er at flere av de komparative virksomhetene, spesielt Marine Harvest, har gjort betydelig flere investeringer over analyseperioden, og dermed økt den finansielle gjelden. Investeringstrenden kommer også frem ved at AUSS sin vekting i bransjen basert på omsetning har gått fra 36 % til 28 %, mens Marine Harvest har økt sin fra 44 % til 51 %, som vist i tabell 6-1. Selv om det er en negativ trend i gjeldsdekningsgrad til AUSS, ligger de godt over bransjegjennomsnittet. Likviditetsrisikoen anses derfor som lavere enn bransjen.



Figur 6-4 Gjeldsdekningsgrad til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

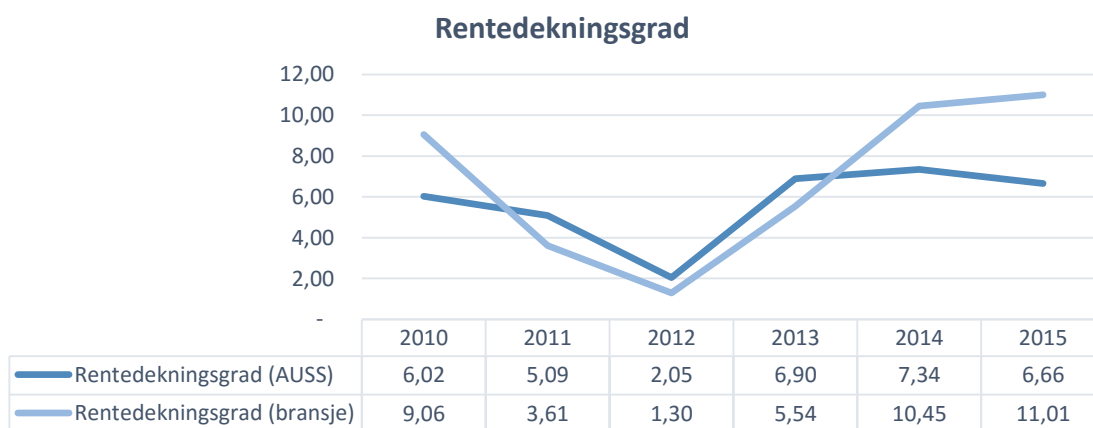


### 6.1.5 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgrad defineres som virksomhetens nettoresultat fra sysselsatt kapital i forhold til netto finanskostnader, og formelen er presentert under (Knivsfå, F8, 2016). Nøkkeltallet ser dermed på selskapets evne til å dekke finanskostnader gjennom nettoresultatet som selskapet har til fordeling. En tommelfingerregel er at rentedekningsgraden bør være større enn 2. Dette forholdet bør imidlertid oppjusteres som følge av dagens lave rentenivå, fordi dette resulterer i relativt lave netto finanskostnader.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Av figur 6-5 ser vi at både AUSS og bransjen har hatt store svingninger i rentedekningsgraden i analyseperioden. Netto finanskostnader har vært relativt stabil for alle virksomhetene i bransjen, og dermed skyldes svingningene i stor grad betydelige svingninger i driftsresultatet. Nøkkeltallet har i all hovedsak vært over 2 for både AUSS og bransjen, noe som er tilfredsstillende. I de siste årene har imidlertid AUSS gjort det betydelig dårligere enn bransjen. Mye av dette skyldes at SalMar har hatt en særdeles høy rentedekningsgrad i 2014 og 2015, noe som følgelig påvirker bransjesnittet.



Figur 6-5 Rentedekningsgrad til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015



### 6.1.6 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm defineres som virksomhetens frie kontantstrøm til sysselsatt kapital i forhold til fri kontantstrøm fra finansiell gjeld (Knivsflå, F8, 2016). Formelen er presentert under. Forholdstallet indikerer dermed om virksomheten genererer nok kontanter til å dekke de løpende gjeldsforpliktelsene.

$$\frac{\text{Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital}}{\text{Fri kontantstrøm fra finansiell gjeld}} = \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift} + \text{Fri kontantstrøm finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnad} - \Delta \text{ Finansiell gjeld}}$$

Dette forholdstallet gir imidlertid kun mening dersom virksomheten netto tilbakebetaler gjeld, altså når  $\text{NFK} - \Delta \text{FG} > 0$ . Tabell 6-2 viser den omgrupperte kontantstrømmen vi presenterte i 5.4.3 (*Omgruppering av kontantstrøm*). Som vi ser av tabellen er netto finanskostnad større enn endring i finansiell gjeld kun i 2011 og 2013. Betingelsen er med andre ord ikke oppfylt, og vi analyserer ikke dette forholdstallet videre.

Omgruppert kontantstrøm		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	1 486 573	1 060 035	393 717	1 410 807	1 494 740	1 214 486
Unormalt netto driftsresultat	<i>UNDR</i>	495 655	-266 594	143 822	751 806	192 932	704 130
Endring(økning) i netto driftseiendeler	<i>ΔNDE</i>	-1 088 795	-232 785	-490 747	-1 743 708	-1 535 055	-2 118 853
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b><i>FKD</i></b>	<b>893 433</b>	<b>560 656</b>	<b>46 792</b>	<b>418 905</b>	<b>152 617</b>	<b>-200 237</b>
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	52 480	70 302	50 505	38 243	46 176	65 835
Unormal netto finansinntekt	<i>UNFR</i>	-10 259	4 742	102 511	-262 011	-107 243	-74 409
Endring i finansielle eiendeler	<i>ΔFE</i>	-1 125 324	448 578	-846 797	3 831	1 022 050	-266 286
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b><i>FKS</i></b>	<b>-189 670</b>	<b>1 084 277</b>	<b>-646 989</b>	<b>198 968</b>	<b>1 113 600</b>	<b>-475 097</b>
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-222 092	-216 436	-210 083	-209 904	-192 183	-228 782
Endring i finansiell gjeld	<i>ΔFG</i>	198 739	-304 539	417 356	395 476	-382 905	1 134 437
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-462 865	-125 823	-172 243	-723 422	-356 449	-448 690
Unormalt netto minoritetsresultat	<i>UNMR</i>	-81 682	-31 456	-43 061	-180 856	-89 112	-112 173
Endringer i minoritetsinteresser	<i>ΔMI</i>	1 033 860	-99 684	531 825	761 955	231 397	535 740
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b><i>FKE</i></b>	<b>276 291</b>	<b>306 339</b>	<b>-123 195</b>	<b>242 216</b>	<b>324 348</b>	<b>405 435</b>

Tabell 6-2 Omgruppert kontantstrøm til AUSS i perioden 2010-2015

Som vi ser av formelen for gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm benytter Knivsflå nettoendringer i telleren for å vurdere om virksomheten genererer nok kontanter til å dekke de løpende gjeldsforpliktelsene. Nettoendringer gir ikke nødvendigvis det beste estimatet på muligheten til å dekke de løpende gjeldsforpliktelsene. En bedre måte å vurdere dette forholdstallet på kunne ha vært å benytte *netto finanskostnad + avdrag på finansiell gjeld* i telleren. På denne måten ville forholdstallet gitt oss en indikasjon på om den frie kontantstrømmen var nok til å dekke *utgiftene* som er forbundet med den finansielle gjelden. Vi velger likevel å forholde oss til Knivsflå sitt oppsett, og kommenterer heller den omgrupperte kontantstrømmen i påfølgende avsnitt.

Den omgrupperte kontantstrømmen indikerer likevel at AUSS genererer frie kontanter fra driften i alle årene, noe som er et positivt moment for likviditeten. I tillegg genereres det kontanter fra *fri kontantstrøm til sysselsatt kapital* i 2011, i tillegg til 2013-2015. Det er spesielt i 2012 hvor *fri kontantstrøm til sysselsatt kapital* er negativ, og dette har sammenheng med den relativt lave lakseprisen i 2012. Totalt sett ser vi at AUSS oppnår en positiv *fri kontantstrøm til egenkapital* over hele analyseperioden, bortsett fra i 2012. Dette indikerer at AUSS utbetaler *netto utbytte* i fem av seks år, og dette bør anses for å være tilfredsstillende.

### 6.1.7 Belåningsreserve

Belåningsreserve viser hvor stor del av virksomhetens eiendeler som kan stilles som ytterligere sikkerhet ved opplåning, og formelen er presentert under. Dette nøkkeltallet er dermed det motsatte av belåningsgrad, som viser hvor stor del av eiendelene som allerede er belånt. Dermed gir belåningsreserve innsikt i hvor god likviditetstilgang virksomheten har dersom de får behov for opplåning. Følgelig vil en høy belåningsreserve indikere at virksomheten er bedre rustet til å takle en likviditetskrise, samt at de lettere kan låne eksternt.

$$\text{Belåningsreserve i \% av belåningsgrunnlaget} = \frac{\text{Belåningsgrunnlag} - \text{Sum rentebærende gjeld}}{\text{Belåningsgrunnlag}} * 100$$

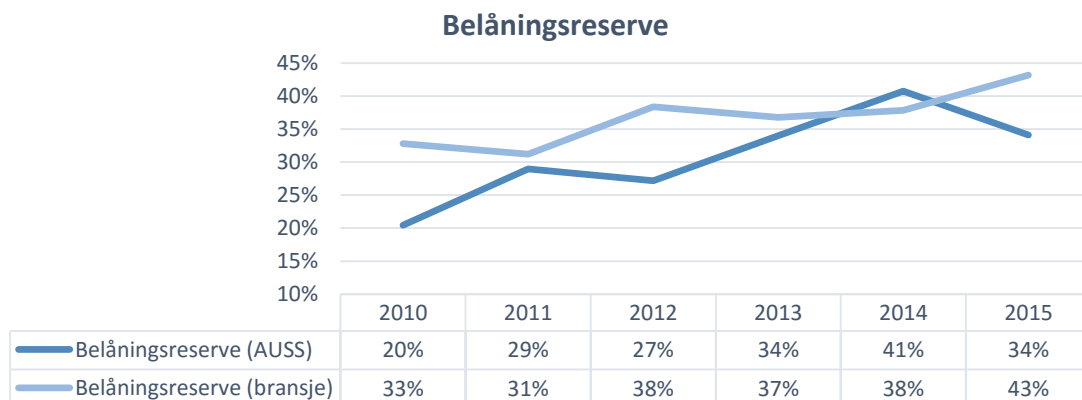
*Belåningsgrunnlaget* er den totale sikkerheten långiverne antas å gi virksomheten, uten hensyn til eksisterende gjeld. Videre vil *sum rentebærende gjeld* representere hvor mye av belåningsgrunnlaget som allerede er benyttet, slik at man sitter igjen med belåningsreserven. For å kunne beregne belåningsgrunnlaget vil de ulike eiendelspostene bli tildelt en prosentsats, som hver representerer hvor stor sikkerhet de ulike eiendelspostene kan gi. Prosentsatsene er presentert i tabell 6-2. Prosentvis dekning er et forsiktig estimat på hvor mye en kan regne med å få igjen ved salg av eiendelene. En tommelfingerregel er at nøkkeltallet bør være over 40 % (Dahl, Lederkilden, 2012).



Eiendel	Prosentvis dekning
Konsesjoner	50 %
Varige driftsmidler	70 %
Investeringer i tilknyttede- og andre selskaper	60 %
Varelager og andre fordringer	30 %
Biologiske eiendeler	40 %
Kundefordringer og andre langsiktige fordringer	60 %
Eiendeler holdt for salg	60 %

Tabell 6-3 Prosentvis dekning på de ulike eiendelspostene

Av figur 6-6 ser vi at belåningsreserven til bransjen er relativt stabil. AUSS har derimot hatt en noe lavere belåningsreserve enn bransjen over analyseperioden, med unntak av 2014. En av årsakene er at AUSS har mindre bokførte biologiske eiendeler relativt til totale eiendeler sammenlignet med bransjen. I tillegg har AUSS også store midler bundet opp i kontanter og kontantekvivalenter, noe som ikke tas hensyn til i utregningen av belåningsreserve. Både AUSS og bransjen ligger tett opp mot tommelfingerregelen. Dette indikerer at virksomhetene har nok eiendeler som kan stilles som sikkerhet for eventuell ny opplåning.



Figur 6-6 Belåningsreserven i prosent til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

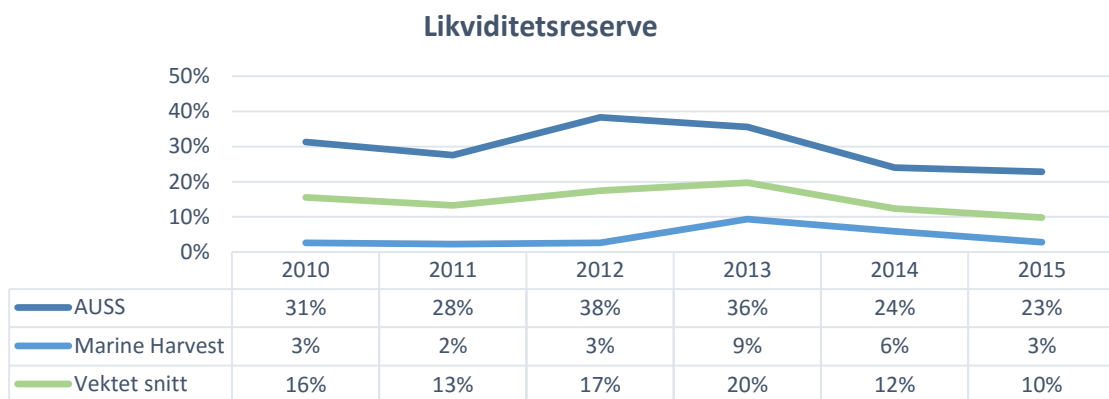
### 6.1.8 Likviditetsreserve i % av salgsinntekter

Et problem med likviditetsgrad 1 og 2 er at kundefordringer og varelager ikke nødvendigvis er riktig verdsatt. Ved en overvurdering av verdien av de to balansepostene vil likviditetsgradene bli kunstig høye. Ved å regne ut en likviditetsreserve vil man ta ut denne risikoen, og observere likviditeten relativt til omsetningsvolumet. I praksis vil derfor likviditetsreserven være et mer egnet likviditetsmål som reflekterer det faktiske likviditetsbehovet (Dahl, Lederkilden, u.d.). Tommelfingerregelen er at reserven bør være over 8 %, og formelen for likviditetsreserve er gitt ved:

$$\text{Likviditetsreserve} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler} + \text{Ubenyttede kassekreditt}}{\text{Salgsinntekter}} * 100 \%$$



Figur 6-7 viser likviditetsreserven til AUSS og Marine Harvest. Dette var de to eneste selskapene blant de komparative virksomhetene der «ubenyttet kassekreditt» var spesifisert i årsrapportene. Selv om figuren ikke viser hele bransjen, gir det likevel en pekepinn på hvordan situasjonen er i AUSS. AUSS har en stor kontantbeholdning sammenlignet med bransjeutvalget vårt, og dette medfører at likviditetsreserven er stor. Samtidig har AUSS store ubenyttede trekkfasiliteter sammenlignet med Marine Harvest. Likviditetsreserven er dermed god i et risikoperspektiv, og tyder på at AUSS har betydelig overskuddslikviditet. Fra et styringsperspektiv er ikke dette nødvendigvis utelukkende positivt, da kontanter kan ses på som «død» kapital.



Figur 6-7 Likviditetsreserve i prosent av salgsinntekt til AUSS og Marine Harvest i perioden 2010-2015

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Formålet til soliditetsanalysen er å kartlegge om virksomheten har store nok økonomiske ressurser til å tåle en lenger periode med fremtidige tap (Knivsflå, F8, 2016). Dermed vil egenkapitalen være sentral ved at den utgjør en buffer mot fremtidige tap og redusere risikoen for konkurs i dårlige tider. I den videre langsiktige analysen vil vi se nærmere på egenkapitalprosent, kapitalstruktur og netto driftsrentabilitet.

### 6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten anses for å være det viktigste forholdstallet når man skal analysere soliditeten til en virksomhet. Dette innebærer at jo høyere egenkapitalprosenten er, desto bedre evne har virksomheten til å tåle fremtidige perioder med tap. Følgelig vil en høyere egenkapitalprosent resultere i en lavere kredittrisiko. Egenkapitalprosenten er også viktig for långiverne da de ofte stiller krav til egenkapitalprosenten i form av en covenant. Dersom virksomheten på et gitt måletidspunkt ikke oppfyller kravet, kan långiverne kreve lånet tilbakebetalt umiddelbart. Det er verdt å påpeke at vi her inkluderer minoritetsinteresser i



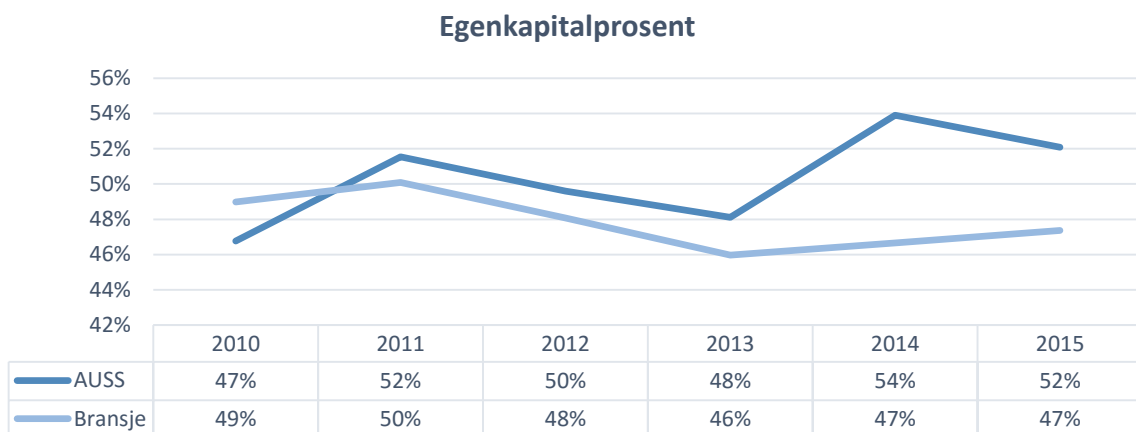


egenkapitalen når vi beregner egenkapitalprosenten, da vi her ser på konsernet som helhet (Knivsflå, F8, 2016).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

Av figur 6-8 ser vi at AUSS stort sett har hatt en høyere egenkapitalprosent enn resten av bransjen, noe som er positivt. Både AUSS og bransjen har også en egenkapitalandel som er godt over långivernes krav, som hovedsakelig varierer mellom 30-35 %.

Havbruk- og fiskerinæringen er som nevnt en kapitalintensiv bransje. Dette i kombinasjon med dagens lave lånerente kunne ført til ytterligere gearing av virksomheten. Vi ser derimot at egenkapitalprosenten har holdt seg relativt stabil for både AUSS og bransjen, noe som anses å være positivt. Dette indikerer at AUSS har en solid finansiering som kan tåle perioder med fremtidige tap. Alternativt vil AUSS kunne utvide lånerammene for å finansiere nye investeringer eller oppkjøp.



Figur 6-8 Egenkapitalprosent til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

Når man ser på egenkapitalprosent i et risikoperspektiv er det viktig å se på hva eiendelene, og dermed også egenkapitalen, består av. Ved store immaterielle eiendeler vil verdien av eiendelene i stor grad forutsette videre drift. Dersom driften ikke fortsetter vil en del immaterielle eiendeler kunne bli verdiløse, da eiendelene ikke kan omsettes. Dette vil påvirke egenkapitalprosenten i negativ retning. I AUSS sitt tilfelle er de immaterielle eiendelene i stor grad knyttet til konsesjoner, som er omsettelige. Vi mener derfor at egenkapitalprosenten i AUSS reflekterer relativt sikre verdier, og vi velger å ikke justere for immaterielle eiendeler i utregningen.



## 6.2.2 Analyse av kapitalstruktur

Analyse av kapitalstruktur gjøres i form av en statisk finansieringsanalyse, og analyseverktøyet kartlegger hvordan virksomheten er finansiert per 31.12.2015 (Knivsflå, F8, 2016). Denne analysen bruker de rapporterte regnskapstallene fra 2015, og følgelig vil ikke Copeinca være med i bransjeutvalget vårt. Basert på en slik analyse er det ønskelig at *langsiktige anleggsmidler* finansieres i form av *langsiktig kapital*. Dermed er det fordelaktig med finansiering i form av *egenkapital* og *minoritetsinteresser*, da egenkapital er den minst risikable finansieringskilden. Videre vil man foretrekke at den langsiktige kapitalen finansieres med *langsiktig driftsrelatert gjeld* fremfor *langsiktig finansiell gjeld* (rentebærende), da dette er en rimeligere finansieringskilde. Til slutt vil *kortsiktig finansiell gjeld* være den minst gunstige finansieringskilden, da den både er den mest risikable og dyreste finansieringskilden. Det er ønskelig at matrisen når «bunnen» raskest mulig, da dette indikerer en mindre risikabel finansiering.

Tabell 6-4 og 6-5 illustrerer finansieringsmatrisen til AUSS i henholdsvis absolutte- og prosentvise verdier. Her fremkommer det at AUSS sine driftsrelaterte anleggsmidler hovedsakelig er finansiert med egenkapital og minoritetsinteresser, med henholdsvis 56 % og 30 %. Langsiktig driftsrelatert gjeld står for de resterende 14 %. Videre er alle anleggsmidlene langsiktig finansiert, noe som er ønskelig. Når det gjelder de driftsrelaterte omløpsmidlene er også disse hovedsakelig langsiktig finansiert, og det er kun 20 % som er kortsiktig finansiert. Dette indikerer at det er liten fare for at AUSS havner i en likviditetskrise når gjelden forfaller. Ut ifra dette er finansieringsstrukturen til AUSS meget solid på nåværende tidspunkt.

AUSS 2015Q (absolutte verdier)	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelatert AM	8 720 824	4 574 777	2 163 745				15 459 346
Finansielle AM			94 587				94 587
Driftsrelatert OM			674 132	5 352 328	1 474 319		7 500 779
Finansielle OM					514 168	1 956 227	2 470 395
<b>Totalkapital</b>	<b>8 720 824</b>	<b>4 574 777</b>	<b>2 932 464</b>	<b>5 352 328</b>	<b>1 988 487</b>	<b>1 956 227</b>	<b>25 525 107</b>

Tabell 6-4 Kapitalstrukturen til AUSS i 2015 (absolutte verdier)

AUSS 2015Q (prosentvis)	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelatert AM	56,41 %	29,59 %	14,00 %				60,57 %
Finansielle AM			100,00 %				0,37 %
Driftsrelatert OM			8,99 %	71,36 %	19,66 %		29,39 %
Finansielle OM					20,81 %	79,19 %	9,68 %
<b>Totalkapital</b>	<b>34,17 %</b>	<b>17,92 %</b>	<b>11,49 %</b>	<b>20,97 %</b>	<b>7,79 %</b>	<b>7,66 %</b>	<b>100,00 %</b>

Tabell 6-5 Kapitalstrukturen til AUSS i 2015 (prosentvis)



Tabell 6-6 viser finansieringsstrukturen til bransjen basert på vektning av de komparative virksomhetene. Kapitalstrukturen til AUSS er relativt lik som bransjen, da det er de samme finansieringskildene som dekker de totale eiendelene. Ut ifra matrisen ser det ut som at AUSS har en dårligere finansieringsstruktur enn bransjen, da bransjen dekker en større andel av DAM med egenkapital.

Hovedgrunnen til differansen er at de komparative virksomhetene har ingen eller lite minoritetsinteresser. Dermed har bransjen generelt sett mer egenkapital hos majoriteten enn AUSS. Dersom vi ser egenkapital og minoritetsinteresser under ett, vil AUSS dekke 86 % av DAM med egenkapital, mens bransjen dekker 88 %. Dermed er det kun marginale forskjeller samlet sett. Videre dekker bransjen noe mer av DOM med langsiktig driftsrelatert gjeld, mens AUSS benytter seg av mer langsiktig finansiell gjeld. Til slutt benytter AUSS seg av mer kortsiktig finansiell gjeld enn bransjen, noe som kan gi større risiko og høyere kapitalkostnader.

Bransje 2015Q (prosentvis)	Langsiktig		Langsiktig		Kortsiktig		Totale eiendeler
	Egenkapital	Minoritetsinteresser	driftsrelatert gjeld	finansiell gjeld	driftsrelatert gjeld	finansiell gjeld	
Driftsrelatert AM	79,53 %	8,18 %	12,29 %				53,63 %
Finansielle AM			100,00 %				0,15 %
Driftsrelatert OM			16,58 %	57,00 %	26,42 %		42,53 %
Finansielle OM					45,96 %	54,04 %	3,69 %
<b>Totalkapital</b>	<b>42,65 %</b>	<b>4,38 %</b>	<b>13,79 %</b>	<b>24,24 %</b>	<b>12,94 %</b>	<b>2,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

Tabell 6-6 Kapitalstrukturen til bransjen i 2015 (prosentvis)

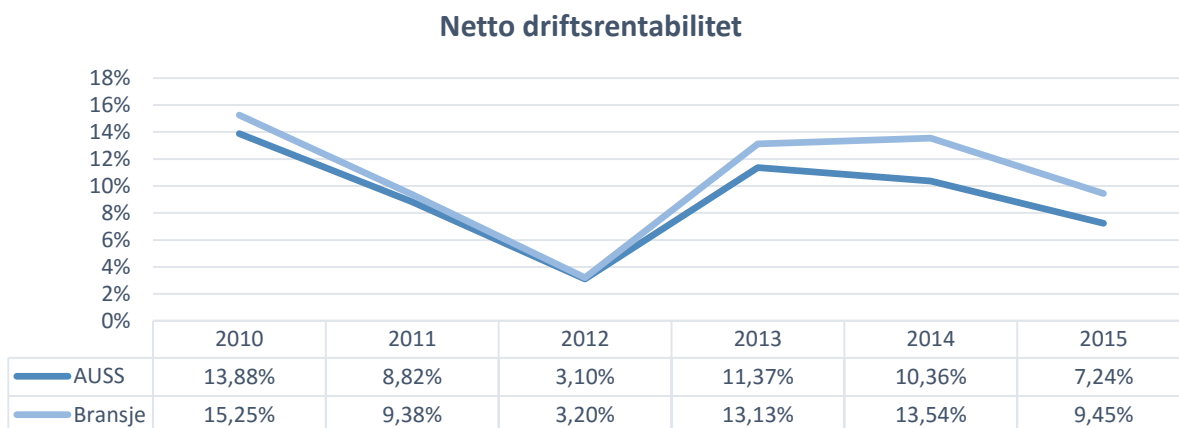
### 6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet

Analyse av netto driftsrentabilitet inngår i soliditetsanalysen som et mål på lønnsomhet. Bakgrunnen til dette er at en svak lønnsomhet vil kunne redusere bufferen til egenkapitalen. Her defineres netto driftsrentabilitet som netto driftsresultat i forhold til gjennomsnittlige netto driftseiendeler. Netto driftsrentabilitet viser dermed avkastningen til netto driftseiendelene, som vist i formelen under.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}_{IB} + \frac{\Delta NDE - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

Havbruk- og fiskerinæringen er som nevnt en syklisk bransje, og dette kommer tydelig frem figur 6-9. Dette gjør videre at det ikke finnes noen god målestokk på nøkkeltallet, og følgelig vil bransjen utgjøre den beste indikasjonen på AUSS sin lønnsomhet. Av figuren ser vi at AUSS sin netto driftsrentabilitet har vært marginalt lavere enn bransjen over hele

analyseperioden, men at differansen har økt noe i de siste årene. Netto driftsrentabilitet var lav i 2012, og dette har både sammenheng med lav laksepris og kvotefastsettelse innenfor den pelagiske delen. Selv om netto driftsrentabilitet til AUSS har vært noe lavere enn bransjen, ser det ikke ut som at rentabiliteten utgjør noen risikofaktor for fremtidig soliditet. Trenden skyldes i stor grad den sykliske bransjen de opererer i, og dette fører til naturlige svingninger i rentabiliteten for bransjen som helhet.



Figur 6-9 Netto driftsrentabilitet til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

### 6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Den kortsiktige likviditetsanalysen og langsiktige soliditetsanalysen kan sammen oppsummeres gjennom en syntetisk rating. Knivsflå sin ratingmodell, presentert i tabell 6-7, tar utgangspunkt i «Standard & Poor's» sitt karaktersystem, og danner grunnlag for den syntetiske ratingen til AUSS. Ratingmodellen benytter kun fire nøkkeltall: *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*. Nøkkeltallene gir oss et første anslag på fastsettelsen av den syntetiske ratingen.

Den syntetiske ratingen fremkommer i form av en bokstavkarakter, som videre reflekterer sannsynligheten for at virksomheten går konkurs i løpet av det neste året. Denne vil senere få betydning for fastsettelsen av selskapets kredittrisikopremie og det finansielle gjeldskravet. For å øke detaljnivået på karakterfastsettelsen har vi valgt å sette sterke (+) og svake (-) karakterer.

Da denne ratingen kun baserer seg på fire nøkkeltall kan den være noe enkel. Derfor vil vi avslutningsvis foreta en helhetsvurdering hvor vi eventuelt justerer det første anslaget på den syntetiske ratingen.



Rating	Likviditets- grad 1	Rente- dekningsgrad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet
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	1,200	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 6-7 Syntetisk rating basert på grenseverdier for fire nøkkeltall (Knivsflå, F8, 2016, s. 86)

Førsteutkastet til den syntetiske ratingen til AUSS og bransjen er presentert i tabell 6-8. Her presenteres en syntetisk rating for hver av de seks årene i analyseperioden, samt et tidsvektet gjennomsnitt.

AUSS sitt tidsvektede gjennomsnitt over analyseperioden er A, og dette tilsvarer en konkurssansynlighet på 0,8 % (Knivsflå, F8, 2016, s. 81). Det eksisterer ingen tilsvarende rating av AUSS hos de store kredittselskapene som Standard & Poor's, Moody's eller Fitch. Dermed har vi ikke noe sammenligningsgrunnlag i forhold til resultatet fra den noe snevre ratingmodellen til Knivsflå. Bransjens tidsvektede gjennomsnitt over analyseperioden er også A, og dermed har også bransjen en konkurssansynlighet på 0,8 %.

	2010		2011		2012		2013		2014		2015		Tidsvektet	
<b>AUSS</b>														
Likviditetsgrad 1	2,67	A	2,25	A	2,76	A	2,93	A	2,57	A	2,61	A	2,64	A
Rentedekningsgrad	6,02	AA	5,09	AA	2,05	BBB	6,90	AA+	7,34	AAA-	6,66	AA+	5,85	AA
Egenkapitalandel	0,47	BBB+	0,52	A-	0,50	A-	0,48	BBB+	0,54	A-	0,52	A-	0,51	A-
Netto driftsrentabilitet	0,14	A	0,09	BBB	0,03	B	0,11	BBB+	0,10	BBB+	0,07	BB+	0,09	BBB
<b>Samlet</b>		<b>A+</b>		<b>A</b>		<b>BBB</b>		<b>A</b>		<b>A+</b>		<b>A</b>		<b>A</b>
<b>Bransje</b>														
Likviditetsgrad 1	3,40	A+	3,04	A+	2,64	A	3,42	A+	2,92	A	3,19	A+	3,10	A+
Rentedekningsgrad	9,06	AAA-	3,61	A+	1,30	BB+	5,54	AA	10,45	AAA-	11,01	AAA-	7,04	AA+
Egenkapitalandel	0,49	BBB+	0,50	A-	0,48	BBB+	0,46	BBB+	0,47	BBB+	0,47	BBB+	0,48	BBB+
Netto driftsrentabilitet	0,15	A	0,09	BBB+	0,03	B	0,13	A-	0,14	A	0,09	BBB	0,11	BBB+
<b>Samlet</b>		<b>AA-</b>		<b>A</b>		<b>BBB-</b>		<b>A</b>		<b>A+</b>		<b>A</b>		<b>A</b>

Tabell 6-8 Beregning av syntetisk rating basert på fire nøkkeltall i perioden 2010-2015



Vi ser at AUSS gjør det marginalt bedre på soliditet enn bransjen, mens bransjen gjør det noe bedre på likviditet. Forskjellene er imidlertid så små at det verken er en fordel eller ulempe for AUSS eller bransjen. Samlet sett bekrefter risikoanalysen antagelsen fra den strategiske analysen om at både AUSS og de komparative virksomhetene er solide virksomheter med stabile fremtidsutsikter.

### 6.3.1 Helhetsvurdering av den syntetiske ratingen

Det bør påpekes at ratingmodellen er tilbakeskuende, og dermed vil ikke den gitte ratingen nødvendigvis representere kredittsituasjonen til AUSS eller bransjen fremover. Den syntetiske ratingen skal imidlertid fungere som en indikator på kredittverdigheten for analysen i årene fremover.

Videre tar heller ikke modellen hensyn til bransjespesifikke forhold, og dette kan medføre at grenseverdiene som er presentert i tabell 6-6 enten er over- eller undervurdert. Et godt eksempel på dette er likviditetsgrad 1 som kan bli unaturlig høy som følge av den lave omløpshastigheten på omløpsmidlene til havbruk- og fiskerinæringen.

Ratingmodellen baserer seg kun på fire nøkkeltall, to for likviditet og to for soliditet. Dersom det eksisterer store feilkilder i ett eller flere av nøkkeltallene kan dette gi feil indikasjon på kredittrisikoen. Dette problemet har vi prøvd å unngå ved å supplere risikoanalysen med flere forholdstallanalyser innenfor likviditet. Både AUSS og bransjen gjør det relativt bra i disse analysene, og dette taler derfor for å beholde ratingen vi kom frem til i tabell 6-8.

Ut ifra tabell 6-8 ser vi at både AUSS og bransjen gjør det relativt dårlig på netto driftsrentabilitet i forhold til de andre nøkkeltallene. En forklaring på dette er at havbruk- og fiskerinæringen har store verdier i biologiske eiendeler, og dette påvirker følgelig verdien på netto driftseiendeler. Hadde man trukket ut de biologiske eiendelene ville netto driftsrentabiliteten økt noe. Dette kan forklare hvorfor netto driftsrentabiliteten er det nøkkeltallet som trekker ned ratingen noe. De sykliske svingningene til havbruk- og fiskerinæringen kommer også tydelig frem i ratingen, da den syntetiske ratingen er svakest i 2012.

Dagens rekordlave rentenivå medfører også at netto finanskostnader er lavere enn normalt. Dette gjør at man forventer en høyere rente i fremtiden, og følgelig vil dette normalt påvirke



likviditeten. Av tabell 6-8 ser man at både AUSS og bransjen gjør det noe bedre på likviditet enn soliditet, og dette kan ha sammenheng med dagens lave rentenivå. Det er derfor et positivt moment at AUSS benytter rentederivater og fastrente for å sikre seg mot renteendringer.

Analyse av kapitalstrukturen avdekket at både AUSS og bransjen er relativt likt finansiert, og ikke minst solid finansiert.

Havbruk- og fiskerinæringen er som nevnt en syklisk bransje. Analyseperioden vår omfatter både en bunn i 2012, i tillegg til bedre perioder i hver ende av analyseperioden. Dette gjør at den syntetiske ratingen vi kom frem til ved hjelp av tabell 6-6 sannsynligvis gir et relativt riktig bilde av bransjen. Til tross for svakhetene i modellen, vil vi i den videre analysen ta utgangspunkt i en rating på A. Vi vil derimot ta hensyn til usikkerheten i 11.5 (*Analyse av usikkerhet*).

## 7 Historisk avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi utarbeide det historiske avkastningskravet, som skal benyttes i analysen av lønnsomhet i kapittel 8. Avkastningskravet reflekterer den avkastningen som kreves av investorene ved en tilsvarende investering med samme risiko. Dermed blir avkastningskravet benyttet på to måter: målestokk for rentabilitet og diskonteringsrente for verdi (Knivsflå, F9, 2016).

Videre i dette kapitlet vil vi presentere ulike avkastningskrav for AUSS i analyseperioden. Disse knytter seg hovedsakelig til egenkapital, minoritet, netto finansiell gjeld, sysselsatt kapital og netto driftskapital.

### 7.1 Litt teori for avkastningskrav

#### Faktormodellen

Det er kun de systematiske risikofaktorene som er relevante, og følgelig er det bare systematisk risiko som kan gi avkastning i likevekt. Dette gjør at den alternative avkastningen kan uttrykkes som:

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

Uttrykket omtales som faktormodellen, og er det avkastningskravet ( $k$ ) en investor minst må kreve for investeringen sin. Her er  $r_f$  risikofri rente,  $\beta$  er den relative sensitiviteten overfor risikofaktoren og  $(r_F - r_f)$  er faktorrisikopremien, altså premien til en investering med sensitivitet lik 1 (Knivsflå, F9, 2016, s. 13).

#### Kapitalverdimodellen

Videre finnes det et spesialtilfelle av faktormodellen som kan benyttes dersom kapitalmarkedet er perfekt. Her vil investorene kun få betalt for den systematiske markedsrisikoen ved at investorene diversifiserer bort den usystematiske risikoen. Dette kalles for kapitalverdimodellen (CAPM), og består av risikofrirente, tillagt en premie for systematisk risiko (Knivsflå, F9, 2016, s. 14):

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_M - r_f)$$

Her er  $r_f$  risikofri rente og  $(r_M - r_f)$  er markedsrisikopremien.  $\beta_{EK}$  et mål på den systematiske risikoen, og defineres som samvariasjonen multiplisert med den relative





risikoen. Her vil samvariasjonen være korrelasjonen mellom avkastningen til virksomheten ( $r$ ) og markedsindeksen ( $r_m$ ). Den relative risikoen er et mål på den relative volatiliteten til virksomheten i forhold til markedet. Dette innebærer at  $\beta=1$  for børsindeksen, mens  $\beta=0$  for risikofri avkastning (Knivsflå, F9, 2016, s. 16).

## 7.2 Krav til egenkapital og minoritet

For den videre analysen vil det være hensiktsmessig å se på CAPM etter skatt, tillagt en eventuell illikviditetspremie ( $ilp$ ). Grunnen til dette er at  $ekr$  er et nøkkeltall etter skatt, og dermed må sammenligningsgrunnlaget,  $ekk$ , være lik.  $ilp$  vil her bli lagt til dersom det er risiko for at investor kan bli innelåst med en illikvid aksje, altså aksjer som er vanskelig å omsette i markedet. Det bør nevnes at man i praksis sjeldent trekker ifra skatt på den risikofrie renten. Vi velger imidlertid å følge Knivsflå sin modell, og dermed benytter vi risikofri rente etter skatt. Den justerte modellen blir dermed slik:

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

### 7.2.1 Risikofri rente

En risikofri investering er en investering der investoren vet med sikkerhet den fremtidige avkastningen. Damodaran (2001, s. 58) lister opp to vilkår som må være oppfylt for at investeringen skal være risikofri. Det må ikke eksistere risiko for misligholds- eller konkursrisiko, og heller ingen usikkerhet ved reinvesteringsavkastningen. Det finnes ulike måter å beregne risikofri avkastning eller rente på, men de mest brukte er statsobligasjoner og pengemarkedsrenten mellom bankene (NIBOR).

Det bør presiseres at man ikke kan benytte 3M NIBOR direkte da det foreligger en risikopremie for at bankene kan gå konkurs. Vi må derfor trekke ut denne risikopremien slik at vi sitter igjen med den risikofrie renten før skatt. Fordelen ved å benytte 3M NIBOR er at det foreligger en liten illikviditetspremie knyttet til renten. Ulempen er derimot at det kan gi store svingninger i avkastningskravet. Vi velger likevel å benytte 3M NIBOR da dette gir det mest nøyaktige estimatet. Tabell 7-1 viser beregningen av den risikofrirenten som benyttes videre i analysen.



NIBOR 3-mnd	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
NIBOR 3-mnd	0,024	0,027	0,022	0,018	0,018	0,015	0,020
Kreditrisikopremie (AA)	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,006
<b>Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,018</b>	<b>0,021</b>	<b>0,016</b>	<b>0,012</b>	<b>0,013</b>	<b>0,010</b>	<b>0,014</b>
Skatt (dss)	0,005	0,006	0,005	0,003	0,003	0,003	0,004
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,013</b>	<b>0,015</b>	<b>0,012</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,007</b>	<b>0,010</b>

Tabell 7-1 Risikofri rente i perioden 2010-2015 (Norges Bank, u.d.)

Statsobligasjoner er et annet alternativ ved utregning av den risikofrie renten. På lik linje med banker er det en viss sannsynlighet for at en stat kan gå konkurs. Det er derimot store forskjeller fra stat til stat. Eksempelvis er det marginal sannsynlighet for at den norske stat skal misligholde gjelden sin. Litteraturen<sup>11</sup> og praksis ser ut å foretrekke statsobligasjoner som utgangspunkt for beregning av risikofri rente. Fordelen med statsobligasjoner er en jevnere rente som er relativt enkel å regne ut. Ulempen er derimot en illikviditetspremie som bør trekkes ut, noe som kan være vanskelig å regne ut. Ved å bruke statsobligasjoner vil man derfor kunne få en for høy risikofri rente, da risikopremie ved illikviditet ikke er tatt ut.

## 7.2.2 Markedets risikopremie

Differansen mellom markedets forventede avkastning og risikofrie rente kalles markedets risikopremie (Finansdepartementet, 2000). Risikopremien er altså den ekstra avkastningen som en investor krever for å investere i et mer risikabelt objekt enn den risikofrie renten. For å estimere risikopremien for hvert enkelt år i analyseperioden kan en bruke historiske risikopremier. Vi benytter oss av Knivsflå (F15, 2016) sine tall, der kortsiktige- og langsiktige historiske data benyttes.

Tabell 7-2 viser den beregnede markedsrisikoen i analyseperioden, både før og etter skatt. Den observerte markedsrisikoen i tabellen er i samsvar med oppfatningen i både litteratur<sup>12</sup> og andre profesjonelle markedsaktører<sup>13</sup>.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Kortsiktig perspektiv etter skatt	0,039	0,036	0,038	0,040	0,040	0,041	0,039
Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Langsiktig perspektiv etter skatt	0,048	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,049
Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
<b>Estimert markedsrisikopremie etter skatt</b>	<b>0,046</b>	<b>0,046</b>	<b>0,046</b>	<b>0,047</b>	<b>0,048</b>	<b>0,048</b>	<b>0,047</b>

Tabell 7-2 Markedsrisikopremien i perioden 2010-2015 (Knivsflå, F15, 2016, s. 34)

<sup>11</sup>Se (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, s. 240) og (Damodaran, 2001, s. 58)

<sup>12</sup> Se (Kaldestad & Møller, 2011, s. 122)

<sup>13</sup> Se PwC sin årlige undersøkelse blant norske finansanalytikere (PwC, 2014)

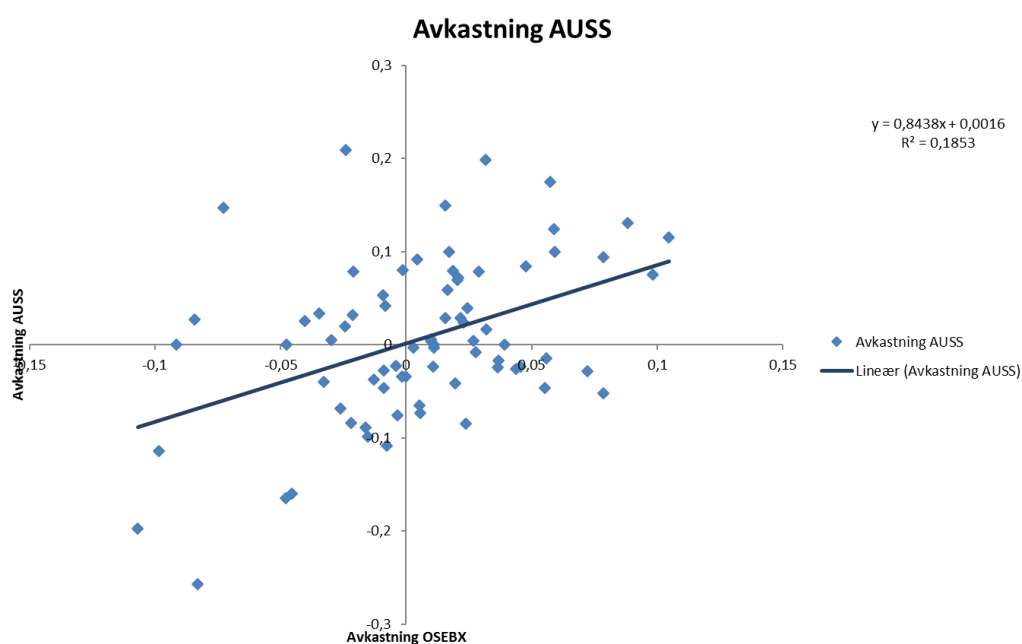
### 7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Egenkapitalbeta er en aksjes systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko (Dahl, Lederkilden, 2004). Dermed vil  $\beta=1$  innebære at selskapets aksjekurs svinger i takt med markedet. På denne måten kan derfor betaen brukes til å si noe om risikoen til aksjen sammenlignet med markedet.

AUSS er et børsnotert selskap på Oslo Børs, sammen med både Marine Harvest og SalMar. Vi velger dermed å beregne egenkapitalbetaen til de tre virksomhetene ved å utføre en regresjonsanalyse med historiske kursdata til virksomheten mot Oslo Børs. I sammenligningsgrunnlaget har vi valgt å bruke månedlige kurser, hentet fra Yahoo Finance.

Omega er børsnotert på New York Stock Exchange, noe som gjør at vi ikke kan sammenligne Omega med betaer for selskapene på Oslo Børs. Verken Exalmar og Copeinca er notert på børs, og derfor eksisterer det ikke historiske kursdata for disse to selskapene. Dermed vil de ulike betaene og kravene i den påfølgende analysen kun ta for seg de tre selskapene som er notert på Oslo Børs. Regresjonsanalysen er illustrert i figur 7-1, med tilhørende tabell 7-3.

En ulempe med utvalget er imidlertid at bransjen kun vil bestå av opprettselskaper, og ingen virksomheter innenfor den pelagiske delen av havbruk- og fiskerinæringen. Dette gjør at det er en fare for at sammenligningsgrunnlaget vårt blir noe svekket, da AUSS har en pelagisk del som utgjør omtrent 25 % av omsetningen deres.



Figur 7-1 Avkastning til AUSS mot OSEBX (Yahoo Finance, 2016)



Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,4305
R-kvadrat	0,1853
Justert R-kvadrat	0,1742
Standardfeil	0,0786
Observasjoner	75

## Variansanalyse:

	fg	SK	GK	F	Signifikans F
Regresjon	1	0,1027	0,1027	16,6072	0,0001
Residualer	73	0,4515	0,0062		
Totalt	74	0,5542			

	Koeffisienter	Standardfeil	t Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øvre 95,0%
Skjæringspunkt	0,0016	0,0092	0,1694	0,8659	-0,0167	0,0198	-0,0167	0,0198
Avkastning OSEBX	0,8438	0,2071	4,0752	0,0001	0,4311	1,2564	0,4311	1,2564

Tabell 7-3 Regresjonsanalyse av AUSS og OSEBX i perioden 2010-2015 (Yahoo Finance, 2016)

Av tabell 7-3 ser vi at egenkapitalbetaen til AUSS er 0,8438, noe som innebærer at AUSS har vært mindre volatil enn Oslo Børs over analyseperioden. Betaverdien indikerer at 1 % økning i indeksen på Oslo Børs medfører at verdien på AUSS øker med 0,8438 %. En grunn til dette er at indeksen til Oslo Børs i stor grad påvirkes av oljeprisen. Lakse- og oljeprisen er negativt korrelert, og de store svingningene i oljeprisen over analyseperioden kan dermed føre til at betaen til AUSS har vært lavere enn én.

En annen grunn er at AUSS-aksjen generelt ikke har hatt veldig høy omsetning i markedet, og dette gjør følgelig at kursen har vært mer stabil. I det siste har omsetningen av AUSS økt, noe som kan skyldes dekning hos flere meglerhus. Dette kan videre føre til høyere volatilitet, da flere handler aksjen. Overnevnte er spekulasjon, men det kan være en mulig forklaring på den historisk lave volatiliteten.

Videre sier teorien at betaverdiene på lang sikt vil gå mot én. Denne antagelsen tar man høyde for ved å justere egenkapitalbetaen ( $\beta^*$ ) basert på følgende formel til Merrill Lynch (Patterson, 1995, s. 125):

$$\beta^* = \beta * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3}$$

De justerte betaene for AUSS og bransjen er presentert i tabell 7-4, og alle de justerte betaene er nå nærmere én. I den videre analysen benytter vi de justerte betaene.

Beta	AUSS	Marine Harvest	SalMar	Snitt
Ujustert beta $\beta$	0,8438	0,6561	1,6455	0,8565
Justert beta $\beta^*$	0,8958	0,7707	1,4303	0,9043

Tabell 7-4 Ujustert- og justert egenkapitalbeta for deler av bransjeutvalget



Til sammenligning har Damodaran utviklet bransjebeta for ulike bransjer (Damodaran, 2016B). Havbruk- og fiskerinæringen er ikke en egen bransje i dette utvalget, da de fleste bransjene er ganske vide. Dermed vil det være mest nærliggende å benytte bransjen for matproduksjon som sammenligningsgrunnlag, og denne har en beta på 0,72. Vi ser at denne betaen er relativ lik betaen til både AUSS og bransjen. Det er kun SalMar hvor avviket er stort. Dette kan ha sammenheng med at SalMar er mer konsentrert til den norske oppdrettsbransjen enn AUSS og Marine Harvest.

#### 7.2.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien er som nevnt et påslag som tillegges egenkapitalkravet, og vil avhenge av tre forhold: 1) graden av markedssvikt, 2) graden av innlåsing av aksjen og 3) den selskapsesifikke risikoen knyttet til den aktuelle virksomheten. Det er altså en oppveining for kostnaden forbundet med å eie en aksje. Da det ikke finnes noen enkel teori bak denne fastsettelsen benytter man skjønn (Knivsflå, F9, 2016).

Både AUSS og de to komparative virksomhetene innenfor oppdrett er børsnotert. Dermed er disse aksjene i utgangspunktet lett omsettelige. Innenfor den pelagiske delen er det derimot kun Omega som er børsnotert (New York Stock Exchange), mens verken Exalmar eller Copeinca er børsnotert. AUSS har en relativt liten eierspredning, der Laco AS er den desidert største aksjonæren med litt over 50 % av aksjene. Utover dette har AUSS kun små aksjonærer som hovedsakelig eier under 1 % av aksjene. Disse aksjonærene vil dermed ha liten innflytelse på avgjørelser som blir tatt. Dette kan tilsi at eierpostene i AUSS har noe lavere turnover og være noe mindre likvide enn selskaper med spredt eierskap. AUSS er ikke blant de selskapene det omsettes flest aksjer av på Oslo Børs, men det omsettes likevel relativt mye i forhold til de mindre selskapene. Basert på det lite spredte eierskapet tillegges derfor majoriteten en illikviditetspremie på 1 % basert på skjønn.

Videre er det vanlig at minoriteten tillegges en ekstra illikviditetspremie, som for AUSS fastsettes til 2 %. Dette begrunnes med faren for at minoriteten i AUSS blir overstyrt av majoriteten. I tillegg er minoritetsaksjene mindre omsettelige, da ikke alle datterselskapene til AUSS er notert på børs.

## 7.2.5 Årlig egenkapitalbeta

I 7.2.3 (*Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden*) presenterte vi en egenkapitalbeta på 0,8958. Denne utgjør kun et gjennomsnitt for analyseperioden, og følgelig det gjennomsnittlige egenkapitalkravet. Vi ønsker å finne den *årlige egenkapitalbetaen*, som beregnes ved å finne *netto driftsbeta* og benytte Miller-Modigliani I (MMI). MMI fastslår at verdien på selskapet er uavhengig av finansieringen, forutsatt at virksomheten ikke har krisekostnader. Følgelig vil også netto driftsbeta ( $\beta_{NDK}$ ) være konstant over analyseperioden og i fremtiden (Knivsflå, F9, 2016, s. 75). Netto driftsbeta blir fastsatt gjennom vekting, som vist i formelen under. En forutsetning er imidlertid at  $\beta_{EK} = \beta_{MI}$ .

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Dermed kan man residualt beregne den årlige egenkapitalbetaen ( $\beta_{EK}$ ) for det enkelte år, da vi allerede har beregnet netto finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{NFG}$ ) i tillegg til netto driftsbeta ( $\beta_{NDK}$ ).  $\beta_{NFG}$  og  $\beta_{NDK}$  blir presentert i henholdsvis 7.3.3 (*Krav til netto finansiell gjeld*) og 7.4 (*Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital*). Tallene og beregningene av de årlige egenkapitalbetaene er illustrert i tabell 7-5.

Netto driftsbeta		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Egenkapitalbeta	$\beta_{EK}$	0,8511	0,8356	1,0075	1,0140	0,7785	0,8742	0,8958
Egenkapitalvekt	$(EK+MI)/NDK$	0,8146	0,8305	0,7662	0,8387	0,8900	0,7927	0,8252
Netto finansiell gjeldsbeta	$\beta_{NFG}$	0,0100	0,0084	-0,3392	-0,5914	0,0126	0,0116	-0,1621
Netto finansiell gjeldsvekt	$NFG/NDK$	0,2915	0,2718	0,2231	0,2609	0,2685	0,2828	0,2658
<b>Netto driftsbeta</b>	<b><math>\beta_{NDK}</math></b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>

Tabell 7-5 Beregning av årlig egenkapitalbeta til AUSS i perioden 2010-2015

## 7.2.6 Egenkapital- og minoritetskrav

MMI fastslo at virksomhetens verdi er uavhengig av finansieringen. Dermed vil kapitalkostnaden til de ulike kapitalene, og følgelig kapitalkravet variere, alt ettersom hvordan virksomheten er finansiert. Dette følger av Miller-Modigliani II (MMII). MMII innebærer at jo høyere finansiell gearing, desto høyere finansiell risiko samt høyere egenkapitalbeta og -krav (Knivsflå, F9, 2016, s. 79). Et selskap som utelukkende er finansiert gjennom egenkapital vil, ifølge MMII, ha et lavere egenkapitalkrav enn et selskap som har en høy gjeldsgrad. Formelen under presenterer den direkte sammenhengen mellom betaen og kravet til egenkapitalen.

$$ekk = r_f + \beta_{EK*} * mrp + ilp$$



I tabell 7-6 er det endelige egenkapital- og minoritetskravet beregnet med utgangspunkt i den justerte egenkapitalbetaen.

Egenkapitalkrav		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Risikofri rente etter skatt	$r_f$	0,0133	0,0154	0,0118	0,0090	0,0091	0,0070	0,0458
Justert egenkapitalbeta	$\beta_{EK^*}$	0,8511	0,8356	1,0075	1,0140	0,7785	0,8742	0,8949
Markedsrisikopremie	$mrp$	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	0,0468
Illikviditetspremie majoritet	$ilp_{maj}$	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b><math>ekk</math></b>	<b>0,0622</b>	<b>0,0637</b>	<b>0,0684</b>	<b>0,0664</b>	<b>0,0561</b>	<b>0,0587</b>	<b>0,0976</b>
Illikviditetspremie minoritet	$ilp_{min}$	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
<b>Minoritetskrav</b>	<b><math>mik</math></b>	<b>0,0822</b>	<b>0,0837</b>	<b>0,0884</b>	<b>0,0864</b>	<b>0,0761</b>	<b>0,0787</b>	<b>0,1176</b>

Tabell 7-6 Egenkapital- og minoritetskrav til AUSS i perioden 2010-2015

## 7.3 Finansielle krav

En långiver står kun overfor tapsrisiko, mens en investor både har gevinst- og tapsrisiko. Dette gjør at långiver krever et risikopåslag utover den risikofrie renten. Dette påslaget vil ha sammenheng med konkurserisikoen til virksomheten, da dette reflekterer tapsrisikoen til långiver. Størrelsen på risikopåslaget vil dermed variere med virksomhetens kredittrisiko. Videre skal vi beregne de finansielle kravene med påfølgende betaer til AUSS for finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.

### 7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Det finansielle gjeldskravet ( $fgk$ ) er summen av risikofrirente og kredittpremien til AUSS, og er presentert i formelen under. Vi må dermed starte med å fastslå kredittpremien ( $krp$ ).

$$fgk = r_f + krp_L$$

Vi velger å benytte den langsiktige kredittrisiko premien til AUSS. Dette finner vi ved å benytte tabell 7-7, som tar utgangspunkt i den syntetiske ratingen. Begrunnelsen for å bruke den langsiktige kredittrisiko premien, ikke den korte, er at den finansielle gjelden i stor grad består av langsiktige lån. Det legges til et tilleggskrav utover den kortsiktige kredittrisiko premien, fordi langsiktig risiko er høyere enn kortsiktig.



Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,0020	0,0060
AA	0,0040	0,0080
A	0,0060	0,0100
BBB	0,0100	0,0140
BB	0,0270	0,0310
B	0,0400	0,0440
CCC	0,0790	0,0830
CC	0,1450	0,1490
C	0,2100	0,2100
D	0,2760	0,2800

Tabell 7-7 Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, F9, 2016, s. 58)

Ved hjelp av tabellen over kan man til slutt beregne det finansielle gjeldskravet ( $fgk$ ), og dette er presentert i tabell 7-8. Det gjennomsnittlige finansielle gjeldskravet etter skatt er på 2,1 % over analyseperioden, mens kravet er på 1,7 % i 2015. Dette indikerer at AUSS i dag kan låne penger til 1,7 % i markedet, men en så lav rente er imidlertid noe urimelig. I følge Turid Williksen, banksjef i Handelsbanken Kongsberg, er renten til et vanlig bedriftslån etter skatt omtrent 2,6 %. Gitt samme risikofri rente, benytter bankene en  $krp$  på om lag 1,9 %, noe som tilsier en ratingkarakter lik BB/BBB i tabell 7-7. Den syntetiske ratingen ser dermed ut til å gi en lavere  $krp$  i forhold til hvordan markedet priser risikoen. Vi velger likevel å følge modellen til Knivsflå, men det bør påpekes at et lavt finansielt gjeldskrav vil påvirke mange av de andre kravene til AUSS ved at disse kravene også blir lavere enn det som kanskje er realiteten.

Krav til finansiell gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Syntetisk rating		A	A	BBB	A	A	A	A
Risikofrirente etter skatt	$r_f$	0,0133	0,0154	0,0118	0,0090	0,0091	0,0070	0,0104
Kredittrisikopremie	$krp$	0,0100	0,0100	0,0140	0,0100	0,0100	0,0100	0,0106
<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b><math>fgk</math></b>	<b>0,0233</b>	<b>0,0254</b>	<b>0,0258</b>	<b>0,0190</b>	<b>0,0191</b>	<b>0,0170</b>	<b>0,0210</b>

Tabell 7-8 Finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2010-2015

Videre kan vi implisitt beregne den finansielle gjeldsbetaen ( $\beta_{FG}$ ) ut i fra formelen under, og den videre beregningen er presentert i tabell 7-9. Markedsrisikodelen til den finansielle gjelden ( $mrd_{FG}$ ) er beregnet ut ifra forklaringsgraden i regresjonsanalysen justert med 1/3 (Knivsflå, F9, 2016, s. 67).

$$\beta_{FG} = \frac{krp * mrd_{FG}}{mrp}$$



Finansiell gjeldsbeta		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Lang kreditrisikopremie	$k_{rp_L}$	0,0100	0,0100	0,0140	0,0100	0,0100	0,0100	0,0106
Markedsrisikopremie	$m_{rp}$	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478	0,0468
Markedsrisikodel FG	$m_{rd_{FG}}$	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b><math>\beta_{FG}</math></b>	<b>0,0135</b>	<b>0,0135</b>	<b>0,0187</b>	<b>0,0132</b>	<b>0,0130</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,1085</b>

Tabell 7-9 Finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2010-2015 (beregnet implisitt)

### 7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

Videre finner vi kravet til finansielle eiendeler ( $f_{ek}$ ) ved hjelp av formelen under. Dette gjøres ved å vekte kravet til henholdsvis fordringer, investeringer og kontanter.

$$f_{ek} = f_k * \frac{FOR}{FE} + i_k * \frac{INV}{FE} + k_k * \frac{KON}{FE}$$

$$f_k = (r_f * (1 - s) + k_{rp_L}) = \text{fordringskrav}$$

$$i_k = (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * m_{rp} + i_{lp}) = \text{investeringskrav}$$

$$k_k = r_f * (1 - s) = \text{kontantkrav}$$

$$FOR = \text{finansielle fordringer}$$

$$INV = \text{finansielle investeringer}$$

$$KON = \text{kontanter og kontantekvivalenter}$$

Som vist av formlene over settes *fordringskravet* til risikofri rente etter skatt tillagt langsiktig kreditrisikopremie, som hentes fra tabell 7-7. Grunnen til at vi velger å benytte langsiktig kreditrisikopremie, og ikke kortsiktig, som Knivsflå benytter i sitt rammeverk, er at de finansielle fordringene til AUSS er langsiktige. Dermed vil det være naturlig å benytte en tilsvarende langsiktig premie. I tillegg bruker vi en kreditrisikopremie som tilsvarer BBB-rating i hele analyseperioden, da dette er den vanligste ratingen blant selskapene på Oslo Børs (Knivsflå, F8, 2016, s. 79).

*Investeringskravet* er risikofrirente etter skatt tillagt markedsrisikopremien. Her forutsettes det at betaen til investeringer er lik én og at illikviditetspremien er lik null. Til slutt vil *kontantkravet* kun være lik risikofrirente etter skatt, da kontanter er tilnærmet risikofrie. Dette gjør at kontantbetaen er tilnærmet lik null. Utregningene og vektingene er presentert i tabell 7-10.



Krav til finansielle eiendeler		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Fordringskrav	<i>fk</i>	0,0273	0,0294	0,0258	0,0230	0,0231	0,0210	0,0244
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,0326	0,0171	0,0142	0,0160	0,0239	0,0255	0,0210
Investeringskrav	<i>ik</i>	0,0590	0,0612	0,0581	0,0557	0,0566	0,0547	0,0572
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,0169	0,0184	0,3878	0,5523	0,0121	0,0139	0,1783
Kontantkrav	<i>kk</i>	0,0133	0,0154	0,0118	0,0090	0,0091	0,0070	0,0104
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	1,2024	0,8935	0,7541	0,4369	0,7888	1,0298	0,8185
<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b><i>fek</i></b>	<b>0,0179</b>	<b>0,0154</b>	<b>0,0318</b>	<b>0,0351</b>	<b>0,0085</b>	<b>0,0085</b>	<b>0,0193</b>

Tabell 7-10 Finansielt eiendelskrav til AUSS i perioden 2010-2015

Videre kan vi beregne den finansielle eiendelsbetaen ( $\beta_{FE}$ ) ved hjelp av formelen under, og som nevnt i avsnittet over er  $\beta_{INV}=1$  mens  $\beta_{KON}=0$ . Dermed er det kun fordringsbetaen ( $\beta_{FOR}$ ) vi trenger å beregne før vi kan beregne den finansielle eiendelsbetaen. Begge utregningene er presentert i tabell 7-11.

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

$$\beta_{FOR} = \frac{krp_L * mrd}{mrp}$$

Finansiell eiendelsbeta		2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lang kredittrisikopremie	<i>krp<sub>L</sub></i>	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140	0,0140
Markedsrisikopremie	<i>mrp</i>	0,0458	0,0458	0,0463	0,0468	0,0475	0,0478
Markedets risikodel	<i>mrd</i>	0,1853	0,1853	0,1853	0,1853	0,1853	0,1853
<b>Fordringsbeta</b>	<b><math>\beta_{FOR}</math></b>	<b>0,0567</b>	<b>0,0567</b>	<b>0,0561</b>	<b>0,0555</b>	<b>0,0546</b>	<b>0,0543</b>
Fordringsvekt	<i>FOR/FE</i>	0,0326	0,0171	0,0142	0,0160	0,0239	0,0255
Investeringsbeta	$\beta_{INV}$	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	<i>INV/FE</i>	0,0169	0,0184	0,3878	0,5523	0,0121	0,0139
Kontantbeta	$\beta_{KON}$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kontantvekt	<i>KON/FE</i>	1,2024	0,8935	0,7541	0,4369	0,7888	1,0298
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b><math>\beta_{FE}</math></b>	<b>0,0188</b>	<b>0,0194</b>	<b>0,3886</b>	<b>0,5532</b>	<b>0,0134</b>	<b>0,0153</b>

Tabell 7-11 Finansiell eiendelsbeta til AUSS i perioden 2010-2015

Av tabellen ser vi at investeringsvekten er unormalt høy i årene 2012 og 2013 i forhold til de resterende årene i analyseperioden. Investeringer i AUSS er *investeringer i andre selskaper og eiendeler som klassifisert som holdt for salg*, og disse tallene er tidligere presentert i tabell 5-2 (*Balanseoppstilling til AUSS*). *Investeringer i andre selskaper* er en post som er relativt stabil over analyseperioden, mens *eiendeler som klassifisert som holdt for salg* kun fremkommer i 2012 og 2013. Den sistnevnte posten er balanseført med relativt store beløp i disse to årene, og dette gjør følgelig at investeringsvekten blir unormalt høy for disse to årene. Videre er fordringsvekten relativt stabil, mens kontantvekten til tider har store svingninger. Det er ikke unormalt at en slik vekt har store svingninger, da kontanter er det mest likvide omløpsmidlet med mye inn- og utbetalinger hvert år.

### 7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Netto finansielt gjeldskrav (*nfgk*) er beregnet ved hjelp av formelen under og presentert i tabell 7-12.

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

Krav til netto finansiell gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Krav til finansiell gjeld	<i>fgk</i>	0,0233	0,0254	0,0258	0,0190	0,0191	0,0170	0,0210
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,6677	1,8544	1,9677	2,1195	1,8001	1,5674	1,8375
Krav til finansielle eiendeler	<i>fek</i>	0,0179	0,0154	0,0318	0,0351	0,0085	0,0085	0,0193
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,6677	0,8544	0,9677	1,1195	0,8001	0,5674	0,8375
<b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b><i>nfgk</i></b>	<b>0,0269</b>	<b>0,0340</b>	<b>0,0201</b>	<b>0,0009</b>	<b>0,0277</b>	<b>0,0218</b>	<b>0,0225</b>

Tabell 7-12 Netto finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2010-2015

Netto finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{NFG}$ ) er beregnet ut ifra formelen under og presentert i tabell 7-13.

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

Netto finansiell gjeldsbeta		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	$\beta_{FG}$	0,0135	0,0135	0,0187	0,0132	0,0130	0,0129	0,0140
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,6677	1,8544	1,9677	2,1195	1,8001	1,5674	1,8375
Finansiell eiendelsbeta	$\beta_{FE}$	0,0188	0,0194	0,3886	0,5532	0,0134	0,0153	0,1795
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,6677	0,8544	0,9677	1,1195	0,8001	0,5674	0,8375
<b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b><math>\beta_{NFG}</math></b>	<b>0,0100</b>	<b>0,0084</b>	<b>-0,3392</b>	<b>-0,5914</b>	<b>0,0126</b>	<b>0,0116</b>	<b>-0,1621</b>

Tabell 7-13 Netto finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2010-2015

### 7.4 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Netto driftskrav (*ndk*) er beregnet ved å vekte kravet til avkastningen til netto driftskapital (WACC). Dette er gjort ved å vekte kravet til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld. Utregningen er gjort ved å benytte formelen under, og tabell 7-14 viser beregningene.

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Netto driftskrav		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,0622	0,0637	0,0684	0,0664	0,0561	0,0587	0,0623
Majoritetsvekt	<i>EK/NDK</i>	0,4991	0,5322	0,5545	0,5151	0,4992	0,5045	0,5167
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,0822	0,0837	0,0884	0,0864	0,0761	0,0787	0,0823
Minoritetsvekt	<i>MI/NDK</i>	0,1741	0,2081	0,2118	0,2471	0,2595	0,2434	0,2304
Netto finansiell gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,0269	0,0340	0,0201	0,0009	0,0277	0,0218	0,0209
Netto finansiell gjeldsvekt	<i>NFG/NDK</i>	0,3268	0,2597	0,2337	0,2379	0,2413	0,2521	0,2529
<b>Netto driftskrav</b>	<b><i>ndk</i></b>	<b>0,0542</b>	<b>0,0601</b>	<b>0,0614</b>	<b>0,0557</b>	<b>0,0544</b>	<b>0,0543</b>	<b>0,0565</b>

Tabell 7-14 Netto driftskrav til AUSS i perioden 2010-2015

Helt til slutt har vi også beregnet sysselsatt kapitalkrav (*skk*), som også beregnes ved å vekte WACC. Utregningen er gjort ved å benytte formelen under, og beregningene fremkommer i tabell 7-15.

$$skk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + fgk * \frac{FG}{SSK}$$



Syssestatt kapitalkrav		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,0622	0,0637	0,0684	0,0664	0,0561	0,0587	0,0623
Majoritetsvekt	<i>EK/SSK</i>	0,4097	0,4355	0,4522	0,4067	0,4184	0,4414	0,4274
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,0822	0,0837	0,0884	0,0864	0,0761	0,0787	0,0823
Minoritetsvekt	<i>MI/SSK</i>	0,1429	0,1703	0,1728	0,1951	0,2175	0,2129	0,1909
Finansiell gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,0233	0,0254	0,0258	0,0190	0,0191	0,0170	0,0210
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/SSK</i>	0,4474	0,3942	0,3750	0,3981	0,3641	0,3457	0,3817
<b>Syssestatt kapitalkrav</b>	<b><i>skk</i></b>	<b>0,0477</b>	<b>0,0520</b>	<b>0,0559</b>	<b>0,0514</b>	<b>0,0470</b>	<b>0,0485</b>	<b>0,0503</b>

Tabell 7-15 Syssestatt kapitalkrav til AUSS i perioden 2010-2015

Det bør påpekes at både *ndk* og *ssk* er noe lave, og dette har sammenheng med at *fgk* er noe lavt. Vi gjør likevel ingen oppjusteringer av *ssk* og *ndk*, da vi velger å følge modellen til Knivsflå.

## 7.5 Oppsummering - avkastningskrav

Tabell 7-16 under viser de ulike avkastningskravene for AUSS og bransjen over analysperioden, som vi benytter for videre beregninger i de påfølgende kapitlene. Egenkapitalkravet er marginalt lavere for AUSS enn bransjen, og dermed er naturlig nok også minoritetskravet lavere da denne «følger» egenkapitalkravet. Dette har sammenheng med at AUSS har en noe lavere egenkapitalbeta enn bransjen, noe som er et resultat av at avkastningen til AUSS har vært noe mindre volatil enn bransjen over analyseperioden.

Netto finansielt gjeldskrav er lavere for AUSS enn for bransjen. Dette kommer av at AUSS har mye mer finansielle eiendeler enn de komparative virksomhetene i bransjeutvalget. Mye finansielle eiendeler medfører at både finansielle eiendels- og gjeldsvekter øker. I AUSS sitt tilfelle er finansiell gjeldsbeta lavere enn finansiell eiendelsbeta, og følgelig reduseres netto finansielt gjeldskrav.

Netto driftskrav er høyere for AUSS enn for bransjen. Dette kommer av at netto finansielt gjeldskrav mer enn veier opp for at AUSS har lavere egenkapital- og minoritetkrav.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
<b>AUSS</b>								
Egenkapitalkrav	<i>ekk<sub>AUSS</sub></i>	0,0622	0,0637	0,0684	0,0664	0,0561	0,0587	0,0623
Minoritetskrav	<i>mik<sub>AUSS</sub></i>	0,0822	0,0837	0,0884	0,0864	0,0761	0,0787	0,0823
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk<sub>AUSS</sub></i>	0,0269	0,0340	0,0201	0,0009	0,0277	0,0218	0,0209
Netto driftskrav	<i>ndk<sub>AUSS</sub></i>	0,0542	0,0601	0,0614	0,0557	0,0544	0,0543	0,0565
<b>Bransje</b>								
Egenkapitalkrav	<i>ekk<sub>B</sub></i>	0,0628	0,0653	0,0741	0,0613	0,0585	0,0579	0,0627
Minoritetskrav	<i>mik<sub>B</sub></i>	0,0828	0,0853	0,0941	0,0813	0,0785	0,0779	0,0827
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk<sub>B</sub></i>	0,0260	0,0318	0,0089	0,0165	0,0394	0,0197	0,0238
Netto driftskrav	<i>ndk<sub>B</sub></i>	0,0517	0,0557	0,0558	0,0499	0,0536	0,0472	0,0520

Tabell 7-16 Oppsummering avkastningskrav til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

## 8 Analyse av lønnsomhet

Rentabilitet er et forholdstall som måler den prosentvise avkastningen på investert kapital (Damodaran, 2012, s. 44). Ved å utføre rentabilitetsmåling vil en kunne sammenligne lønnsomhet både over en analyseperiode og mellom ulike selskaper. Ved å sammenligne rentabiliteten med avkastningskravet vil man kunne avgjøre om driften i selskapet er lønnsom. Ofte snakker man om egenkapitalrentabiliteten (*ekr*), og hvordan den er i forhold til egenkapitalkravet (*ekk*). Når *ekr* er større enn *ekk* oppnår selskapet en superrentabilitet, noe som indikerer at selskapet har en strategisk fordel (Knivsflå, F9, 2016). Den generelle formelen for rentabilitet er gitt ved:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitalen}}{\text{Kapitalen}}$$

I denne utredningen vil vi benytte normaliserte tall for best mulig å budsjettere og fremskrive regnskapet. Videre velger vi å benytte etterskuddsrentabilitet, der kapitalen justeres for opptjent kapital i året. Etterskuddsrentabilitet må da sammenlignes med etterskuddskravet. Formelen for etterskuddsrentabilitet er gitt ved:

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{IB + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Videre i kapitlet vil vi ta for oss de kvalitative funnene i kapittel 4 (Strategisk analyse) og sammenligne dette med de kvantitative forholdstallene i den videre analysen. De ulike fordelene og ulempene vil dekomponeres inn i drift og finansiering, for å kunne se hvor AUSS gjør det relativt bedre eller dårligere enn bransjen.

### 8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er målet på avkastningen på selskapets egenkapital, som vist i formelen under. Den relevante målestokken til egenkapitalrentabiliteten til AUSS og bransjen er egenkapitalkravet.

$$ekr = \frac{NRE}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$



Tabell 8-1 presenterer utviklingen i egenkapitalrentabilitet til AUSS over analyseperioden. Som vi ser av tabellen har AUSS hatt store svingninger i egenkapitalrentabiliteten over analyseperioden. I og med at vi bruker normaliserte tall i beregningene vil svingningene i realiteten være enda større. Den lave rentabiliteten i 2012 skyldes i stor grad den lave lakseprisen, og dette ser vi også av nettoresultat til egenkapitalen i tabellen under. Lakseprisen gir dermed store utslag på egenkapitalrentabiliteten.

Egenkapitalrentabilitet		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Nettoresultat til egenkapital	<i>NRE</i>	854 096	788 077	61 896	515 724	992 284	602 849	635 077
Justert egenkapital	<i>EK*</i>	5 345 827	6 395 131	7 050 751	6 389 296	7 205 625	8 462 260	6 962 901
<b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b><i>ekr</i></b>	<b>15,98 %</b>	<b>12,32 %</b>	<b>0,88 %</b>	<b>8,07 %</b>	<b>13,77 %</b>	<b>7,12 %</b>	<b>9,37 %</b>

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet til AUSS i perioden 2010-2015

### 8.1.1 Superrentabilitet

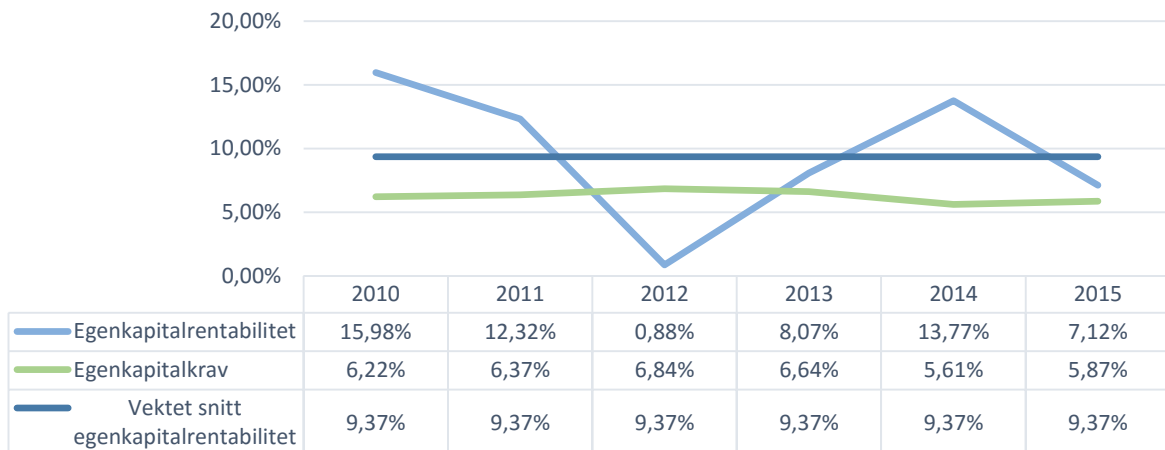
Videre vil det være hensiktsmessig å sammenligne egenkapitalrentabiliteten (*ekr*) opp mot en relevant målestokk. Egenkapitalrentabiliteten i seg selv er ikke et godt mål på lønnsomhet, og derfor benyttes egenkapitalkravet (*ekk*) som målestokk slik at vi kan beregne superrentabiliteten til AUSS.

Egenkapitalkravet ble presentert i 7.2.6 (*Egenkapital- og minoritetskrav*), og tabell 8-2 og figur 8-1 viser superrentabiliteten over analyseperioden. Av tabellen ser vi at egenkapitalrentabiliteten har vært høyere enn egenkapitalkravet i alle år, med unntak av 2012. Det vektete snittet til superrentabiliteten på 3,14 % tilsier at AUSS har vært lønnsom. Mye av dette skyldes at havbruk- og fiskerinæringen over analyseperioden har hatt flere relativt bra år. Egenkapitalkravet har vært tilnærmet lik over hele analyseperioden, og dette er med å påvirke de store svingningene i superrentabiliteten til AUSS.

Superrentabilitet		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	15,98 %	12,32 %	0,88 %	8,07 %	13,77 %	7,12 %	9,37 %
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	6,22 %	6,37 %	6,84 %	6,64 %	5,61 %	5,87 %	6,23 %
<b>Superrentabilitet</b>	<b><math>\pi</math></b>	<b>9,76 %</b>	<b>5,96 %</b>	<b>-5,97 %</b>	<b>1,44 %</b>	<b>8,16 %</b>	<b>1,25 %</b>	<b>3,14 %</b>

Tabell 8-2 Superrentabiliteten til AUSS i perioden 2010-2015

## Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav AUSS



Figur 8-1 Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav til AUSS i perioden 2010-2015

Videre kan vi dekomponere superrentabiliteten i tre deler for å se nærmere på de underliggende årsakene til den strategiske fordel. Dermed kan vi avgjøre om superrentabiliteten kommer av interne- eller eksterne forhold. Vi bruker derfor formelen under til å dekomponere superrentabiliteten:

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

$$= \text{ekstern bransjefordel} + \text{"intern ressursfordel"} + \text{egenkapitalkravfordel}$$

Det første leddet er den eksterne bransjefordelen, som avgjør følgelig om havbruk- og fiskerinæringen som helhet har en superrentabilitet relativt til kravet i bransjen. Det andre leddet avgjør om AUSS har en superrentabilitet relativt til bransjen, altså en «intern ressursfordel». Det siste leddet avgjør om AUSS har en egenkapitalkravfordel relativt til bransjen, altså en egenkapitalkravfordel. De to sistnevnte leddene utgjør sammen den *interne fordel*.

### 8.1.2 Ekstern bransjefordel

Superrentabiliteten til bransjen beregnes på samme måte som vi gjorde for AUSS i avsnittet over, altså differansen mellom egenkapitalrentabiliteten til bransjen og egenkapitalkravet til bransjen. Følgelig er derfor bransjefordelen felles for alle de komparative virksomhetene i bransjen vår.

Superrentabiliteten til bransjen er presentert i tabell 8-3. Bransjen har, i likhet med AUSS, et veldig stabilt egenkapitalkrav over analyseperioden, mens egenkapitalrentabiliteten har hatt

store svingninger. Vi ser dermed at AUSS og bransjen er utsatt for de samme svingningene i markedet, og dette tyder på at de komparative virksomhetene er representative for bransjeutvalget. En tydelig forskjell er derimot at egenkapitalrentabiliteten til bransjen jevnt over er høyere enn for AUSS. Bransjen har dermed en tidsvektet superrentabilitet på 5,07 %.

Superrentabilitet bransje		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet bransje	$ekr_B$	17,56 %	11,43 %	1,83 %	11,88 %	15,73 %	10,34 %	11,34 %
Egenkapitalkrav bransje	$ekk_B$	6,28 %	6,53 %	7,41 %	6,13 %	5,85 %	5,79 %	6,27 %
<b>Superrentabilitet bransje</b>	$\pi_B$	<b>11,28 %</b>	<b>4,90 %</b>	<b>-5,57 %</b>	<b>5,75 %</b>	<b>9,89 %</b>	<b>4,55 %</b>	<b>5,07 %</b>

Tabell 8-3 Superrentabiliteten til bransjen i perioden 2010-2015

### 8.1.3 Intern ressursfordel

Den interne ressursfordelen kan som nevnt deles inn i to: «intern ressurs»- og egenkapitalkravfordel. Sammen gir de uttrykk for om AUSS har interne ressursfordeler relativt til bransjen.

«Den interne ressursfordelen» gir som nevnt uttrykk for om AUSS har en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen, og følgelig om AUSS får mer igjen per investerte egenkapitalkrone. Tabell 8-4 presenterer «den interne ressursfordelen», og AUSS oppnår i all hovedsak en dårligere egenkapitalrentabilitet enn bransjen, -1,96 %. Senere i dette kapitlet skal vi se nærmere på hvorfor AUSS har en ulempe på «den interne ressursfordelen».

"Intern ressursfordel"		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet AUSS	$ekr$	15,98 %	12,32 %	0,88 %	8,07 %	13,77 %	7,12 %	9,37 %
Egenkapitalrentabilitet bransje	$ekr_B$	17,56 %	11,43 %	1,83 %	11,88 %	15,73 %	10,34 %	11,34 %
<b>"Intern ressursfordel"</b>	$ekr - ekr_B$	<b>-1,59 %</b>	<b>0,89 %</b>	<b>-0,96 %</b>	<b>-3,81 %</b>	<b>-1,96 %</b>	<b>-3,21 %</b>	<b>-1,96 %</b>

Tabell 8-4 Intern ressursfordel til AUSS i perioden 2010-2015

Egenkapitalkravfordelen gir som nevnt uttrykk for om AUSS har et høyere egenkapitalkrav enn bransjen, og følgelig om investorer anser investeringsrisikoen i AUSS for å være høyere enn bransjen. Tabell 8-5 presenterer egenkapitalkravfordelen, og kravet til AUSS og bransjen er relativt jevnt over hele analyseperioden. Bransjen har imidlertid et marginalt høyere tidsvektet snitt, 0,04 %. AUSS anses dermed for å ha en marginalt lavere investeringsrisiko enn bransjen. Dette innebærer at investorer krever en lavere avkastning på investering i AUSS enn i resten av bransjen. Det er lite som tyder på at dette bildet kommer til å endre seg, da både AUSS og bransjen har hatt stabile egenkapitalkrav. Dermed forventes det omtrent like egenkapitalkrav for AUSS og bransjen også i fremtiden, der forskjellen vil være marginal.





Egenkapitalkravfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Egenkapitalkrav bransje	$ekk_B$	6,28 %	6,53 %	7,41 %	6,13 %	5,85 %	5,79 %	6,27 %
Egenkapitalkrav AUSS	$ekk$	6,22 %	6,37 %	6,84 %	6,64 %	5,61 %	5,87 %	6,23 %
<b>Egenkapitalkravfordel</b>	$ekk_B - ekk$	<b>0,06 %</b>	<b>0,16 %</b>	<b>0,56 %</b>	<b>-0,51 %</b>	<b>0,24 %</b>	<b>-0,08 %</b>	<b>0,04 %</b>

Tabell 8-5 Egenkapitalkravfordel til AUSS i perioden 2010-2015

### 8.1.4 Oppsummering – Strategisk fordel

Tabell 8-6 oppsummerer den strategiske fordel til AUSS over analyseperioden. Av tabellen ser vi at det hovedsakelig er bransjefordelen som gir AUSS en strategisk fordel, mens «den interne ressursfordelen» trekker i negativ retning. Kravsfordelen er marginal, men gir en fordel til AUSS sammenlignet med bransjen. Samlet gir dette en strategisk fordel på 3,14 %, lik superrentabiliteten som ble beregnet i 8.1.1.

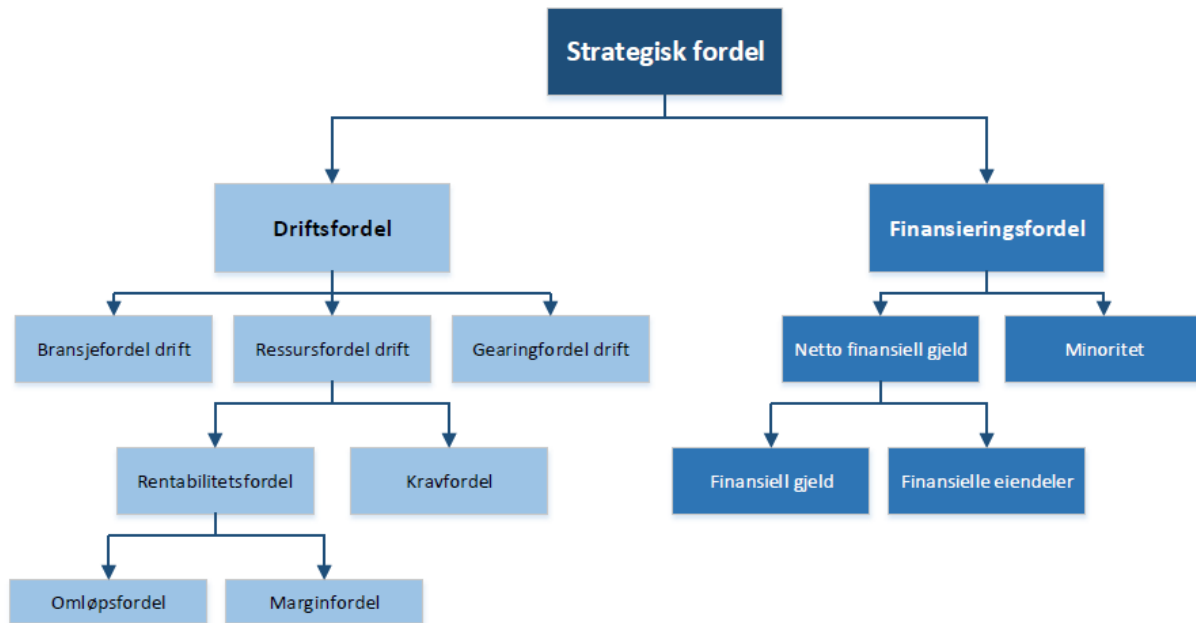
Strategisk fordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Bransjefordel		11,28 %	4,90 %	-5,57 %	5,75 %	9,89 %	4,55 %	5,07 %
"Intern ressursfordel"		-1,59 %	0,89 %	-0,96 %	-3,81 %	-1,96 %	-3,21 %	-1,96 %
Egenkapitalkravfordel		0,06 %	0,16 %	0,56 %	-0,51 %	0,24 %	-0,08 %	0,04 %
<b>Strategisk fordel</b>		<b>9,76 %</b>	<b>5,96 %</b>	<b>-5,97 %</b>	<b>1,44 %</b>	<b>8,16 %</b>	<b>1,25 %</b>	<b>3,14 %</b>

Tabell 8-6 Strategisk fordel til AUSS i perioden 2010-2015

## 8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I avsnittet over kom vi frem til at AUSS har en tidsvektet strategisk fordel over analyseperioden på 3,14 %, og vi skal nå dekomponere denne fordelten. Figur 8-2 viser rammeverket for strategisk drifts- og finansieringsanalyse, og vi skal i resten av dette kapitlet ta for oss hvert enkelt ledd i rammeverket. Dermed kan vi avgjøre om det enkelte leddet gir en fordel eller ulempe i forhold til den strategiske fordelten på 3,14 %.

Den strategiske fordelten kan deles inn i to hovedkategorier, drift og finansiering (Knivsflå, F10, 2016). Vi starter med å dekomponere driftsfordelen før vi etterpå tar for oss finansieringsfordelen.



Figur 8-2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

### 8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing

Driften i en virksomhet er det grunnleggende forholdet for å skape strategisk fordel. Knivsflå (F8, 2016) argumenterer for at strategisk fordel vanskelig kan oppnås gjennom finansiering, da man ikke kan forvente unormal avkastning i finansmarkedet. Driftsfordelen kan deles i to hovedkomponenter, strategisk driftsfordel og gearingfordel drift. Den strategiske driftsfordelen er en «ren» driftsfordel, mens gearingfordelen blir en skalering av den strategiske fordelen.

Den rene driftsfordelen kan videre deles inn i en bransje- og ressursfordel, der ressursfordelen videre kan dekomponeres i en rentabilitets- og kravfordel.

$$\begin{aligned}
 \text{Ren driftsfordel} &= ndr - ndk \\
 &= (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk) \\
 &= \text{Bransjefordel} + \text{Rentabilitetsfordel} + \text{Kravfordel}
 \end{aligned}$$

Vi vil videre gjøre rede for de ulike leddene i formelen for ren driftsfordel.

### 8.4 Ren driftsfordel

Den rene driftsfordelen er differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, som vist i formelen over. Dermed vil den rene driftsfordelen bare kunne tilskrives AUSS, ikke bransjen.

Tabell 8-7 presenterer den rene driftsfordelen til AUSS, og denne er beregnet til 3,32 % over analyseperioden. AUSS har hatt en netto driftsrentabilitet høyere enn kravet over hele analyseperioden, med unntak av 2012. Av tabellen ser vi også at netto driftskravet har holdt seg relativt stabilt over analyseperioden, mens rentabiliteten har vært utsatt for svingninger. Svingningene har sammenheng med de biologiske forholdene og lakseprisen som havbruk- og fiskerinæringen påvirkes av. Videre skal vi nå se på årsakene til den rene driftsfordelen gjennom de tre ulike komponentene.

Ren driftsfordel AUSS		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,1388	0,0882	0,0310	0,1137	0,1036	0,0724	0,0897
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,0542	0,0601	0,0614	0,0557	0,0544	0,0543	0,0565
<b>Ren driftsfordel</b>	<b><i>RDF</i></b>	<b>0,0846</b>	<b>0,0281</b>	<b>-0,0304</b>	<b>0,0580</b>	<b>0,0491</b>	<b>0,0182</b>	<b>0,0332</b>

Tabell 8-7 Ren driftsfordel til AUSS i perioden 2010-2015

#### 8.4.1 Bransjefordel drift

Bransjefordel drift innebærer at bransjen har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn netto driftskravet til bransjen. Av tabell 8-8 ser vi at havbruk- og fiskerinæringen har oppnådd en bransjefordel på 5,43 % over analyseperioden. Dette er altså bedre enn den rene driftsfordelen til AUSS på 3,32 %. Bransjefordelen er for øvrig positiv i alle år, med unntak av 2012. Resultatet underbygger dermed det vi kom frem til i den eksterne strategiske analysen i 4.1 (*Ekstern bransjeorientert analyse*). Noe av forklaringen til bransjefordelen kan tilskrives de store inngangsbarrierene til havbruk- og fiskerinæringen, som både begrenser konkurranseintensiteten i bransjen og reduserer det samlede tilbudet. Det er lite som tilsier at inngangsbarrierene reduseres i fremtiden, da høye investeringskostnader, i tillegg til konsesjons- og kvotesystemet, naturlig regulerer konkurranseintensiteten.

Bransjefordel drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Netto driftsrentabilitet bransje	<i>ndr<sub>B</sub></i>	0,1526	0,0938	0,0319	0,1312	0,1354	0,0945	0,1063
Netto driftskrav bransje	<i>ndk<sub>B</sub></i>	0,0517	0,0557	0,0558	0,0499	0,0536	0,0472	0,0520
<b>Bransjefordel drift</b>	<b><i>BFD</i></b>	<b>0,1009</b>	<b>0,0381</b>	<b>-0,0239</b>	<b>0,0813</b>	<b>0,0818</b>	<b>0,0473</b>	<b>0,0543</b>

Tabell 8-8 Bransjefordel drift i perioden 2010-2015

#### 8.4.2 Ressursfordel drift

Ressursfordel innebærer at AUSS har særegne interne ressurser som utnyttes effektivt, slik at de oppnår en fordel relativt til bransjen. Denne fordelene kan oppnås i to ulike tilfeller. Det ene tilfellet er gjennom rentabilitetsfordel, som tilsier at AUSS har en høyere netto

driftsrentabilitet enn bransjen. Det andre tilfellet er gjennom netto driftskravfordel, hvor AUSS har et lavere netto driftskrav enn bransjen (Knivsflå, F11, 2016).

Tabell 8-9 presenterer rentabilitetsfordelen, der AUSS over analyseperioden har en rentabilitetsulempe på -1,66 %. Følgelig utnytter AUSS de interne ressursene sine noe dårligere enn bransjen, og denne ulempen vil bli ytterligere dekomponert i 8.4.3 (*Margin- og omløpsfordel*).

Rentabilitet drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Netto driftsrentabilitet AUSS	<i>ndr</i>	0,1388	0,0882	0,0310	0,1137	0,1036	0,0724	0,0897
Netto driftsrentabilitet bransje	<i>ndr<sub>B</sub></i>	0,1526	0,0938	0,0319	0,1312	0,1354	0,0945	0,1063
<b>Rentabilitetsfordel drift</b>	<b><i>RF</i></b>	<b>-0,0138</b>	<b>-0,0056</b>	<b>-0,0009</b>	<b>-0,0175</b>	<b>-0,0319</b>	<b>-0,0221</b>	<b>-0,0166</b>

Tabell 8-9 Rentabilitetsfordel drift til AUSS i perioden 2010-2015

Tabell 8-10 presenterer netto driftskravfordelen, og også her gjør AUSS det marginalt dårligere enn bransjen med en ulempe på -0,45 %. Kravet har vært høyere enn bransjen over hele analyseperioden, og differansen mot bransjen har vært relativt stabil. Årsakene til differansen mellom kravet til bransjen og AUSS ble diskutert i kapittel 7.

Netto driftskravfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Netto driftskrav bransje	<i>ndk<sub>B</sub></i>	0,0517	0,0557	0,0558	0,0499	0,0536	0,0472	0,0520
Netto driftskrav AUSS	<i>ndk</i>	0,0542	0,0601	0,0614	0,0557	0,0544	0,0543	0,0565
<b>Netto driftskravfordel</b>	<b><i>KR</i></b>	<b>-0,0025</b>	<b>-0,0044</b>	<b>-0,0056</b>	<b>-0,0058</b>	<b>-0,0008</b>	<b>-0,0071</b>	<b>-0,0045</b>

Tabell 8-10 Netto driftskravfordel til AUSS i perioden 2010-2015

### 8.4.3 Margin- og omløpsfordel

AUSS har, som vi presenterte i tabell 8-9, en rentabilitetsulempe på -1,66 % i forhold til bransjen. Denne ulempen kommer av at AUSS har margin- og/eller omløpsulempe relativt til bransjen. Videre kan vi utføre en «Du Pont-analyse», hvor man dekomponerer rentabilitetsfordelen inn i margin- og omløpsfordel. Formlene under illustrerer dekomponeringen av *ndr* til omløpsfordel og marginfordel (Knivsflå, F11, 2016).

$$ndr = ndm * onde$$

$$\begin{aligned}
 ndr - ndr_B &= \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel} \\
 &= (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B
 \end{aligned}$$

### 8.4.3.1 Marginfordel

Marginfordel (MF) innebærer at virksomheten har lavere driftskostnader per driftsinntektskrone enn bransjen, altså en høyere driftsmargin (Knivsflå, F11, 2016). Marginfordelen er differansen mellom netto driftsmargin i AUSS og bransjen, vektet med omløpet til netto driftseiendeler til AUSS. Videre vil netto driftsmargin (*ndm*) være forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter, som formelen under illustrerer. Følgelig vil *ndm* være et mål på virksomhetens lønnsomhet.

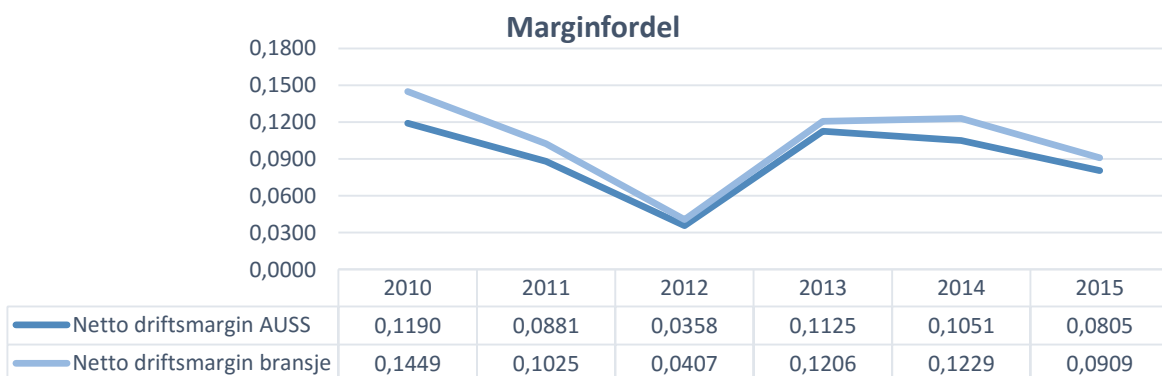
$$ndm = \frac{NDR}{DI}$$

Tabell 8-11 presenterer marginulempen AUSS har i forhold til bransjen over analyseperioden, der AUSS oppnår en uvektet marginulempe på -1,28 %. Dette medfører at for hver driftsinntektskrone AUSS tjener vil de ha høyere driftskostnader enn bransjen. Dette er dermed en ulempe for AUSS.

Marginfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Netto driftsmargin AUSS	<i>ndm</i>	0,1190	0,0881	0,0358	0,1125	0,1051	0,0805	0,0901
Netto driftsmargin bransje	<i>ndm<sub>B</sub></i>	0,1449	0,1025	0,0407	0,1206	0,1229	0,0909	0,1028
<b>Uvektet marginfordel</b>	<i>MV<sub>U</sub></i>	<b>-0,0259</b>	<b>-0,0144</b>	<b>-0,0049</b>	<b>-0,0081</b>	<b>-0,0179</b>	<b>-0,0105</b>	<b>-0,0128</b>
Omløpet til NDE AUSS	<i>onde</i>	1,1666	1,0010	0,8654	1,0111	0,9858	0,9000	0,9760
<b>Vektet marginfordel</b>	<i>MV<sub>V</sub></i>	<b>-0,0303</b>	<b>-0,0144</b>	<b>-0,0043</b>	<b>-0,0082</b>	<b>-0,0176</b>	<b>-0,0094</b>	<b>-0,0125</b>

Tabell 8-11 Marginfordel til AUSS i perioden 2010-2015

Av figur 8-3 ser vi også at netto driftsmargin for AUSS og bransjen har hatt samme trend over analyseperioden. Både AUSS og bransjen har vært utsatt for store svingninger, og dette har sammenheng med den sykliske bransjen de opererer i. I tillegg kan vi av tabellen og figuren se at netto driftsmargin i stor grad følger samme trend som netto driftsrentabilitet. Her ser vi også en sammenheng ved at AUSS både har hatt en marginalt lavere netto driftsmargin og -rentabilitet.



Figur 8-3 Netto driftsmargin til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

## Common size-analyse

Videre kan vi dekomponere marginulempen til AUSS i en common size-analyse. Her får vi innsikt i hvilke kostnadsposter som utgjør størst andel av driftsinntektene hos AUSS relativt til bransjen. Dermed kan vi tydelig se hvilke driftskostnader hos AUSS som fører til marginulempen.

Tabell 8-12 illustrerer hvilke kostnadsposter som gir opphav til AUSS sin marginulempe. Det er kun varekostnadene til AUSS som utgjør en større andel av driftsinntektene relativt til bransjen. Alle de andre kostnadspostene, samt resultatposten *netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter*, utgjør en fordel relativt til bransjen. AUSS sin marginulempe kommer følgelig av at AUSS bruker 4,67 % mer enn bransjen på varekostnader. Dermed vil det være fordelaktig for AUSS å redusere varekostnaden eller forsterke kostnadsfordelene på de andre kostnadspostene for å redusere marginulempen.

Common-size AUSS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt AUSS	Snitt Bransje	Avvik
Vekt	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20			
Driftsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	0,00 %
Varekostnader	62,57 %	61,86 %	67,91 %	59,63 %	59,95 %	62,09 %	62,05 %	57,38 %	4,67 %
Lønn og personalkostnader	10,03 %	12,11 %	12,58 %	11,78 %	11,30 %	11,90 %	11,70 %	12,48 %	-0,78 %
Andre driftskostnader	9,05 %	10,13 %	10,39 %	10,53 %	11,89 %	12,32 %	10,93 %	12,32 %	-1,39 %
Avskrivninger	3,99 %	4,22 %	4,62 %	4,62 %	4,43 %	4,97 %	4,53 %	4,57 %	-0,04 %
<b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>14,36 %</b>	<b>11,68 %</b>	<b>4,51 %</b>	<b>13,44 %</b>	<b>12,44 %</b>	<b>8,72 %</b>	<b>10,79 %</b>	<b>13,25 %</b>	<b>-2,46 %</b>
Driftsrelatert skattekostnad	4,00 %	3,25 %	1,25 %	3,74 %	3,46 %	2,43 %	3,00 %	3,91 %	-0,91 %
<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>10,36 %</b>	<b>8,43 %</b>	<b>3,25 %</b>	<b>9,70 %</b>	<b>8,98 %</b>	<b>6,29 %</b>	<b>7,78 %</b>	<b>9,34 %</b>	<b>-1,56 %</b>
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	1,53 %	0,38 %	0,33 %	1,55 %	1,53 %	1,75 %	1,22 %	0,95 %	0,28 %
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>11,90 %</b>	<b>8,81 %</b>	<b>3,58 %</b>	<b>11,25 %</b>	<b>10,51 %</b>	<b>8,05 %</b>	<b>9,01 %</b>	<b>10,28 %</b>	<b>-1,28 %</b>

Tabell 8-12 Common size-analyse til AUSS i perioden 2010-2015

Videre skal vi nå gå nærmere inn på de ulike kostnadspostene, og se på deres historiske utvikling. Dermed får vi innsikt i mulige underliggende årsaker til de ulike fordelene og ulempe.

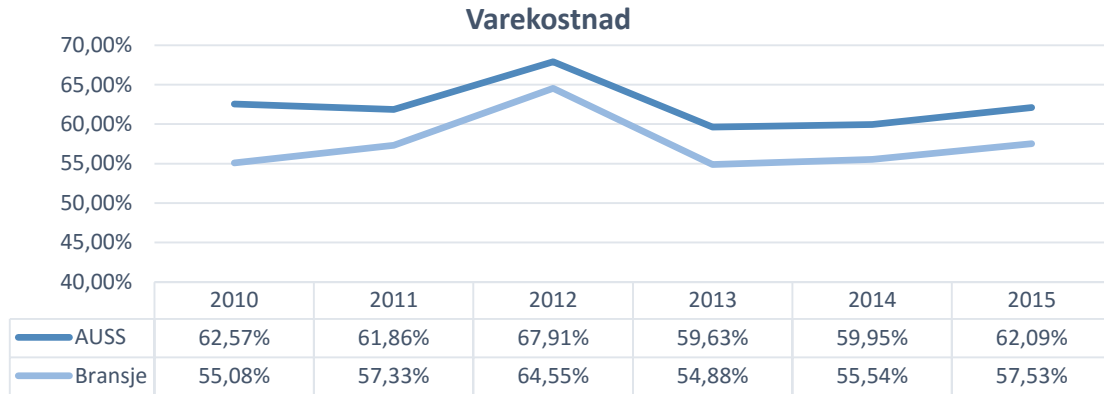
## Varekostnad

Figur 8-4 illustrerer utviklingen i *varekostnad* over analyseperioden, der AUSS har hatt en ulempe på rundt 5 %-poeng. Av figur 2-13 så vi tidligere at førkostnaden utgjorde omtrent 50 % av de totale kostnadene til oppdrettsnæringen, og denne inngår i varekostnaden. En forklaring på marginulempen kan derfor kobles til førkostnadene.

Varekostnaden har også vært størst i de årene hvor marginen er lavest, noe som tyder på en negativ korrelasjon. Dette har en naturlig sammenheng, da varekostnaden er den største kostnadsposten i andel av driftsinntektene. Varekostnaden er likevel relativt stabil, og dette



kan tyde på at fôrleverandørene har en viss forhandlingsmakt, noe vi også kom frem til i den strategiske analysen i kapittel 4. Det er vanskelig å fastslå hva som kan være grunnen til at AUSS gjør det dårligere enn bransjen, men en mulig forklaring er at AUSS har dårligere fôrkontrakter eller betaler mer for smolten. En annen forklaring kan være at AUSS ikke utnytter fôret like effektivt som konkurrentene.



Figur 8-4 Varekostnad til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

### Lønn og personalkostnader

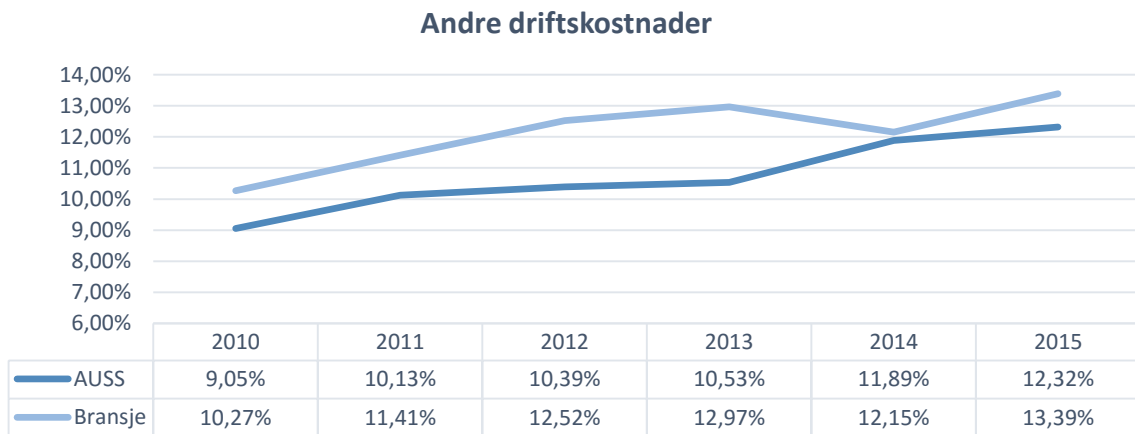
Figur 8-5 illustrerer utviklingen i lønn og personalkostnader over analyseperioden. AUSS har hatt en marginal fordel over stort sett hele analyseperioden på i underkant av 1 %-poeng. Fordelen har imidlertid blitt noe mindre over perioden, da den har gått fra nesten 1,8 %-poeng til 0,6 %-poeng. Det er overraskende at AUSS har en lønnskostnadsfordel i forhold til bransjen for øvrig, da store deler av produksjonen foregår i et høykostland som Norge. Marine Harvest og SalMar har også det meste av produksjonen sin i Norge, og dermed tyder dette på at de ansatte i AUSS jobber mer effektivt eller at lønnsavtalene er i favør AUSS.



Figur 8-5 Lønn og personalkostnader til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

### Andre driftskostnader

Figur 8-6 illustrerer utviklingen i andre driftskostnader over analyseperioden. Andre driftskostnader er en samlepost, og består hovedsakelig av kundefordringer, leieavtaler og transaksjoner mellom nærstående parter (AUSS, 2014A). AUSS har hatt en marginal kostnadsfordel, men fordelene har blitt mindre de to siste årene i analyseperioden. Informasjonsgrunnlaget for kostnadsposten er imidlertid lite, og det er dermed vanskelig å utdype denne kostnadsfordelen nærmere.



Figur 8-6 Andre driftskostnader til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

### Avskrivninger

Figur 8-7 illustrerer utviklingen i avskrivninger over analyseperioden. AUSS og bransjen har hatt samme kostnadsandel over hele analyseperioden, selv om det kun er små svingninger som gjør at AUSS oppnår en marginal fordel over analyseperioden. Både AUSS og bransjen har imidlertid hatt en stigende trend over analyseperioden. Dette har sammenheng med utviklingen til havbruk- og fiskerinæringen, hvor det blir gjort investeringer i både varige driftsmidler og FoU.



Figur 8-7 Avskrivninger til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015





### Oppsummering – marginulempe

Tabell 8-13 oppsummerer marginulempen til AUSS mot bransjen over analyseperioden. Tallene i denne tabellen er differansen mellom common size-analysene til AUSS og bransjen. Videre er det vektete snittet til kostnadsposten vektet med omløpet til netto driftseiendeler, slik at vi får frem den vektete marginfordelen til de ulike kostnadspostene. Den vektete marginulempen over analyseperioden blir dermed -1,25 %.

Oppsummering	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt	Vektet onde	Vektet MF
Vekt	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20			
Driftsinntekter	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	97,60 %	0,00 %
Varekostnader	7,48 %	4,53 %	3,36 %	4,74 %	4,40 %	4,56 %	4,67 %	97,60 %	4,56 %
Lønn og peronalkostnader	-1,87 %	-0,65 %	-0,88 %	-0,67 %	-0,47 %	-0,67 %	-0,78 %	97,60 %	-0,76 %
Andre driftskostnader	-1,22 %	-1,28 %	-2,13 %	-2,44 %	-0,27 %	-1,07 %	-1,39 %	97,60 %	-1,36 %
Avskrivninger	-0,39 %	-0,22 %	0,02 %	0,10 %	0,00 %	0,02 %	-0,04 %	97,60 %	-0,04 %
<b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>-4,00 %</b>	<b>-2,37 %</b>	<b>-0,37 %</b>	<b>-1,74 %</b>	<b>-3,67 %</b>	<b>-2,84 %</b>	<b>-2,46 %</b>	<b>97,60 %</b>	<b>-2,40 %</b>
Driftsrelatert skattekostnad	-1,44 %	-0,94 %	-0,18 %	-0,75 %	-1,23 %	-0,98 %	-0,91 %	97,60 %	-0,88 %
<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>-2,56 %</b>	<b>-1,44 %</b>	<b>-0,19 %</b>	<b>-0,98 %</b>	<b>-2,43 %</b>	<b>-1,86 %</b>	<b>-1,56 %</b>	<b>97,60 %</b>	<b>-1,52 %</b>
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede vi	-0,03 %	0,00 %	-0,30 %	0,17 %	0,65 %	0,81 %	0,28 %	97,60 %	0,27 %
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>-2,59 %</b>	<b>-1,44 %</b>	<b>-0,49 %</b>	<b>-0,81 %</b>	<b>-1,79 %</b>	<b>-1,05 %</b>	<b>-1,28 %</b>	<b>97,60 %</b>	<b>-1,25 %</b>

Tabell 8-13 Oppsummering marginulempe til AUSS i perioden 2010-2015

#### 8.4.3.2 Omløpsfordel

Omløpsfordel (*OF*) innebærer at virksomheten har høyere driftsinntekt per krone investert eller lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen. Denne fordelene er følgelig et mål på effektivitet (Knivflå, F11, 2016). *OF* er differansen mellom *omløpet til netto driftseiendeler (onde)* for AUSS og bransjen, vektet med *ndm* for bransjen. Dermed oppnår AUSS en omløpsfordel dersom de har høyere *driftsinntekt per kilo* relativt til *netto driftskapital per kilo* enn bransjen. *OF* og *onde* er gitt ved formlene på neste side.

$$Omløpsfordel = (onde - onde_B) * ndm_B$$

$$onde = \frac{DI}{NDE} = \frac{DI \text{ per kg}}{NDE \text{ per kg}}$$

Tabell 8-14 presenterer omløpsfordelen over analyseperioden, og AUSS oppnår en marginal omløpsulempe på -0,45 %. Trenden til AUSS over analyseperioden har imidlertid gått i negativ retning da de har gått fra en omløpsfordel på 1,49 % i 2010 til en omløpsulempe på -1,29 % i 2015. Omløpsulempen vil nå bli dekomponert på enhetsnivå med kilo som enhet i form av driftsinntekter per kilo og netto driftseiendeler per kilo.



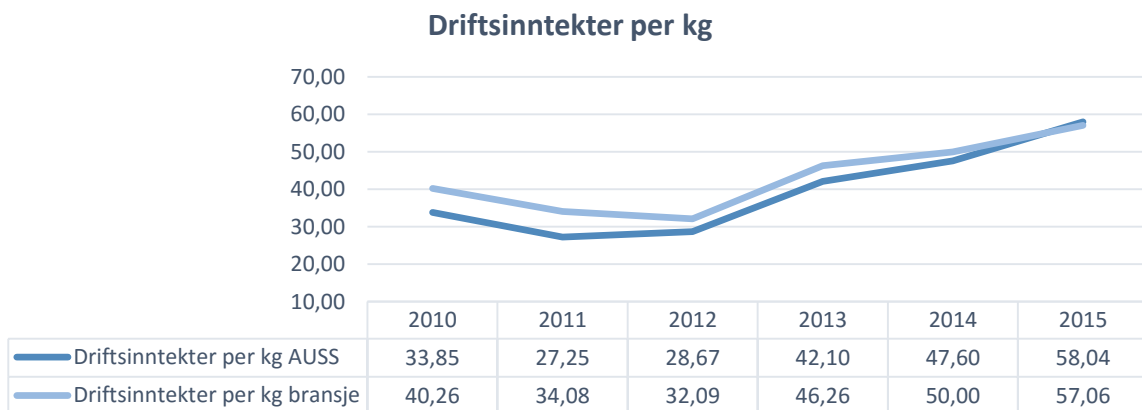
Omløpsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Omløpet til netto driftseiendeler AUSS	$onde$	1,1666	1,0010	0,8654	1,0111	0,9858	0,9000	0,9760
Omløpet til netto driftseiendeler bransje	$onde_B$	1,0637	0,9468	0,8621	1,0710	1,1017	1,0423	1,0207
<b>Uvektet omløpsfordel</b>	$OF_U$	<b>0,1029</b>	<b>0,0542</b>	<b>0,0033</b>	<b>-0,0599</b>	<b>-0,1159</b>	<b>-0,1423</b>	<b>-0,0447</b>
Netto driftsmargin bransje	$ndm_B$	0,1449	0,1025	0,0407	0,1206	0,1229	0,0909	0,1028
<b>Vektet omløpsfordel</b>	$OF_V$	<b>0,0149</b>	<b>0,0056</b>	<b>0,0001</b>	<b>-0,0072</b>	<b>-0,0143</b>	<b>-0,0129</b>	<b>-0,0045</b>

Tabell 8-14 Omløpsfordel til AUSS i perioden 2010-2015

Tabell 8-15 og figur 8-8 presenterer driftsinntekter per kilo for AUSS relativt til bransjen. AUSS oppnår lavere driftsinntekter per kilo enn bransjen over hele analyseperioden, med unntak av 2015. Både AUSS og bransjen følger samme trend over analyseperioden, og driftsinntekter per kilo har økt jevnt siden bunnåret i 2012. En forklaring til at AUSS gjør det dårligere enn bransjen på dette forholdstallet er at AUSS har en større andel av inntektene sine fra pelagiske virksomheter enn bransjesnittet. Dermed vil man i utgangspunktet forvente at AUSS har lavere driftsinntekter per kilo enn bransjesnittet, og følgelig er det en positiv trend at AUSS gjør det bedre enn bransjen i 2015.

Driftsinntekter per kg	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Driftsinntekter AUSS	12 496 530	12 029 060	11 004 909	12 542 713	14 228 426	15 095 944	13 078 165
Antall tonn varer solgt AUSS	369 173	441 357	383 831	297 922	298 937	260 117	332 091
<b>Driftsinntekter per kg AUSS</b>	<b>33,85</b>	<b>27,25</b>	<b>28,67</b>	<b>42,10</b>	<b>47,60</b>	<b>58,04</b>	<b>41,32</b>
<b>Driftsinntekter per kg bransje</b>	<b>40,26</b>	<b>34,08</b>	<b>32,09</b>	<b>46,26</b>	<b>50,00</b>	<b>57,06</b>	<b>44,61</b>

Tabell 8-15 Driftsinntekter per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015



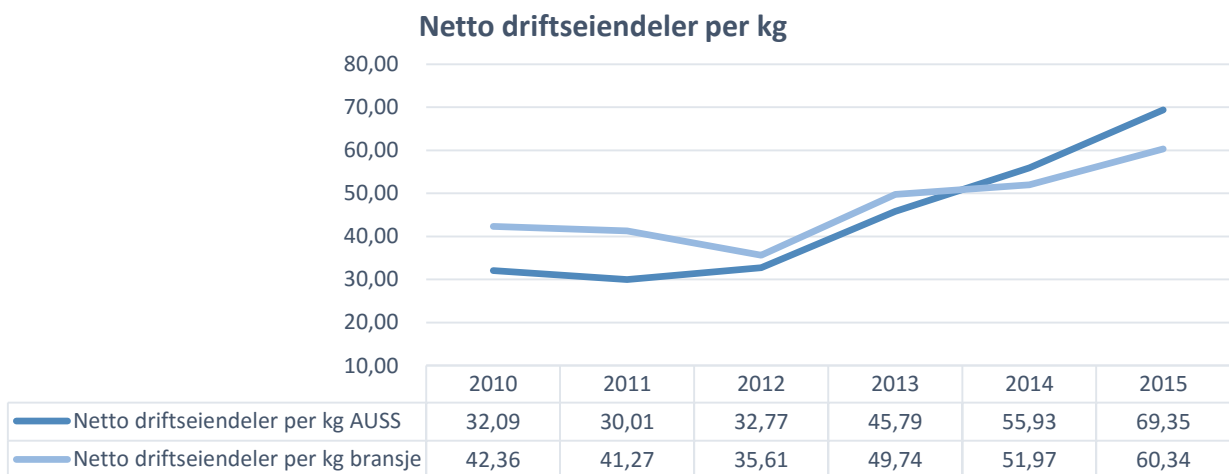
Figur 8-8 Netto driftseiendeler per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

Tabell 8-16 og figur 8-9 presenterer netto driftseiendeler per kilo for AUSS relativt til bransjen. AUSS har noe lavere netto driftseiendeler per kilo i forhold til bransjen. Dette er positivt da det indikerer at AUSS har en driftskapitalfordel ved at de selger flere kilo varer per netto driftseiendel enn bransjen. Av figuren ser vi at differansen mellom netto driftseiendeler per kilo i AUSS og bransjen har økt. Dette har ført til at AUSS de to siste årene har høyere netto driftseiendeler per kilo enn bransjesnittet, noe som er en negativ trend. I

tillegg har også AUSS og bransjen hatt en økning i forholdstallet. Dette kan ha sammenheng med at både AUSS og bransjen har gjort investeringer som enda ikke har gitt utslag i form av økt salgsvolum.

Netto driftseiendeler per kg	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Netto driftseiendeler AUSS	11 848 182	13 246 343	12 579 980	13 640 907	16 721 004	18 039 174	14 738 984
Antall tonn varer solgt AUSS	369 173	441 357	383 831	297 922	298 937	260 117	332 091
<b>Netto driftseiendeler per kg AUSS</b>	<b>32,09</b>	<b>30,01</b>	<b>32,77</b>	<b>45,79</b>	<b>55,93</b>	<b>69,35</b>	<b>46,84</b>
<b>Netto driftseiendeler per kg bransje</b>	<b>42,36</b>	<b>41,27</b>	<b>35,61</b>	<b>49,74</b>	<b>51,97</b>	<b>60,34</b>	<b>48,18</b>

Tabell 8-16 Netto driftseiendeler per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015



Figur 8-9 Driftsinntekter per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

#### 8.4.4 Oppsummering – driftsfordel

AUSS har en ren driftsfordel på 3,32 %, og av tabell 8-17 ser vi at dette hovedsakelig kommer fra bransjefordelen på 5,43 %. Bransjefordelen har gjennom analyseperioden hatt store svingninger, og dette har sammenheng med at havbruk- og fiskerinæringen er en syklisk bransje. Bransjefordelen er ventet å være høy i fremtiden, noe som tilsier at denne fordelene vil fortsette å trekke opp den rene driftsfordelen til AUSS.

Ressursulempen er -2,11 %, noe som kommer av at både rentabilitets- og kravfordelen er negativ. Kravulempen er imidlertid kun marginalt negativ. Dermed er det rentabilitetsulempen, i form av marginulempe, som i all hovedsak trekker ned ren driftsfordel. I common size-analysen, hvor vi dekomponerte marginfordelen, kom vi frem til at varekostnaden utgjorde den største kostnadsulempen. AUSS bør derfor fokusere på kostnadseffektivitet for å redusere varekostnaden.



Oppsummering ren driftsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	<b>0,1009</b>	<b>0,0381</b>	<b>-0,0239</b>	<b>0,0813</b>	<b>0,0818</b>	<b>0,0473</b>	<b>0,0543</b>
Marginfordel drift	<i>MF</i>	-0,0303	-0,0144	-0,0043	-0,0082	-0,0176	-0,0094	-0,0125
Omløpsfordel drift	<i>OF</i>	0,0149	0,0056	0,0001	-0,0072	-0,0143	-0,0129	-0,0045
Rentabilitetsfordel drift	<i>RF</i>	<b>-0,0138</b>	<b>-0,0056</b>	<b>-0,0009</b>	<b>-0,0175</b>	<b>-0,0319</b>	<b>-0,0221</b>	<b>-0,0166</b>
Kravsfordel drift	<i>KF</i>	-0,0025	-0,0044	-0,0056	-0,0058	-0,0008	-0,0071	-0,0045
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	<b>-0,0163</b>	<b>-0,0100</b>	<b>-0,0065</b>	<b>-0,0233</b>	<b>-0,0327</b>	<b>-0,0292</b>	<b>-0,0211</b>
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	<b>0,0846</b>	<b>0,0281</b>	<b>-0,0304</b>	<b>0,0580</b>	<b>0,0491</b>	<b>0,0182</b>	<b>0,0332</b>

Tabell 8-17 Oppsummering driftsfordel til AUSS i perioden 2010-2015

## 8.5 Gearingfordel drift

Gearingfordel i driften er differansen mellom *netto driftsrentabilitet* og *netto driftskrav*, vektet med en gearing. Videre er gearing summen av *netto finansiell gjeldsgrad* og *minoritetsgrad*. Gearingfordel er dermed en fordel som virksomheten kan oppnå ved å finansiere driften fra andre kilder enn egenkapital (Knivsfå, F11, 2016). En positiv *ren driftsfordel*, som er tilfellet for AUSS, vil øke med gearing. Dermed kan AUSS øke sin strategiske fordel ved hjelp av gearing. Gearing vil imidlertid ikke øke verdien av virksomheten, da økt belåning medfører større risiko knyttet til egenkapitalen. Følgelig vil eierne kreve høyere avkastning.

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

$$\text{nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}} \quad \text{mig} = \frac{\text{MI}}{\text{EK}}$$

Tabell 8-18 presenterer gearingfordel i driften over analyseperioden. AUSS har en gjennomsnittlig gearingfordel på 3,29 % over analyseperioden. Dette har sammenheng med at den rene driftsfordelen også var positiv over hele analyseperioden, men unntak av 2012. Dette gjør at det er fordelaktig å geare opp driften i form av belånte midler, med som nevnt over vil dette medføre at risikoen øker, som igjen kan føre til at investorene øker egenkapitalkravet. For AUSS vil det derfor være nødvendig å gjøre en avveining mellom gearing og risiko.

Gearingfordel drift		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	0,0846	0,0281	-0,0304	0,0580	0,0491	0,0182	0,0332
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	0,6549	0,4881	0,4215	0,4618	0,4834	0,4996	0,4909
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,3489	0,3910	0,3820	0,4797	0,5197	0,4824	0,4472
Gearingsfordel drift	<i>GFD</i>	<b>0,0849</b>	<b>0,0247</b>	<b>-0,0244</b>	<b>0,0546</b>	<b>0,0493</b>	<b>0,0178</b>	<b>0,0329</b>

Tabell 8-18 Gearingfordel drift til AUSS i perioden 2010-2015

## 8.6 Oppsummering – Samlet driftsfordel

Tabell 8-19 oppsummerer den samlede driftsfordelen til AUSS over analyseperioden. Den rene driftsfordelen på 3,32 % blir gearret opp, slik at samlet driftsfordel til AUSS over analyseperioden er på 6,60 %. Det er kun i 2012 hvor den rene driftsulempen på -3,04 % blir ytterligere forsterket av gearingen, slik at driftsulempen utgjør -5,48 %.

Driftsfordelen til AUSS kommer hovedsakelig fra bransjefordelen. En ulempe med dette er at bransjefordelen kommer hele bransjen til gode. Videre har AUSS en ressursulempe, altså en ulempe som kun går på bekostning av AUSS. Avslutningsvis er det positivt at de gearer opp driften, da den rene driftsfordelen er positiv, og følgelig øker samlet driftsfordel. Dermed bør AUSS konsentrere seg om å forbedre samlet driftsfordel gjennom å redusere ressursulempen.

Samlet driftsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	0,1009	0,0381	-0,0239	0,0813	0,0818	0,0473	0,0543
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	-0,0163	-0,0100	-0,0065	-0,0233	-0,0327	-0,0292	-0,0211
<b>Ren driftsfordel</b>	<b><i>RDF</i></b>	<b>0,0846</b>	<b>0,0281</b>	<b>-0,0304</b>	<b>0,0580</b>	<b>0,0491</b>	<b>0,0182</b>	<b>0,0332</b>
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,0849	0,0247	-0,0244	0,0546	0,0493	0,0178	0,0329
<b>Samlet driftsfordel</b>	<b><i>DF</i></b>	<b>0,1696</b>	<b>0,0528</b>	<b>-0,0548</b>	<b>0,1126</b>	<b>0,0984</b>	<b>0,0360</b>	<b>0,0660</b>

Tabell 8-19 Samlet driftsfordel til AUSS i perioden 2010-2015

## 8.7 Finansieringsfordel – superrente og gearing

I utgangspunktet er det driftsfordelen som utgjør den strategiske fordel, men finansieringsfordelen er også med på å forsterke den strategiske fordel. En finansieringsfordel innebærer enten at en virksomhet oppnår en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld eller knyttet til minoritetsinteresser, som formelen under illustrerer (Knivsflå, F10, 2016).

$$\text{Finansieringsfordel} = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

*nfgk* = netto finansielt gjeldskrav

*mik* = minoritetsinteressekrav

*nfgr* = netto finansiell gjeldsrentabilitet

*mir* = minoritetsinteresserentabilitet

*nfgg* = netto finansiell gjeldsgrad

*mig* = minoritetsinteressegrad

Virksomheten kan oppnå en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld på to ulike måter. De kan enten oppnå en meravkastning utover kravet for finansielle eiendeler, eller betale en lavere rente enn kravet til finansiell gjeld. En finansieringsfordel knyttet til



minoritetsinteresser innebærer at avkastningen til minoritetsinteressene er mindre enn avkastningskravet. Man forventer i utgangspunktet at finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld er omtrent null da konkurransen i finansmarkedene er høy. Følgelig vil aktørene kunne forvente seg en rente eller rentabilitet lik avkastningskravet (Knivsfå, F10, 2016).

Videre i dette kapitlet vil vi først ta for oss finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld, som igjen kan deles opp i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Deretter tar vi for oss finansieringsfordelen knyttet til minoritetsinteresser.

### 8.7.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld (FFFG) er differansen mellom *finansielt gjeldskrav* og *finansiell gjeldsrente*, vektet med *finansiell gjeldsgrad*. Dermed er det fordelaktig for AUSS å finansiere virksomheten med finansiell gjeld dersom gjeldsrenten er lavere enn gjeldskravet (Knivsfå, F10, 2016). Formelen for FFFG er presentert under.

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

$$fgk = r_f + krp = \text{finansiell gjeldskrav}$$

$$fgr = \frac{NFK}{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2} = \text{finansiell gjeldsrente}$$

$$fgg = \frac{FG_{IB} + (\Delta FG - NFK)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2} = \text{finansiell gjeldsgrad}$$

Tabell 8-20 presenterer finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld over analyseperioden, og figur 8-10 illustrerer differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrente. Av tabellen ser vi at gjeldsrentene til AUSS har vært 1,35 % høyere enn gjeldskravet over analyseperioden. Vektet med gjeldsgraden gjør dette at AUSS får en finansieringsulempe på -1,21 %. Det er altså kun en liten ulempe for AUSS, men denne vil derimot være fordelaktig for långiverne. Videre ser vi også av figuren at differansen mellom renten og kravet har vært relativt stabil over analyseperioden.

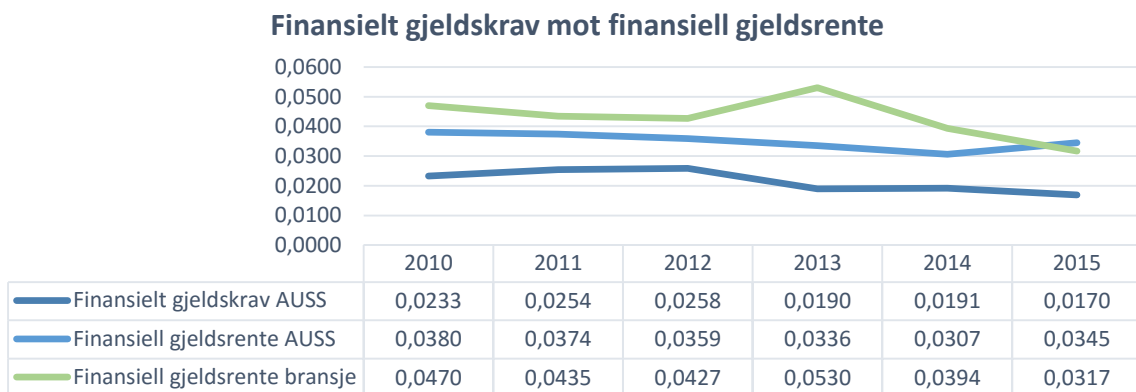
Som nevnt i 7.3.1 (*Krav til finansiell gjeld*) kan imidlertid *fgk* syntes å være lavt, noe som gir en stor gjeldsrenteulempe. Et normalnivå på dagens *fgk* er om lag 2,6 %, og dette ville

resultert i en finansieringsulempet på 0,85 % i 2015. Finansieringsulempen halveres dermed i forhold til utregningene i tabell 8-20.

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,0233	0,0254	0,0258	0,0190	0,0191	0,0170	0,0210
Finansiell gjeldsrente	<i>fgr</i>	0,0380	0,0374	0,0359	0,0336	0,0307	0,0345	0,0345
<b>Finansiell gjeldsrentefordel</b>	<b><i>fgk-fgr</i></b>	<b>-0,0148</b>	<b>-0,0120</b>	<b>-0,0101</b>	<b>-0,0146</b>	<b>-0,0115</b>	<b>-0,0176</b>	<b>-0,0135</b>
Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	1,0921	0,9051	0,8294	0,9789	0,8701	0,7831	0,8958
<b>Finansieringsfordel finansiell gjeld</b>	<b><i>FFFG</i></b>	<b>-0,0161</b>	<b>-0,0108</b>	<b>-0,0084</b>	<b>-0,0143</b>	<b>-0,0100</b>	<b>-0,0138</b>	<b>-0,0121</b>

Tabell 8-20 Finansieringsfordel finansiell gjeld til AUSS i perioden 2010-2015

I figur 8-10 er gjennomsnittlig *fgr* for bransjen presentert i tillegg til AUSS sin *fgr* og *fgk*. Dette gjøres for å gi en indikasjon på hvor gjennomsnittrenten for bransjen ligger. Som vi ser ligger gjennomsnittet over AUSS, med unntak av 2015. Selv om hvert enkelt selskap har et eget finansielt gjeldskrav, er kapitalstrukturene ganske lik mellom bransjen og AUSS. Det er derfor nærliggende å tro at kravene ikke avviker mye fra AUSS sitt. Gjennomsnittlig *fgr* i bransjen gir derfor en indikasjon på at *fgk* er satt noe lavt, og underbygger dermed drøftingen i 7.3.1 (*Krav til finansiell gjeld*).



Figur 8-10 Finansielt gjeldskrav mot finansiell gjeldsrente i perioden 2010-2015

## 8.7.2 Finansieringsfordel – finansielle eiendeler

Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler (FFEFE) er differansen mellom *finansiell eiendelsrentabilitet* og *finansielt eiendelskrav*, vektet med *finansiell eiendelsgrad*. Dermed er det lønnsomt for AUSS å ha finansielle eiendeler dersom eiendelsrentabiliteten er større enn eiendelskravet (Knivsflå, F10, 2016). Formelen for FFEF er presentert på neste side.



$$FFFE = (fer - fek) * feg = \text{finansieringsfordel finansielle eiendeler}$$

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2} = \text{finansiell eiendelsrentabilitet}$$

$$fek = r_f + \beta_{FE} * mrp = \text{finansielt eiendelskrav}$$

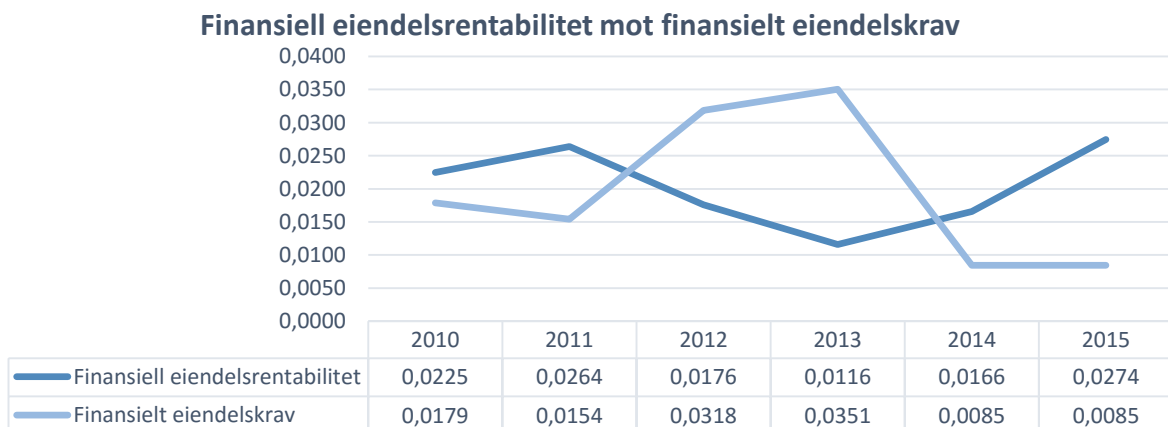
$$feg = \frac{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2} = \text{finansiell eiendelsgrad}$$

Tabell 8-21 presenterer finansieringsfordelen knyttet til finansielle eiendeler, og figur 8-11 illustrerer differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav. Av tabellen ser vi at eiendelsrentabiliteten har vært 0,07 % høyere enn eiendelskravet over analyseperioden. Vektet med eiendelsgraden til AUSS har finansieringsulempen knyttet til finansielle eiendeler vært -0,07 % over analyseperioden. AUSS har følgelig en minimal ulempe som er tilnærmet lik null. Dette indikerer at forvaltningen av de finansielle eiendelene verken er lønnsom eller ulønnsom. En grunn til dette er at store deler av de finansielle eiendelene til AUSS er i form av kontanter, som har lav avkastning.

I motsetning til finansiell gjeld har finansieringsfordelen knyttet til finansielle eiendeler variert betydelig mer. Det er derfor noe vanskeligere å predikere en fordel eller ulempe i fremtiden. Man forventer imidlertid at finansieringsfordelen går mot null, noe som er på linje med den gjennomsnittlige ulempen i analyseperioden.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	0,0225	0,0264	0,0176	0,0116	0,0166	0,0274	0,0200
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,0179	0,0154	0,0318	0,0351	0,0085	0,0085	0,0193
<b>Finansiell eiendelsrentabilitetsforde</b>	<b><i>fer-fekk</i></b>	<b>0,0046</b>	<b>0,0109</b>	<b>-0,0143</b>	<b>-0,0235</b>	<b>0,0081</b>	<b>0,0190</b>	0,0007
Finansiell eiendelsgrad	<i>feg</i>	0,4372	0,4170	0,4079	0,5170	0,3867	0,2835	0,4049
<b>Finansieringsfordel finansielle eiend</b>	<b><i>FFFE</i></b>	<b>0,0020</b>	<b>0,0046</b>	<b>-0,0058</b>	<b>-0,0121</b>	<b>0,0031</b>	<b>0,0054</b>	-0,0007

Tabell 8-21 Finansieringsfordel finansielle eiendeler til AUSS i perioden 2010-2015



Figur 8-11 Finansiell eiendelsrentabilitet mot finansielt eiendelskrav i perioden 2010-2015



### 8.7.3 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld (FFNFG) er differansen mellom *netto finansielt gjeldskrav* og *netto finansiell gjeldsrentabilitet*, vektet med *netto finansiell gjeldsgrad*. Dersom kravet er høyere enn rentabiliteten er det fordelaktig for AUSS å øke netto finansiell gjeld. Vi kan også finne finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld gjennom de to overnevnte beregningene, da  $FFNFG = FFFG - FFFE$ .

$$FFNFG = (nfgk - nfggr) * nfgg \quad = \text{finansieringsfordel netto finansiell gjeld}$$

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG} \quad = \text{netto finansielt gjeldskrav}$$

$$nfggr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + \frac{\Delta NFG - NFK + NFI}{2}} \quad = \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2} \quad = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

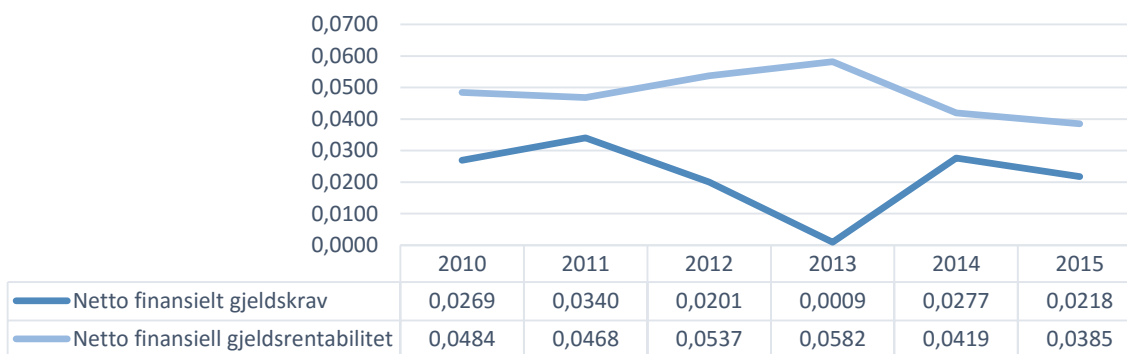
Tabell 8-22 presenterer finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld, og figur 8-12 illustrerer differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet. Av tabellen fremkommer det at gjeldskravet har vært 2,68 % lavere enn gjeldsrentabiliteten over analyseperioden. Vektet med gjeldsgraden til AUSS har finansieringsulempen knyttet til netto finansiell gjeld vært -1,28 %. AUSS har følgelig hatt en liten ulempe. Av figuren ser man også at differansen mellom gjeldskravet og gjeldsrentabiliteten har vært nokså stabil, med unntak av 2013. Det vil derfor kunne være naturlig å forvente en tilnærmet lik gjeldsrenteulempe i fremtiden også. Som nevnt over sier teorien at finansiering ikke er en kilde til verken en fordel eller ulempe. Dermed vil man forvente at finansieringsulempen blir null ved at gjeldsrenten beveger seg mot gjeldskravet.

Da  $fgk$  er lavere enn forventet påvirker dette følgelig  $nfgk$  også. Dermed er det nærliggende å forvente at netto finansiell finansieringsulempe egentlig er mindre enn det beregningene tilsier. Ved bruk av eksempelvis  $fgk$  på 3,5 %, som drøftet i 7.3.1, ville finansieringsulempen til netto finansiell gjeld blitt tilnærmet lik null. En slik situasjon samsvarer bedre med teorien.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt	0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i> 0,0269	0,0340	0,0201	0,0009	0,0277	0,0218	0,0209
Netto finansiell gjeldsrentabilitet	<i>nfgr</i> 0,0484	0,0468	0,0537	0,0582	0,0419	0,0385	0,0476
<b>Netto finansiell gjeldsrentefordel</b>	<b><i>nfgk-nfgr</i> -0,0215</b>	<b>-0,0128</b>	<b>-0,0336</b>	<b>-0,0572</b>	<b>-0,0142</b>	<b>-0,0168</b>	<b>-0,0268</b>
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i> 0,6549	0,4881	0,4215	0,4618	0,4834	0,4996	0,4909
<b>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</b>	<b><i>FFNFG</i> -0,0141</b>	<b>-0,0063</b>	<b>-0,0142</b>	<b>-0,0264</b>	<b>-0,0069</b>	<b>-0,0084</b>	<b>-0,0128</b>

Tabell 8-22 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld til AUSS i perioden 2010-2015

### Netto finansielt gjeldskrav mot netto finansiell gjeldsrentabilitet



Figur 8-12 Netto finansielt gjeldskrav mot netto finansiell gjeldsrentabilitet i perioden 2010-2015

#### 8.7.4 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser

Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser er differansen mellom *minoritetskrav* og *minoritetsrentabilitet*, vektet med *minoritetsgraden*. Dersom kravet er høyere enn rentabiliteten er det en fordel for majoriteten i AUSS å ha minoritetsinteresser, da man kan dele den negative superprofitten med disse. Det er naturlig å forvente en minoritetsrentabilitetsfordel tilnærmet lik null, fordi majoriteten vil «skvise» minoriteten for en eventuell merrentabilitet (Knivsflå, F10, 2016).

$$FFMI = (mik - mir) * mig = \text{finansieringsfordel minoritetsinteresser}$$

$$mik = ekk + ilp_{min} = \text{minoritetskrav}$$

$$mir = \frac{NMR}{MI_{IB} + \frac{\Delta MI - NMR}{2}} = \text{minoritetsrentabilitet}$$

$$mig = \frac{MI_{IB} + (\Delta MI - NMR)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2} = \text{minoritetsgrad}$$

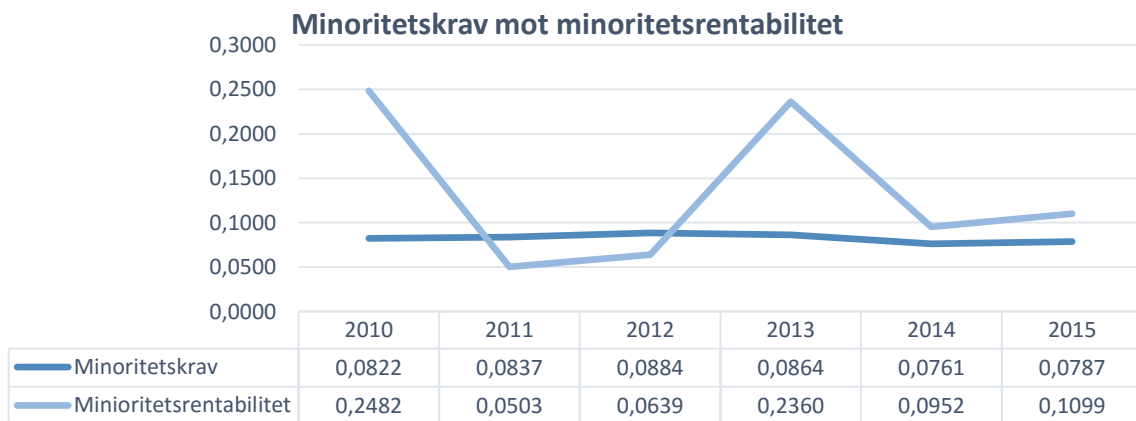
Tabell 8-23 presenterer finansieringsfordelen knyttet til minoritetsinteresser, og figur 8-13 illustrerer differansen mellom minoritetskrav og minoritetsrentabilitet. Av tabellen fremkommer det at minoritetskravet har vært 4,79 % lavere enn minoritetsrentabiliteten i gjennomsnitt. Vektet med minoritetsgraden til AUSS har finansieringsulempen knyttet til

minoritetsinteressene vært -2,18 %. AUSS har følgelig hatt en ulempe, og det vil dermed være fordelaktig for dem å redusere minoritetsandelen.

Av figuren ser man at differansen mellom minoritetskravet og minoritetsrentabiliteten har variert en del i analyseperioden. Det vil derfor være vanskelig å predikere noen trend for fremtiden. Man bør derfor ta utgangspunkt i at *mir* går mot *mik*, slik nullhypotesen fastslår.

Finansieringsfordel minoritetsinteresser		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,0822	0,0837	0,0884	0,0864	0,0761	0,0787	0,0823
Minoritetsrentabilitet	<i>mir</i>	0,2482	0,0503	0,0639	0,2360	0,0952	0,1099	0,1302
<b>Minoritetsrentabilitetsfordel</b>	<b><i>mik-mir</i></b>	<b>-0,1659</b>	<b>0,0334</b>	<b>0,0245</b>	<b>-0,1497</b>	<b>-0,0191</b>	<b>-0,0312</b>	<b>-0,0479</b>
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,3489	0,3910	0,3820	0,4797	0,5197	0,4824	0,4472
<b>Finansieringsfordel minoritetsinteresser</b>	<b><i>FFMI</i></b>	<b>-0,0579</b>	<b>0,0130</b>	<b>0,0094</b>	<b>-0,0718</b>	<b>-0,0099</b>	<b>-0,0151</b>	<b>-0,0218</b>

Tabell 8-23 Finansieringsfordel minoritetsinteresser til AUSS i perioden 2010-2015



Figur 8-13 Minoritetskrav mot minoritetsrentabilitet i perioden 2010-2015

### 8.7.5 Finansieringsfordel – Oppsummering

Av tabell 8-24 ser vi at samlet finansieringsulempe for AUSS over analyseperioden utgjør -3,46 %. Av tabellen ser man at det er ulempen knyttet til minoritetsinteressene som påvirker den samlede finansieringsulempen mest. Som nevnt innledningsvis vil finansieringen vanligvis ikke utgjøre en spesielt stor kilde til den strategiske fordelene, men i vårt tilfelle er finansieringsulempen relativt stor.

Samlet finansieringsfordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	-0,0161	-0,0108	-0,0084	-0,0143	-0,0100	-0,0138	-0,0121
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	0,0020	0,0046	-0,0058	-0,0121	0,0031	0,0054	-0,0007
<b>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</b>	<b><i>FFNFG</i></b>	<b>-0,0141</b>	<b>-0,0063</b>	<b>-0,0142</b>	<b>-0,0264</b>	<b>-0,0069</b>	<b>-0,0084</b>	<b>-0,0128</b>
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	-0,0579	0,0130	0,0094	-0,0718	-0,0099	-0,0151	-0,0218
<b>Samlet finansieringsfordel</b>	<b><i>FF</i></b>	<b>-0,0720</b>	<b>0,0068</b>	<b>-0,0048</b>	<b>-0,0982</b>	<b>-0,0168</b>	<b>-0,0234</b>	<b>-0,0346</b>

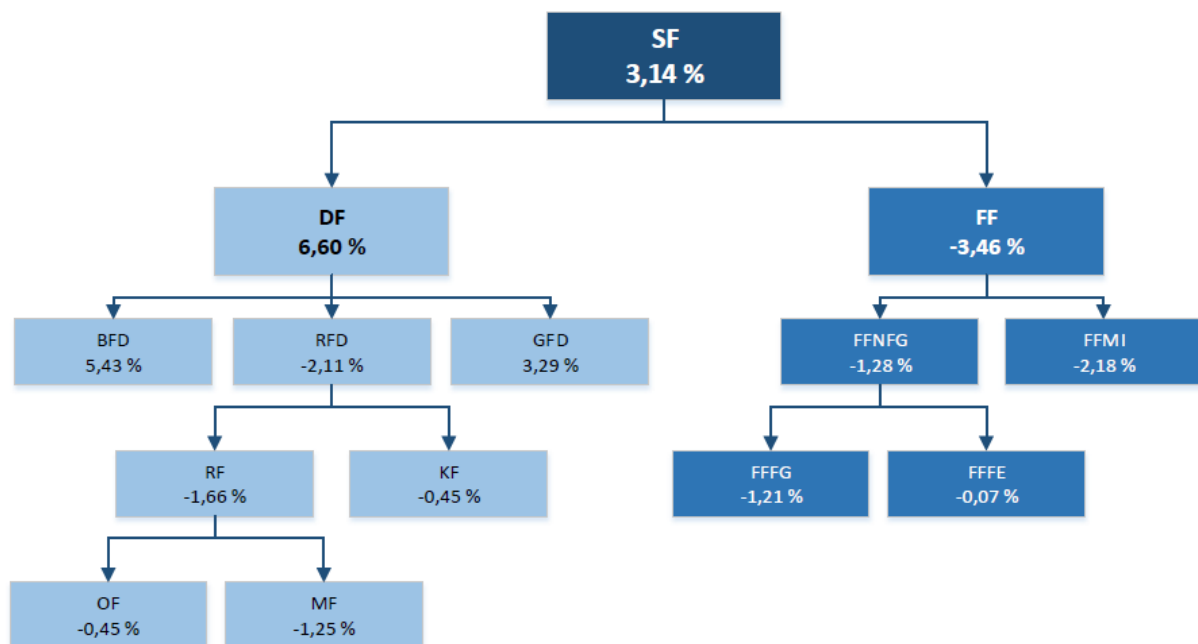
Tabell 8-24 Samlet finansieringsfordel til AUSS i perioden 2010-2015

## 8.8 Oppsummering – Strategisk fordel

I dette kapitlet har vi dekomponert den strategiske fordelen inn i driftsfordel og finansieringsfordel, og dette er oppsummert i tabell 8-25 og figur 8-14. Som presentert i 8.1.1 (*Superrentabilitet*) har AUSS en strategisk fordel på 3,14 %, og tabellen og figuren dekomponerer og forklarer opphavet til denne fordelen. Vi ser at finansieringsulempen halverer driftsfordelen, noe som er mer en man forventer.

Strategisk fordel		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	AUSS
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	10,09 %	3,81 %	-2,39 %	8,13 %	8,18 %	4,73 %	5,43 %
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	-1,63 %	-1,00 %	-0,65 %	-2,33 %	-3,27 %	-2,92 %	-2,11 %
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	8,49 %	2,47 %	-2,44 %	5,46 %	4,93 %	1,78 %	3,29 %
<b>Driftsfordel</b>	<b><i>DF</i></b>	<b>16,96 %</b>	<b>5,28 %</b>	<b>-5,48 %</b>	<b>11,26 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>3,60 %</b>	<b>6,60 %</b>
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	-1,41 %	-0,63 %	-1,42 %	-2,64 %	-0,69 %	-0,84 %	-1,28 %
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	-5,79 %	1,30 %	0,94 %	-7,18 %	-0,99 %	-1,51 %	-2,18 %
<b>Strategisk fordel</b>	<b><i>SF</i></b>	<b>9,76 %</b>	<b>5,96 %</b>	<b>-5,97 %</b>	<b>1,44 %</b>	<b>8,16 %</b>	<b>1,25 %</b>	<b>3,14 %</b>

Tabell 8-25 Oppsummering av strategisk fordel til AUSS i perioden 2010-2015



Figur 8-14 Oppsummering av gjennomsnittlig strategisk fordel til AUSS i rammeverket

Både bransjefordel drift og gearingfordel drift har bidratt til å gi AUSS den strategiske fordelen de har på nåværende tidspunkt. Ressursfordel drift og finansieringsfordel har på den andre siden vært en ulempe for AUSS, og har følgelig trukket ned den strategiske fordelen.

Bransjefordelen har vært utsatt for store svingninger over analyseperioden, og dette har sammenheng med den volatile lakseprisen til oppdrettsbransjen. Dermed vil man også

kunne forvente store svingninger i bransjefordelen i fremtiden. Analyseperioden vår omfatter gode år for bransjen både i starten og slutten av perioden, samt et bunnivå midtveis i perioden. I tillegg har bransjen også hatt biologiske utfordringer, samt utfordringer knyttet til handelspolitiske konflikter, som vil kunne gi økte kostnader i fremtiden. Dagens konsesjonssystem har også gitt insentiver til å utvikle nye produksjonsmetoder, og dermed vil man muligens se en utvikling mot landbasert- og lukket oppdrett. Dette vil videre kunne påvirke både tilbud og etterspørsel. Dette kan tyde på at bransjefordelen til AUSS er noe overvurdert, slik at bransjefordelen i denne analyseperioden gir et litt for optimistisk estimat i fremtiden.

Ressursulempen til AUSS har vært nokså stabil over analyseperioden, og fremkommer gjennom omløps- og marginulempen. Marginulempen knytter seg i all hovedsak til varekostnaden til AUSS, som er høyere enn hos de komparative virksomhetene. Da halvparten av varekostnaden består av førkostnader medfører dette at leverandørens forhandlingsmakt er med på å påvirke denne marginulempen. Videre har bransjen gått i retning av vertikal integrasjon, og dermed kan det hende at flere virksomheter starter opp egen førproduksjon, som Marine Harvest. Dette vil i så fall medføre at leverandørens forhandlingsmakt reduseres, slik at marginulempen til AUSS også reduseres. Dette trekker i retning av at ressursulempen vil gå mot null i fremtiden.

Gearingfordelen ser ut til å være positivt korrelert med bransjefordelen. Ut i fra drøftelsen over vil man dermed forvente at gearingfordelen reduseres noe.

Finansieringsulempen til AUSS forventes å gå mot null. Dette har sammenheng med at man forventer at finansieringsulempen knyttet til minoritetsinteresser vil gå mot nullhypotesen, mens finansieringsulempen knyttet til finansiell gjeld vil holde seg på tilnærmet samme nivå eller gå noe mot null. Totalt sett medfører dette at finansieringsulempen blir mindre.

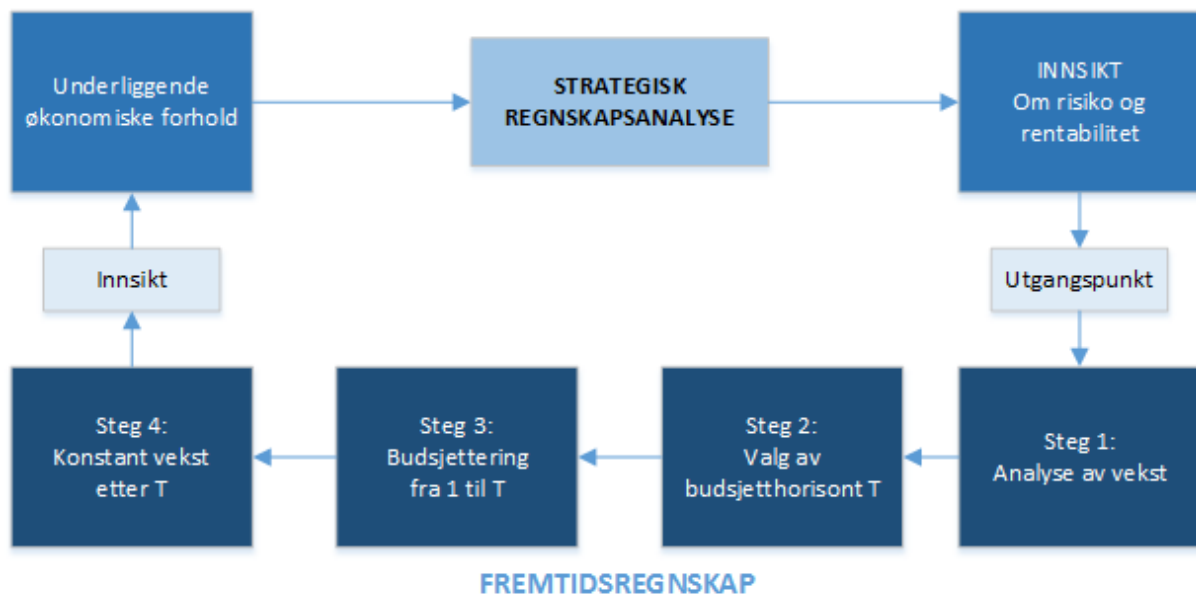
På sikt vil man kunne forvente at den samlede driftsfordelen går noe ned, mye grunnet reduksjonen i bransjefordelen. Finansieringsulempen forventes derimot å gå mot null, noe som samlet sett medfører at den strategiske fordelene øker på lang sikt.

## 9 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet, med tilhørende fremtidskrav som presenteres i neste kapittel, er en viktig del i fundamental verdsettelse. Dette er fordi verdsettelsesteknikken går ut på å neddiskontere de *fremtidige* kontantstrømmene. Formålet med fremtidsregnskapet er å lage en prognose for det fremtidige regnskapet, balansen og kontantstrømmen.

### 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for fremtidsregnskapet med tilhørende fire steg er illustrert i figur 9-1.



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskapet (Knivsflå, F13, 2016, s. 4)

Den tidligere gjennomførte strategiske analysen danner grunnlaget for innsikt om risiko og rentabilitet, som benyttes videre i rammeverket. *Steg 1* omhandler analyse av vekst for relevante budsjett drivere, med et særlig fokus på driftsinntekter. I *steg 2* blir lengden på budsjettperioden bestemt, altså hvor mange år det tar før bransjen når *steady state*. Estimeringen av de ulike budsjett driverne frem i tid skjer i *steg 3*, før den konstante veksten i budsjett driverne blir bestemt i *steg 4*. Den konstante veksten i periode T utgjør *steady state*. Gjennom de fire stegene i rammeverket produseres det fullstendige fremtidsregnskapet, som vil bli brukt videre i kapittel 11.

## 9.2 Vekstanalyse

Kunnskap om historisk vekst er viktig for å kunne vurdere sannsynlig fremtidig vekst. Vi vil presentere den historiske veksten i driftsinntekter og egenkapitalen i henholdsvis 9.2.1 og 9.2.2.

### 9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Vekst i driftsinntekt er en viktig budsjettdriver for fremtidsregnskapet. Penman (2013, s. 507) ser på driftsinntektsvekst som selve kjernen i fremtidsregnskapet, da omsetning har stor innvirkning på de fremtidige kontantstrømmene. Analysen inndeles derfor med en fremstilling av den historiske driftsinntektsveksten. Formelen for driftsinntektsvekst er gitt ved:

$$div = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Figur 9-2 viser den historiske driftsinntektsvekst for AUSS og bransjen. Grafen viser at AUSS følger veksten i bransjen og at den lave lakseprisen i 2012 påvirker bransjen negativt i 2012. Den gjennomsnittlige veksten for AUSS og bransjen er henholdsvis 5,98 % og 13,26 %. AUSS har hatt en betydelig lavere vekst enn bransjen, noe som er et resultat av store investeringer hos de store konkurrentene innen oppdrett.



Figur 9-2 Driftsinntektsvekst til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

### 9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Egenkapital er et viktig måletall for en investor, da en investor i prinsippet kjøper seg inn i egenkapitalen ved investering i et selskap. En analyse av den historiske veksten i egenkapitalen kan gi en indikasjon på hvordan den fremtidige veksten vil bli. Det er forskjell



på den fullstendige veksten i egenkapitalen, som inneholder unormale poster, og den normaliserte veksten i egenkapitalen. Unormale poster er per definisjon «unormale», og kan derfor vanskelig estimeres i fremtiden. Unormale poster settes lik null i fremtidsregnskapet, slik at en estimerer den normaliserte veksten fremover. Analysen av historisk egenkapitalvekst inkluderer derimot unormale poster, for at endringene i egenkapital skal bli korrekte. Formelen for fullstendig egenkapitalvekst er uttrykt ved:

$$ekv_F = \frac{(EK_{UB} - EK_{IB})}{EK_{IB}} = \frac{\Delta EK}{EK_{IB}}$$

Figur 9-3 illustrerer egenkapitalveksten til AUSS og bransjen i perioden 2010 til 2015. En ser at AUSS og bransjen følger hverandre, med unntak av 2013 og 2014 der forskjellene var større enn normalt. Mye av grunnen til den store forskjellen i 2013 var store justeringer og unormale poster i AUSS, slik at det negative resultatet var på til sammen rundt 750 MNOK. I tillegg ble utbyttet opprettholdt på et normalt nivå, noe som bidro negativt til egenkapitalveksten.



Figur 9-3 Historisk egenkapitalvekst til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015

Det er videre interessant å se på den normale egenkapitalveksten for AUSS, der unormale poster er trukket ut av beregningene. Den normale egenkapitalveksten vil være bedre for prediksjon av den fremtidige veksten. Formelen for den normale egenkapitalveksten er gitt ved uttrykket:

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

$$ekv = \text{egenkapitalvekst}$$

$$(1 - eku) = \text{tilbakeholdsgraden}$$

$$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$$



Formelen presenterer sammenhengen mellom de to kildene til vekst i egenkapital, egenkapitalrentabilitet og utdelingsforholdet. Egenkapitalrentabiliteten genereres internt i selskapet, mens tilbakeholdsgraden tilsier hvor mye av den genererte profitten som blir igjen etter netto utbetalt utbytte. Tabell 9-1 viser den normaliserte veksten i egenkapital i analyseperioden.

Historisk egenkapitalvekst		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekt		0,10	0,15	0,15	0,20	0,20	0,20	
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0,1548	0,1213	0,0093	0,0729	0,1296	0,0685	0,0893
Tilbakeholdsgrad	<i>1-eku</i>	0,6765	0,6113	2,9904	0,5303	0,6731	0,3275	0,9141
<b>Egenkapitalvekst</b>	<b><i>ekv</i></b>	<b>0,1048</b>	<b>0,0741</b>	<b>0,0277</b>	<b>0,0387</b>	<b>0,0872</b>	<b>0,0224</b>	<b>0,0554</b>

Tabell 9-1 Normalisert historisk egenkapitalvekst til AUSS i perioden 2010-2015

Vi ser at ved å trekke ut de unormale postene, har AUSS en mye jevnere egenkapitalvekst. Tidsvektet er veksten på 5,54 %, noe som er betydelig lavere enn tidsvektet fullstendig egenkapitalvekst på 8,93 %. Forskjellen vil si at AUSS har generelt hatt et positivt unormalt resultat i analyseperioden.

Om 5,54 % egenkapitalvekst er mulig å opprettholde i overskuelig fremtid er usikkert. Teorien tilsier at grenseverdien for langsiktig vekst er definert av forventet realvekst i verden pluss inflasjon (Knivsflå, F13, 2016, s. 60). Den videre vurderingen kommer vi tilbake til senere i kapittelet.

### 9.3 Valg ved utarbeidelse av fremtidsregnskap

I steg 2 i rammeverket skal en sette forutsetninger angående lengden på budsjettperioden, detaljnivå og fremskrivningsteknikk som skal benyttes.

#### 9.3.1 Budsjettperiode

Budsjettperioden strekker seg til tidspunkt T, hvor en går fra fullstendig til enkel fremskrivning, altså konstant vekst. I følge Kaldestad og Møller (2011, s. 79) bør budsjettthorisonen dekke perioden frem til selskapet er i *steady state*. Hvor lang tid det tar før man når konstant vekst avhenger av bransjen, samt selskapets fase i livssyklusen. Kaldestad og Møller mener videre at en budsjettperiode over fem år er naturlig for selskaper som opererer i sykliske bransjer, bransjer i stor vekst og bransjer med stor superprofitt. I modne og stabile bransjer er det derimot nærliggende å fremskrive stabiliteten, og dermed

velge en kortere budsjettperiode. Knivsflå (F13, 2016, s. 12) peker også på at kvaliteten på regnskapsrapporteringen påvirker valg av budsjettperiode.

Fiskerinæringen, og spesielt oppdrettsbransjen, er en syklisk bransje hvor avkastningen potensielt kan variere betydelig fra år til år. Budsjettperioden bør være lang nok til å inkludere både opp- og nedturer i syklusen, noe som tilsier en budsjettperiode på over tre år.

Videre er det fortsatt vekst i bransjen, noe som tilsier at det tar tid før bransjen er i *steady state*. Grunnet den høye lakseprisen i første kvartal 2016 og forventninger om fortsatt høy laksepris fremover, er det nærliggende å tenke seg at bransjen vil ha betydelig vekst på kort sikt. Deretter forventer man at bransjen beveger seg mot konstant vekst. En budsjettperiode på over fem år er derfor naturlig.

AUSS rapporterer etter IFRS, noe som gir et tilfredsstillende detaljnivå i rapporteringen. Dette gjør at en kan akseptere en kortere periode.

Basert på forholdene presentert over setter vi en budsjettperiode på ti år, altså fra 2015 til 2025. 2025 vil dermed utgjøre tidspunkt T. I tillegg legger vi til to ekstra år med konstant vekst, som vil være henholdsvis T+1 og T+2.

### 9.3.2 Valg av detaljnivå

Valg av detaljnivå i fremskrivningsprosessen knytter seg til antall budsjett drivere som blir benyttet. Antall budsjett drivere man bør velge avhenger av budsjettperioden. Et stort antall budsjett drivere vil gi et detaljert bilde på kort sikt, da det er mindre usikkerhet rundt estimatene. På lang sikt vil derimot usikkerheten være veldig høy ved bruk av mange budsjett drivere. Dette fordi det er veldig liten sannsynlighet for å treffe med alle prediksjonene.

Det motsatte gjelder for få budsjett drivere. Få drivere vil gi et lite detaljert bilde på kort sikt, men kanskje treffe bedre på lang sikt. Da vår budsjettperiode er på ti år, vil det være fornuftig med ni budsjett drivere. Driverne vil bli presentert i 9.4 (*Budsjett drivere i budsjettperioden*).

### 9.3.3 Fremskrivningsteknikk

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet gjøres ved å fastsette budsjettverdier for driverne på bestemte tidspunkter, for så å la verdien utvikle seg lineært mellom punktene. De fastsatte budsjettverdiene settes for spesifikke år på kort-, mellomlang- og lang sikt. På kort sikt vil en kunne justere aktuelle drivere, basert på konkrete forhold som med rimelig sikkerhet vil påvirke verdien på driveren. På lang sikt vil det derimot være mer nærliggende at driverne går mot gjennomsnittet i bransjen eller realveksten i verdensøkonomien.

For å håndtere usikkerhet i de ulike budsjettdriverne finnes det to alternative estimeringsmetoder, scenariobudsjettering og simulering- og sensitivitetsanalyse. Ved scenariobudsjettering vil det utarbeides flere ulike budsjetter med ulike syn på utviklingen i driverne. Ved simulering- og sensitivitetsanalyse utarbeides det derimot ett budsjett med den mest sannsynlige utviklingen i driverne. I praksis det virker som simulering- og sensitivitetsanalyser er foretrukket (Knivsflå, F13, 2016, s. 40). Den videre analysen vil ta utgangspunkt i den mest sannsynlige utviklingen, der usikkerheten vil bli tatt høyde for gjennom simulering- og sensitivitetsanalyse.

Budsjettdriverne baseres på *inngående kapital* over budsjettperioden, grunnet forutsetningen i fundamental verdsettelse om at kontantstrømmene blir realisert i slutten av hver periode.

## 9.4 Budsjettdriverne i budsjettperioden

I de etterfølgende avsnittene vil de ni budsjettdriverne som er lagt til grunn i fremtidsregnskapet presenteres.

### 9.4.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntekter er som nevnt tidligere den viktigste årsaken til selskapsvekst. Over analyseperioden har AUSS hatt en tidsvektet gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 5,98 %. Mye av veksten stammer fra vekst i oppdrettsdelen gjennom Lerøy, der oppkjøp og konsesjonsanskaffelser har bidratt til høy vekst. Den pelagiske delen har ikke hatt samme vekst. Dette resulterer i en lavere vekst for AUSS totalt sett enn for de sammenlignbare rene oppdrettsselskapene.

Selv om 5,98 % er lavere enn de sammenlignbare oppdrettsselskapene, virker 5,98 % å være en urealistisk vekst i *steady state*. På lang sikt kan en ikke vokse mer en verdens realvekst pluss inflasjon. En langsiktig konstant vekst bør derfor ikke overstige 5,00 % (Knivsflå, F13, 2016, s. 60). Dette forklares med at vekst utover verdens realvekst til slutt vil resultere i at selskapet utgjør hele verdensøkonomien.

Hovedkildene til vekst i driftsinntektene for AUSS er vekst i volum og pris, og dette er også avgjørende for konstant vekst. Vekst i volum styres av juridiske-, biologiske- og geografiske forhold, noe som i dag bidrar til å begrense veksten. Konesjons- og kvotesystemet hindrer nyetableringer i bransjen samt organisk vekt hos etablerte aktører. Andre juridiske begrensninger har bakgrunn i mål om bærekraftig utvikling i bransjen, både innen oppdrett og pelagisk. Spesielt kvotebegrensninger i Sør-Amerika har gitt volummessige utfordringer for AUSS under analyseperioden.

Landbaserte oppdrettsanlegg for laks og andre fiskearter representerer en liten miljømessig risiko, og kan derfor være en kilde til volumvekst. Oppdrettere har derimot til nå vært forsiktige, grunnet store investeringskostnader og høye produksjonskostnader. Sykdomsutbrudd i oppdrettsanlegg er også en stor utfordring for bransjen, og en potensiell demper for veksten. I forhold til oppdrett i merder vil det også foreligge geografiske begrensninger, da mulige og egnede oppdrettsområder i verden vil sette et «tak» for produksjonen.

Prisnivået for både laks og fiskemel og -olje er i stor grad avhengig av tilbud og etterspørsel i markedet. I de siste årene, og spesielt i første kvartal i 2016, har vi observert høye laksepriser. Prisveksten er i stor grad drevet av tilbudssvikt, der store biologiske utfordringer i Sør-Amerika har ført til redusert tilbud. Normal produksjon kan forventes på sikt, noe som vil øke tilbudet og dermed redusere prisene. Potensielle vekstmarkeder, spesielt i Asia, vil likevel kunne øke etterspørselen, og dermed redusere virkningen av økt tilbud. På lang sikt er det likevel nærliggende at dagens prisnivå reduseres, hvilket vil gi utslag i driftsinntektsveksten.

Videre vil driftsinntektsveksten bestemmes på kort-, mellomlang- og lang sikt.

### **Driftsinntektsvekst på kort sikt – 2016 og 2017**

Driftsinntektsveksten i 2016 og 2017 er basert på kvalitativ analyse av fiskerinæringen. I følge Fish Pool er forventningene at prisene på laks vil holde seg over 50 kr/kg ut 2017. I 2016 er den gjennomsnittlige prisen på laks forventet å øke med nesten 31 %, til 55,3 kr/kg. Videre er prisene estimert til å synke 6 % i 2017, til en snittpris på 51,9 kr/kg (Fish Pool, u.d.). De høye prisene kan dermed føre til en opprettholdelse av driftsinntektsveksten de neste to årene. Betydelig vekst i volum innen oppdrett er begrenset, som tidligere beskrevet.

Basert på AUSS sin presentasjon for Q4 2015 er det lite som tilsier betydelig vekst innen pelagisk, noe som gjør at den forventede veksten i stor grad kommer fra oppdrett. Vi forventer en driftsinntektsvekst på 22 % i 2016 og -4 % i 2017 for AUSS totalt, med bakgrunn i den ekstreme prisveksten i 2016 og reverseringen i 2017. Vi vil ikke se et en-til-en forhold mellom lakseprisen og driftsinntektsveksten, da omtrent 25 % av inntektene i selskapet kommer fra pelagisk fiske- og produksjon. I tillegg vil også andre interne- og eksterne faktorer kunne påvirke driftsinntektsveksten.

### **Driftsinntektsvekst på mellomlang sikt – 2018 til 2021**

Ser vi videre på Fish Pools forward priser for laks, synker prisene jevnt ned mot 39 kr/kg i 2021. Dette er en reduksjon på nesten 25 % fra 2017. Prisene forventes dermed å reduseres fra dagens nivå, noe som vil påvirke driftsinntektsveksten. Prisreduksjon vil, sammen med begrensede muligheter for betydelig volumvekst, føre til videre negativ driftsinntektsvekst frem til 2021.

Det er lite som tilsier at veksten i pelagisk skal øke betydelig på mellomlang sikt, da mye er knyttet til kvotereguleringer. Vi estimerer dermed veksten til -6 % i 2021. Da vi har lineær sammenheng fra 2017 til 2021, vil summen av de negative utviklingene gjenspeile den underliggende prisreduksjonen i markedet.

I forhold til historisk utvikling i oppdrettsnæringen er det naturlig å forvente en nedgangssyklus i nær fremtid. Basert på Fish Pool sine estimater ser vi dermed at en ny bunn kanskje vil forme seg i 2021. Lakseprisen i 2021 er likevel estimert til å være betydelig høyere enn den har vært i tidligere bunner.

### Driftsinntektsvekst på lang sikt – 2022 til 2025

I perioden 2022 til 2025 forventes driftsinntektene å konvergere mot veksten i *steady state*. Det forventes befolkningsvekst, noe som fører til økt etterspørsel etter sjømat på globalt nivå. Videre forventes etterspørselsveksten å overgå tilbudsveksten. Dette fordi det er lite som tilsier en betydelig økning i produksjon innen oppdrett eller pelagisk. Alternative produksjonsmetoder innen oppdrett kan bidra til å øke volumveksten, men per i dag er kostnadsnivået ikke konkurransedyktig i forhold til de tradisjonelle merdene.

På lang sikt tror vi at veksten i driftsinntekter vil være noe lavere enn den historiske veksten. Vi forventer at fiskerinæringen beveger seg inn i en moden fase med mer moderat vekst, noe som korresponderer med realveksten i verden. Fra 2022 til 2025 forventes dermed driftsinntektsveksten å bevege seg mot en konstant vekst på 4 %.

### Oppsummering driftsinntektsvekst

Fiskerinæringen vil fortsatt være i vekst over budsjettperioden og inn i *steady state*. Vekst i analyseperioden har vært påvirket av sykluser, og historisk sett burde en nedgangssyklus inntreffe om kort tid. Dette er likevel mindre sannsynlig med tanke på tilbudsunderskuddet som er i markedet per i dag. Vi forventer likevel redusert driftsinntektsvekt mot *steady state* i 2025, basert på reduksjon i lakseprisen og moderat tilbudsvekst. Figur 9-4 og tabell 9-2 illustrerer den historiske- og den fremtidige driftsinntektsveksten i budsjettperioden.



Figur 9-4 Driftsinntektsvekst til AUSS i analyse- og budsjettperioden

Budsjettdriver	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntektsvekst	div	20,00 %	-4,00 %	-4,50 %	-5,00 %	-5,50 %	-6,00 %	-3,50 %	-1,00 %	1,50 %	4,00 %	4,00 %

Tabell 9-2 Driftsinntektsvekst til AUSS i perioden 2016-2027

### 9.4.2 Netto driftsresultat

Over budsjettperioden blir netto driftsresultat budsjettet ved å multiplisere driftsinntekter med netto driftsmargin, som vist i formelen under. Driftsresultatet avhenger da av de to budsjettdriverne. Driftsinntektene er allerede budsjettet i 9.4.1 slik at fokus her blir å estimere netto driftsmargin over budsjettperioden.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Over analyseperioden har netto driftsmargin blitt utsatt for relativt store svingninger, mye på grunn av utviklingen i lakseprisen. AUSS har også vist å ha en liten marginulempen i forhold til bransjen, da gjennomsnittsmarginen til AUSS og bransjen var henholdsvis 9,01 % og 10,28 %. AUSS har hatt en mer stabil margin, noe som kan forklares med selskapets differensiering, både når det kommer til produkter og geografisk plassering. Det er tydelig at forskjellene er mindre i perioder med lav laksepris og større i perioder med høy pris.

#### **Netto driftsmargin på kort sikt – 2016 og 2017**

De neste to årene forventes marginene å være høye, på linje med gode år i laksenæringen. Marginutviklingen er i stor grad drevet av høye laksepriser. Det må likevel trekkes frem at sykdommer i bestanden vil kunne øke kostnadene, og dermed redusere marginer i normalt gode år.

Som diskutert i kapittel 8 skyldes marginulempen til AUSS i stor grad høyere varekostnader enn bransjen. Grunnet stor forhandlingsmakt hos leverandørene av fiskefôr, og begrensede muligheter for etablering av egen fôrproduksjon på kort sikt, vil det være nærliggende å tro at ulempen vil vedvare.

Samlet sett vil årene 2016 og 2017 med stor sannsynlighet være gode år for AUSS og bransjen generelt, mye grunnet den høye lakseprisen. Vi forventer dermed marginer på henholdsvis 11 % og 10 % for de kommende årene. Nedgang i marginen i 2017 begrunnes med forventet nedgang i lakseprisen.

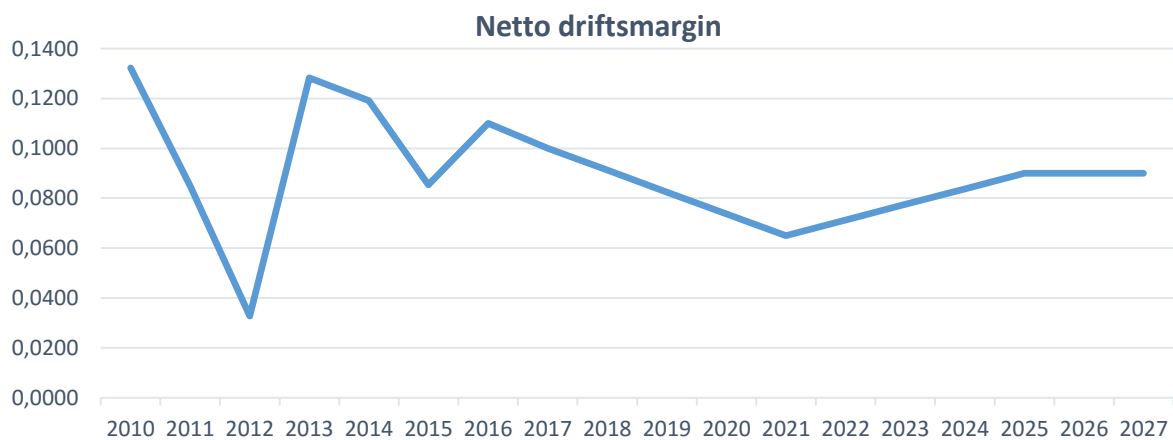
#### **Netto driftsmargin på mellomlang sikt – 2018 til 2021**

Basert på den estimerte prisutviklingen i laks, forventes det også lavere netto marginer frem mot 2021. Det vil videre kunne være vanskelig å eliminere ut hele marginulempen innen

2021. Dermed forventer vi at netto driftsmarginen går mot 6,5 % i 2021, da det estimeres å være en bunn i budsjettperioden. Fish Pool sitt estimat på 39 kr/kg i 2021 gjør at en også kan forvente en høyere margin enn tidligere bunner, hvor lakseprisene var nede i 27 kr/kg.

### Netto driftsmargin på lang sikt – 2022 til 2025

Etter 2021 forventes prisene å stige basert på etterspørselsveksten og den begrensede tilbudsveksten. På lang sikt er det videre plausibelt at varekostnadene blir tilnærmet lik bransjen, og dermed elimineres AUSS sin marginulempe. Dette kan AUSS oppnå ved enten å presse leverandørene til å gi gunstigere betingelser eller eventuelt starte egen fôrproduksjon. Vi forventer dermed at netto driftsmarginen på lang sikt vil bevege seg mot bransjesnittet, slik at AUSS verken har en marginulempe eller -fordel i *steady state*. Vi mener derimot at netto driftsmargin for bransjen vil ligge litt under gjennomsnittet for analyseperioden, fordi *steady state* skal inneholde hele sykluser. Vi forventer en *ndm* på 9 % i *steady state*. Figur 9-6 og tabell 9-4 illustrerer utviklingen i netto driftsmargin og netto driftsresultat.



Figur 9-5 Utvikling i netto driftsmargin til AUSS i analyse- og budsjettperioden

Netto driftsresultat	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	18 115 133	17 390 528	16 607 954	15 777 556	14 909 791	14 015 203	13 524 671	13 389 425	13 590 266	14 133 877	14 699 232	15 287 201
Netto driftsmargin	0,1100	0,1000	0,0913	0,0825	0,0738	0,0650	0,0713	0,0775	0,0838	0,0900	0,0900	0,0900
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>1 992 665</b>	<b>1 739 053</b>	<b>1 515 476</b>	<b>1 301 648</b>	<b>1 099 597</b>	<b>910 988</b>	<b>963 633</b>	<b>1 037 680</b>	<b>1 138 185</b>	<b>1 272 049</b>	<b>1 322 931</b>	<b>1 375 848</b>

Tabell 9-3 Utvikling i netto driftsresultat til AUSS i perioden 2016-2027

### 9.4.3 Netto finansiell gjeld

Utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettperioden påvirkes av utviklingen i finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld er dermed avhengig av kapitalstrukturen i selskapet.

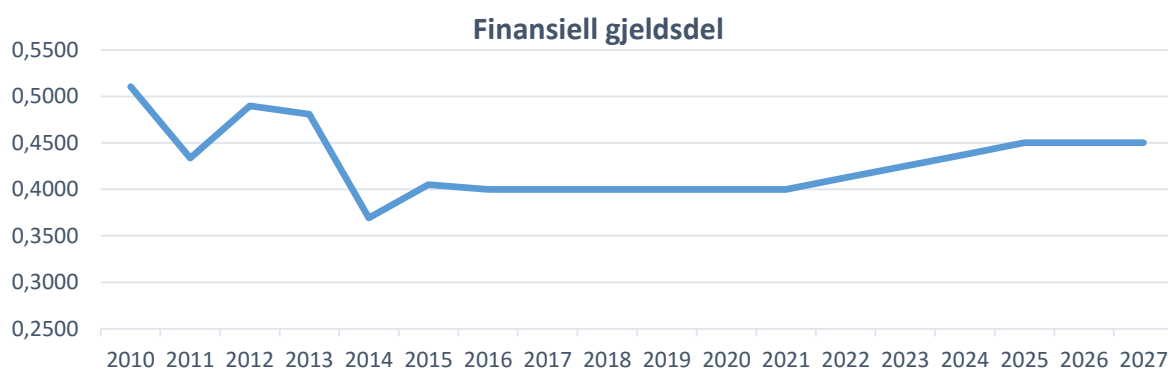


### 9.4.3.1 Finansiell gjeldsdel

For å finne den budsjetterte finansielle gjelden fremskrives den finansielle gjeldsdelen (*fgd*). Gjelden finnes da ved å multiplisere den fremskrevne finansielle gjeldsdelen med årets netto driftseiendeler, som vist i 9.4.4.3 (*Oppsummering – netto finansiell gjeld*).

Den gjennomsnittlige finansielle gjeldsdelen til AUSS har i analyseperioden vært 46,25 %, mens bransjesnittet har vært 40,36 %. Dette tilsier at AUSS i gjennomsnitt er mer gjeldsfinansiert enn bransjesnittet. Typisk *fgd* på Oslo Børs har historisk vært rundt 50 %. For videre vekst innen fiskerinæringen er man avhengig av oppkjøp eller store investeringer i nye produksjonsmetoder. Det forventes at større investeringer vil forekomme i bransjen innen 2025, noe som tilsier at selskapene enten må gjennomføre emisjoner eller finansiere investeringene ved låneopptak. Det er derimot ikke gitt signaler fra ledelsen i AUSS om mulig større investeringer de neste to årene. Den finansielle gjeldsdelen forventes dermed å ligge på nivået i 2015.

Som diskutert over, er det nærliggende å tro at AUSS vil gjennomføre større investeringer på lang sikt. Dette vil kunne føre til økt finansiell gjeldsdel, gitt lånefinansiering av investeringer. Vi vil likevel forvente at AUSS og bransjen sin *fgd* vil ligge noe under snittet på Oslo Børs, og dermed være 45 % i *steady state*. Utviklingen i finansiell gjeldsdel er illustrert i figur 9-7.

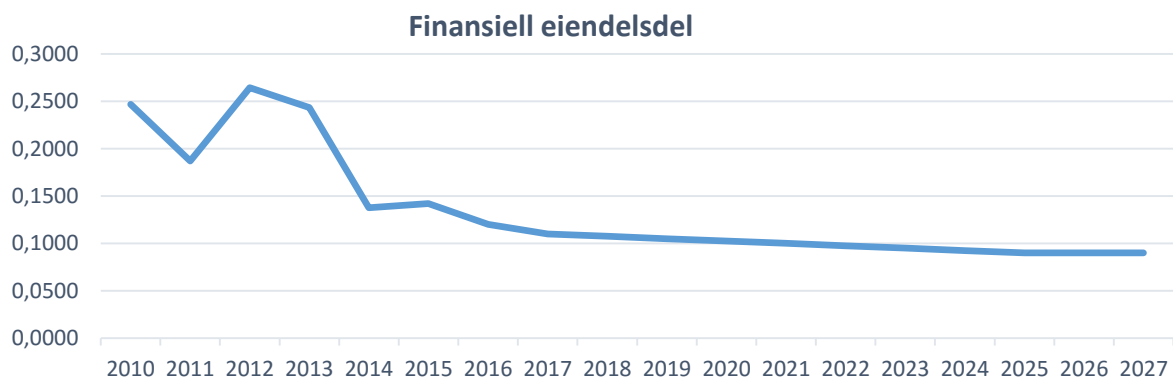


Figur 9-6 Utvikling i finansiell gjeldsdel til AUSS i analyse- og budsjettperioden

### 9.4.3.2 Finansiell eiendelsdel

De finansielle eiendelene blir regnet ut på samme måte som gjelden gjennom fremskrivning av den finansielle eiendelsdelen (*fed*). Videre gir produktet av den finansielle eiendelsdelen og netto driftseiendeler den finansielle eiendelen i budsjettperioden, som vist i 9.4.4.3 (*Oppsummering – netto finansiell gjeld*).

Over analyseperioden har AUSS hatt en gjennomsnittlig *fed* på 20,36 %. Dette er betydelig høyere enn gjennomsnittet i bransjen som ligger på 10,93 %. AUSS sin gjennomsnittlige *fed* er høy, både i forhold til bransjen og ellers på Oslo Børs. Det interessante er at mesteparten av de finansielle eiendelene er kontanter. Selskapet har gjennom hele analyseperioden hatt en stor kontantbeholdning, og det kan virke som at ledelsen verdsetter høy likviditet. Fra et styringsperspektiv er ikke mye kontanter nødvendigvis optimalt, og man kan forvente at den finansielle eiendelsdelen går mot gjennomsnittet i bransjen. Vi forventer dermed at *fed* går mot bransjesnittet på 10 % i 2025. Figur 9-8 illustrerer utviklingen i *fed*.



Figur 9-7 Utvikling i finansiell eiendelsdel til AUSS i analyse- og budsjettperioden

### 9.4.3.3 Oppsummering – Netto finansiell gjeld

Som diskutert i de foregående avsnittene vil finansiell gjeld og -eiendeler regnes ut ved å multiplisere de respektive delene med netto driftseiendeler. Tabell 9-5 viser utregningen og utviklingen i både finansiell gjeld og -eiendeler, samt netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	$NDE_t$	19 322 809	18 453 282	17 530 618	16 566 434	15 572 448	14 621 266	14 094 131	13 938 734	14 133 877	14 699 232	15 287 201	15 898 689
Finansiell gjeldsdel	$fgd_t$	0,4000	0,4000	0,4000	0,4000	0,4000	0,4000	0,4125	0,4250	0,4375	0,4500	0,4500	0,4500
<b>Finansiell gjeld</b>	$FG_t$	<b>7 729 124</b>	<b>7 381 313</b>	<b>7 012 247</b>	<b>6 626 574</b>	<b>6 228 979</b>	<b>5 848 506</b>	<b>5 813 829</b>	<b>5 923 962</b>	<b>6 183 571</b>	<b>6 614 654</b>	<b>6 879 240</b>	<b>7 154 410</b>
Netto driftseiendeler	$NDE_t$	19 322 809	18 453 282	17 530 618	16 566 434	15 572 448	14 621 266	14 094 131	13 938 734	14 133 877	14 699 232	15 287 201	15 898 689
Finansiell eiendelsdel	$fed_t$	0,12000	0,11000	0,10750	0,10500	0,10250	0,10000	0,09750	0,09500	0,09250	0,09000	0,09000	0,09000
<b>Finansielle eiendeler</b>	$FE_t$	<b>2 318 737</b>	<b>2 029 861</b>	<b>1 884 541</b>	<b>1 739 476</b>	<b>1 596 176</b>	<b>1 462 127</b>	<b>1 374 178</b>	<b>1 324 180</b>	<b>1 307 384</b>	<b>1 322 931</b>	<b>1 375 848</b>	<b>1 430 882</b>
<b>Netto finansielle gjeld</b>	$NFG_t$	<b>5 410 386</b>	<b>5 351 452</b>	<b>5 127 706</b>	<b>4 887 098</b>	<b>4 632 803</b>	<b>4 386 380</b>	<b>4 439 651</b>	<b>4 599 782</b>	<b>4 876 187</b>	<b>5 291 723</b>	<b>5 503 392</b>	<b>5 723 528</b>

Tabell 9-4 Utvikling i netto finansiell gjeld til AUSS i perioden 2016-2027

### 9.4.4 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad består av komponentene finanskostnad og finansinntekt. Finanskostnaden beregnes ved å multiplisere *gjeldsrenten* med inngående finansiell gjeld, mens finansinntekten beregnes ved å multiplisere *finansiell eiendelsrentabilitet* med inngående finansielle eiendeler. Utregningen er vist i 9.4.5.3 (*Oppsummering – Netto finanskostnader*).

#### 9.4.4.1 Finansiell gjeldsrente

I kapittel 8 regnet vi ut at AUSS har en gjennomsnittlig finansieringsulempe på -1,35 % i analyseperioden, noe som tilsier at gjeldsrenten i snitt var 1,35 % prosentpoeng over kravet. Forskjellen kan tyde på usikkerhet rundt kredittrisikopremien. Vi forventer imidlertid at et effektivt kapitalmarked og verdibasert rapportering etter IFRS vil jevne ut forskjellene, slik at gjeldsrenten blir lik gjeldskravet på lang sikt ( $fgr=fgk$ ). Vi setter derfor gjeldsrenten lik gjeldskravet fra og med 2016.

Det er viktig å være klar over at en slik forutsetning vil medføre dramatisk nedgang i finanskostnader, noe som kan gi et kunstig bra resultat. Teori tilsier likevel at finansiering ikke er en kilde til verken fordel eller ulempe i et effektivt marked (Knivsflå, F10, 2016, s. 69). Problemstillingen underbygger spørsmålet om  $fgk$  er satt for lavt i forhold til hva som er realistisk i dagens marked. Den lave  $fgk$  og forutsetningen om at  $fgk=fgr$  vil ha effekt på den kommende verdsettelsen. Forutsetningen vil bli ytterligere kommentert i 11.6 (*Drøfting av fundamentalt verdiestimat*), og her vil vi også gå inn på den kvantitative påvirkningen dette har for verdiestimatet. Vi velger likevel å følge teorien og rammeverket, men tar høyde for usikkerheten i totalvurderingen.

#### 9.4.4.2 Finansiell eiendelsrentabilitet

I kapittel 8 regnet vi ut at AUSS har en marginal finansieringsfordel til finansielle eiendeler i analyseperioden på 0,08 %. Som for finansiell gjeldsrente, sier teorien at finansiell eiendelsrentabilitet ikke er en kilde til verken fordel eller ulempe i et effektivt kapitalmarked. Vi forutsetter videre i budsjettperioden at den finansielle eiendelsrentabilitet er lik kravet til finansielle eiendeler ( $fer=fek$ ). Den finansielle gjeldsrentabiliteten er vist i tabell 9-6.

#### 9.4.4.3 Oppsummering – Netto finanskostnader

Tabell 9-6 presenterer utregningen av finanskostnad, finansinntekt og netto finanskostnad.

Netto finanskostnader	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansiell gjeld	$FG_{IB}$	7 308 555	7 729 124	7 381 313	7 012 247	6 626 574	6 228 979	5 848 506	5 813 829	5 923 962	6 183 571	6 879 240
Finansiell gjeldsrente	$fgr=fgk$	0,0143	0,0137	0,0144	0,0150	0,0156	0,0161	0,0198	0,0236	0,0273	0,0310	0,0310
<b>Finanskostnad</b>	<b>FK</b>	<b>104 147</b>	<b>105 503</b>	<b>106 180</b>	<b>104 973</b>	<b>103 076</b>	<b>100 536</b>	<b>116 064</b>	<b>136 916</b>	<b>161 458</b>	<b>191 443</b>	<b>212 981</b>
Finansielle eiendeler	$FE_{IB}$	2 564 982	2 318 737	2 029 861	1 884 541	1 739 476	1 596 176	1 462 127	1 374 178	1 324 180	1 307 384	1 322 931
Finansiell gjeldsrentat	$fer=fek$	0,0067	0,0071	0,0090	0,0107	0,0124	0,0141	0,0190	0,0239	0,0287	0,0334	0,0334
Finansinntekt	FI	17 118	16 564	18 315	20 232	21 642	22 570	27 820	32 797	37 949	43 671	44 190
<b>Netto finanskostnader</b>	<b>NFK</b>	<b>87 029</b>	<b>88 939</b>	<b>87 865</b>	<b>84 741</b>	<b>81 434</b>	<b>77 966</b>	<b>88 244</b>	<b>104 119</b>	<b>123 508</b>	<b>147 772</b>	<b>167 023</b>

Tabell 9-5 Utvikling i netto finanskostnad til AUSS i perioden 2016-2027

### 9.4.5 Minoritetsinteresser

I budsjettperioden blir minoritetsinteresser fastsatt ved å multiplisere minoritetsdelen med netto driftskapital. Minoritetsdelen i AUSS har vært stabil høy i analyseperioden med et gjennomsnitt på 23,78 %. Dette er betydelig mer enn bransjesnittet, der det kun er Marine Harvest og SalMar som har marginale minoritetsinteresser. Da AUSS er differensiert og består av flere selskaper innen både oppdrett og pelagisk er det naturlig at AUSS har en høyere minoritetsdel enn bransjen.

Hva som er optimal strategi i henhold til minoritetsinteresser avhenger i stor grad av datterselskapenes lønnsomhet. I tilfeller med lønnsomme datterselskaper vil det eksempelvis være av majoritetens interesse å «skvise» ut minoritetsinteresser (Knivsflå, F14, 2016, s. 50). Det vil ikke være naturlig å bruke bransjesnittet som en målestokk for optimal fremtidig minoritetsdel, da konkurrentene i bransjesnittet driver mer konsentrert enn AUSS. Vi tror likevel AUSS vil «skvise» ut minoritetsinteresser i lønnsomme datterselskaper.

Man forventer ikke dramatisk nedgang i minoritetsinteressene de neste to årene, da fiskerinæringen er lønnsom. I en slik situasjon vil det være naturlig for minoriteten å holde på posisjonene. På lang sikt vil det derimot være naturlig at AUSS reduserer minoritetsinteressene, og vi forventer at minoritetsinteressene vil gå mot 20 % i 2025. AUSS vil fremdeles ha høyere minoritetsinteresser enn bransjesnittet, noe som vil reflektere AUSS sin differensiering. Tabell 9-7 viser utviklingen til minoritetsinteressene i AUSS.

Minoritetsinteresser	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2	
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	19 322 809	18 453 282	17 530 618	16 566 434	15 572 448	14 621 266	14 094 131	13 938 734	14 133 877	14 699 232	15 287 201	15 898 689
Minoritetsdel	<i>mid</i>	0,2300	0,2200	0,2150	0,2100	0,2050	0,2000	0,2000	0,2000	0,2000	0,2000	0,2000	0,2000
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b><i>MI</i></b>	<b>4 444 246</b>	<b>4 059 722</b>	<b>3 769 083</b>	<b>3 478 951</b>	<b>3 192 352</b>	<b>2 924 253</b>	<b>2 818 826</b>	<b>2 787 747</b>	<b>2 826 775</b>	<b>2 939 846</b>	<b>3 057 440</b>	<b>3 179 738</b>

Tabell 9-6 Utvikling i minoritetsinteresser til AUSS i perioden 2016-2027

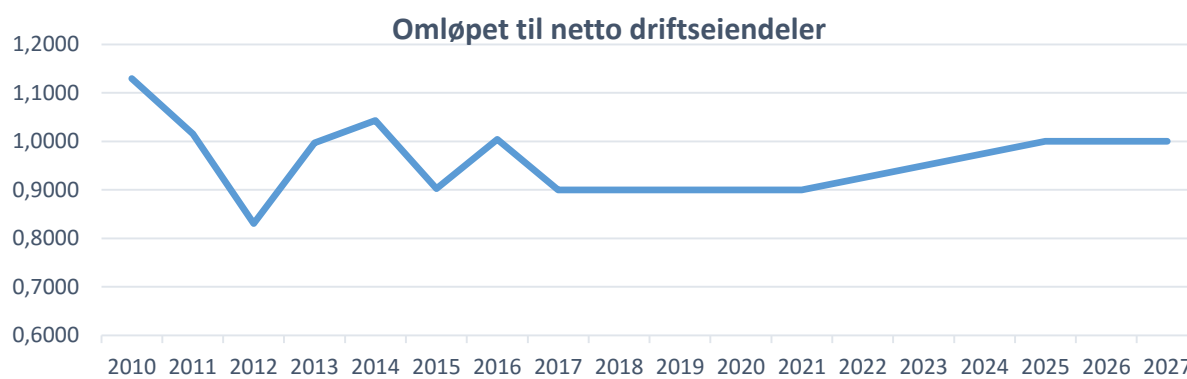
### 9.4.6 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler blir påvirket av utviklingen i driftsinntekter og omløpet til netto driftseiendeler. Utviklingen i driftsinntekter er drøftet i 9.4.1 (*Driftsinntektsvekst*), mens omløpet budsjetteres basert på innsikt fra den strategiske analysen av AUSS. Omløpet har vært relativt stabilt i analyseperioden, og det forventes at det vil fortsette å være stabil i budsjettperioden. Stabiliteten utgjør en fordel ved estimering frem i tid. Den viktigste usikkerheten ved estimering av netto driftseiendeler er driftsinntektene. Ved å regne ut driftseiendeler basert på sammenhengen mellom driftsinntekt og omløp vil vi implisitt

forutsette at driftseiendelene vokser i takt med driftsinntektene. Dette er derimot ikke en plausibel forutsetning. I budsjettperioden vil usikkerheten bli tatt hensyn til gjennom justeringer i omløpet til netto driftseiendeler.

Over analyseperioden har omløpet til netto driftseiendeler vært 0,98 for AUSS, noe som er lavere enn bransjesnittet på 1,02. Som diskutert i 8.4.3.2 (*Omløpsfordel*) har AUSS en liten omløpsulempe, og dette skyldes i stor grad at den pelagiske delen av AUSS ikke klarer å skape like mye inntekter per driftseiendel som oppdrettsdelen. En rimelig antakelse er at omløpet over tid vil konvergere mot bransjesnittet, også kalt «mean reversioning». Under konstant vekst forventes omløpet til driftseiendeler å være lik bransjesnittet på 1,00. På kort sikt ser vi derimot at omløpshastigheten vil være lavere som følge av negativ driftsinntektsvekst.

På bakgrunn av antakelsen om «mean reversioning» forventer vi at omløpet til driftseiendelene vil øke opp mot bransjesnittet. Videre forventer vi at økt effektivisering av tidligere investeringer og effekt av markedsføringen til Lerøy vil gi et høyere omløp i budsjettperioden. Utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler er presentert i figur 9-5.



Netto driftseiendeler over budsjettperioden er regnet ut ved hjelp av de forventede driftsinntektene og omløpet for driftseiendelene i perioden etter. Sammenhengen er vist ved formelen under og i tabell 9-3.

$$\text{Driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}_{t+1}}$$



År	1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020	6 2021	7 2022	8 2023	9 2024	T 2025	T+1 2026	T+2 2027
Driftsinntekter (t+1)	18 115 133	17 390 528	16 607 954	15 777 556	14 909 791	14 015 203	13 524 671	13 389 425	13 590 266	14 133 877	14 699 232	15 287 201
Omløpet til netto driftseiendeler (t+1)	1,0042	0,9000	0,9000	0,9000	0,9000	0,9000	0,9250	0,9500	0,9750	1,0000	1,0000	1,0000
Netto driftseiendeler (t)	18 039 174	19 322 809	18 453 282	17 530 618	16 566 434	15 572 448	14 621 266	14 094 131	13 938 734	14 133 877	14 699 232	15 287 201

Tabell 9-7 Netto driftseiendeler til AUSS i perioden 2016-2027

Det er verdt å merke seg at sammenhengen som modellen benytter fører til en reduksjon i netto driftseiendeler frem til 2025 før det øker igjen. Tilsvarende syklus er også tilfelle for egenkapitalen, som regnes ut implisitt i modellen. Modellen bygger på at utbyttet finansieres av resultat og nedbygging av egenkapitalen, og dette medfører unaturlig høye utbyttebetalinger i flere år. En slik situasjon er ikke realistisk da AUSS har en tradisjon for å bygge selskapet og ikke betale ut mer enn 40 % av nettoresultatet i utbytte. Vi velger likevel å følge modellen, men tar i betraktning at modellen fører til unormalt høyt utbytte.

#### 9.4.7 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat fastsettes ved å multiplisere minoritetsrentabiliteten (*mir*) med inngående minoritetsinteresser. Over analyseperioden har AUSS en gjennomsnittlig minoritetsulempe på -4,80 %, noe som viser at AUSS ikke har klart å «skvise» ut minoriteten. En rimelig forutsetning vil likevel være at minoritetsrentabiliteten er lik fremtidskravet til minoritetsinteressene på lang sikt. Minoritetskravet er lik egenkapitalkravet pluss en illikviditetspremie på 2,00 %, som diskutert i kapittel 8. På kort sikt er det derimot lite sannsynlig at AUSS klarer å skvise ut minoriteten i lønnsomme datterselskaper. Vi forventer dermed at *mir* vil være noe høyere enn minoritetskravet på kort- og mellomlang sikt, men at *mir* går mot *mik* på lang sikt. Tabell 9-8 viser utregningen av minoritetsresultatet.

Minoritetsresultat		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Minoritetsinteresser	$M_{I,B}$	4 574 777	4 444 246	4 059 722	3 769 083	3 478 951	3 192 352	2 924 253	2 818 826	2 787 747	2 826 775	2 939 846	3 057 440
Minoritetsrentabilitet	<i>mir</i>	0,2000	0,1500	0,1375	0,1250	0,1125	0,1000	0,1008	0,1016	0,1024	0,1032	0,1045	0,1045
Minoritetsresultat	<i>MIR</i>	914 955	666 637	558 212	471 135	391 382	319 235	294 765	286 393	285 465	291 723	307 083	319 366

Tabell 9-8 Utvikling i minoritetsresultat i AUSS i perioden 2016-2027

## 9.5 Fremtidsregnskap

På bakgrunn av resultatene fra de foregående avsnittene vil AUSS sitt fremtidsregnskap presenteres. Fremtidsregnskapet inkluderer resultatregnskap, balanseoppstilling og fri kontantstrøm for det enkelte år gjennom budsjettperioden.

### 9.5.1 Fremtidsregnskap

Som beskrevet i 9.2.2 (*Analyse av historisk egenkapitalvekst*) forutsetter vi normalisert resultat i budsjettperioden. Dette innebærer at unormale poster trekkes ut grunnet manglende mulighet til å predikere unormale omstendigheter.

Videre vil posten *fri kontantstrøm til egenkapital* være lik *netto betalt utbytte (NBU)*, ettersom posten er regnet ut residualt ved at endringen i egenkapital er hentet fra fremtidsbalansen. *NBU* er dermed forskjellen mellom fullstendig nettoresultat og endringen i egenkapital. Det er verdt å merke seg at denne metoden skaper en høyere utbetalingsprosent enn i analyseperioden. Gjennomsnittlig *NBU* i budsjettperioden er 126 %, noe som også er over AUSS sin målsetning på 20-40 %. Dette kan tyde på at de predikerte *NBU* er betydelig overvurdert. Det vil være mer naturlig for styret i AUSS å holde seg til den strategiske målsettingen om utbytte og på denne måte bygge egenkapital. Modellen blir dermed noe misvisende på dette punktet.

Resultatregnskap		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	<i>DI</i>	18 115 133	17 390 528	16 607 954	15 777 556	14 909 791	14 015 203	13 524 671	13 389 425	13 590 266	14 133 877	14 699 232	15 287 201
Netto driftsresultat	<i>NDR</i>	1 992 665	1 739 053	1 515 476	1 301 648	1 099 597	910 988	963 633	1 037 680	1 138 185	1 272 049	1 322 931	1 375 848
Netto finansinntekt	<i>NFI</i>	17 118	16 564	18 315	20 232	21 642	22 570	27 820	32 797	37 949	43 671	44 190	45 958
Nettoresultat til sysselsatt kapital	<i>NRS</i>	2 009 782	1 755 617	1 533 791	1 321 881	1 121 239	933 558	991 453	1 070 477	1 176 134	1 315 720	1 367 121	1 421 806
Netto finanskostnad	<i>NFK</i>	-104 147	-105 503	-106 180	-104 973	-103 076	-100 536	-116 064	-136 916	-161 458	-191 443	-204 790	-212 981
Netto minoritetsresultat	<i>NMR</i>	-914 955	-666 637	-558 212	-471 135	-391 382	-319 235	-294 765	-286 393	-285 465	-291 723	-307 083	-319 366
Nettoresultat til egenkapital	<i>NRE</i>	990 680	983 477	869 399	745 772	626 781	513 787	580 625	647 169	729 211	832 553	855 249	889 459
Unormalt resultat til egenkapital	<i>UNRE</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	<i>FNR</i>	990 680	983 477	869 399	745 772	626 781	513 787	580 625	647 169	729 211	832 553	855 249	889 459
Fri kontantstrøm til egenkapital	<i>FKE</i>	243 328	1 409 545	1 277 677	1 179 217	1 079 873	950 447	1 055 604	931 618	849 503	795 805	596 542	620 404
Endring i egenkapital	<i>ΔEK</i>	747 352	-426 068	-408 279	-433 445	-453 092	-436 660	-474 980	-284 448	-120 291	36 748	258 706	269 055

Tabell 9-9 Fremtidsregnskapet til AUSS i perioden 2016-2027

### 9.5.2 Fremtidsbalanse

AUSS sin fremtidsbalanse for både sysselsatt kapital og netto driftskapital presenteres i tabell 9-10 og 9-11. Egenkapitalen er fastsatt residualt ved å trekke finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatt kapital. I *steady state* vil egenkapitalveksten være lik realveksten i verden på 4 %, som diskutert i 9.4.1 (*Driftsinntektsvekst*). Den virkelige verdien til egenkapitalen estimeres i kapittel 11.

Fremtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	<i>NDE</i>	19 322 809	18 453 282	17 530 618	16 566 434	15 572 448	14 621 266	14 094 131	13 938 734	14 133 877	14 699 232	15 287 201	15 898 689
Finansielle eiendeler	<i>FE</i>	2 318 737	2 029 861	1 884 541	1 739 476	1 596 176	1 462 127	1 374 178	1 324 180	1 307 384	1 322 931	1 375 848	1 430 882
Sysselsatte eiendeler	<i>SSE</i>	21 641 546	20 483 143	19 415 160	18 305 910	17 168 624	16 083 393	15 468 309	15 262 914	15 441 260	16 022 162	16 663 049	17 329 571
Egenkapital	<i>EK</i>	9 468 176	9 042 108	8 633 829	8 200 385	7 747 293	7 310 633	6 835 654	6 551 205	6 430 914	6 467 662	6 726 368	6 995 423
Minoritetsinteresser	<i>MI</i>	4 444 246	4 059 722	3 769 083	3 478 951	3 192 352	2 924 253	2 818 826	2 787 747	2 826 775	2 939 846	3 057 440	3 179 738
Finansiell gjeld	<i>FG</i>	7 729 124	7 381 313	7 012 247	6 626 574	6 228 979	5 848 506	5 813 829	5 923 962	6 183 571	6 614 654	6 879 240	7 154 410
Sysselsatt kapital	<i>SSK</i>	21 641 546	20 483 143	19 415 160	18 305 910	17 168 624	16 083 393	15 468 309	15 262 914	15 441 260	16 022 162	16 663 049	17 329 571

Tabell 9-10 Fremtidsbalanse til AUSS i perioden 2016-2027 - Sysselsatt kapital



Framtidsbalanse		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>19 322 809</b>	<b>18 453 282</b>	<b>17 530 618</b>	<b>16 566 434</b>	<b>15 572 448</b>	<b>14 621 266</b>	<b>14 094 131</b>	<b>13 938 734</b>	<b>14 133 877</b>	<b>14 699 232</b>	<b>15 287 201</b>	<b>15 898 689</b>
Egenkapital	EK	9 468 176	9 042 108	8 633 829	8 200 385	7 747 293	7 310 633	6 835 654	6 551 205	6 430 914	6 467 662	6 726 368	6 995 423
Minoritetsinteresser	MI	4 444 246	4 059 722	3 769 083	3 478 951	3 192 352	2 924 253	2 818 826	2 787 747	2 826 775	2 939 846	3 057 440	3 179 738
Netto finansiell gjeld	NFG	5 410 386	5 351 452	5 127 706	4 887 098	4 632 803	4 386 380	4 439 651	4 599 782	4 876 187	5 291 723	5 503 392	5 723 528
<b>Netto driftskapital</b>	<b>NDK</b>	<b>19 322 809</b>	<b>18 453 282</b>	<b>17 530 618</b>	<b>16 566 434</b>	<b>15 572 448</b>	<b>14 621 266</b>	<b>14 094 131</b>	<b>13 938 734</b>	<b>14 133 877</b>	<b>14 699 232</b>	<b>15 287 201</b>	<b>15 898 689</b>

Tabell 9-11 Fremtidsbalanse til AUSS i perioden 2016-2027 - Netto driftskapital

### 9.5.3 Fri kontantstrøm

Tabell 9-12 presenterer AUSS sin fremtidige frie kontantstrøm i budsjettperioden. Kontantstrømmen er basert på fremtidsregnskapet og -balansen. Det er verdt å merke seg at en deler av utbyttene er lånefinansierte. I tillegg vil minoritetsinteressene reduseres mot slutten av budsjettperioden, noe som øker låneopptaket fra 2022 til 2025. Dette underbygger usikkerheten rundt de høye utbyttene i forhold til analyseperioden. Med tanke på AUSS sin konservative utbyttepolitikk er det plausibelt at styret reduserer utbyttene i stedet for lånefinansiering. Den videre analysen vil likevel ta utgangspunkt i det presenterte fremtidsregnskapet, men usikkerheten må tas i betraktning ved sluttvurderingen.

Fri kontantstrøm		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
År		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsresultat	NDR	1 992 665	1 739 053	1 515 476	1 301 648	1 099 597	910 988	963 633	1 037 680	1 138 185	1 272 049	1 322 931	1 375 848
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	-1 283 634	869 526	922 664	964 184	993 986	951 182	527 135	155 397	-195 142	-565 355	-587 969	-611 488
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>FKD</b>	<b>709 030</b>	<b>2 608 579</b>	<b>2 438 140</b>	<b>2 265 832</b>	<b>2 093 583</b>	<b>1 862 170</b>	<b>1 490 768</b>	<b>1 193 077</b>	<b>943 042</b>	<b>706 694</b>	<b>734 962</b>	<b>764 360</b>
Netto finansinntekter	NFI	17 118	16 564	18 315	20 232	21 642	22 570	27 820	32 797	37 949	43 671	44 190	45 958
Unormale netto finansinntekter	UNFI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	246 245	288 876	145 320	145 066	143 300	134 049	87 949	49 998	16 796	-15 547	-52 917	-55 034
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>FKS</b>	<b>972 393</b>	<b>2 914 019</b>	<b>2 601 774</b>	<b>2 431 131</b>	<b>2 258 525</b>	<b>2 018 790</b>	<b>1 606 537</b>	<b>1 275 872</b>	<b>997 788</b>	<b>734 818</b>	<b>726 235</b>	<b>755 284</b>
Netto finanskostnad	NFK	-104 147	-105 503	-106 180	-104 973	-103 076	-100 536	-116 064	-136 916	-161 458	-191 443	-204 790	-212 981
Unormale netto finanskostnader	UNFK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i finansiell gjeld	ΔFG	420 569	-347 811	-369 066	-385 674	-397 594	-380 473	-34 677	110 133	259 609	431 083	264 586	275 170
Netto minoritetsresultat	NMR	-914 955	-666 637	-558 212	-471 135	-391 382	-319 235	-294 765	-286 393	-285 465	-291 723	-307 083	-319 366
Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	-130 531	-384 524	-290 639	-290 132	-286 599	-268 099	-105 427	-31 079	39 028	113 071	117 594	122 298
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>FKE</b>	<b>243 328</b>	<b>1 409 545</b>	<b>1 277 677</b>	<b>1 179 217</b>	<b>1 079 873</b>	<b>950 447</b>	<b>1 055 604</b>	<b>931 618</b>	<b>849 503</b>	<b>795 805</b>	<b>596 542</b>	<b>620 404</b>

Tabell 9-12 Fri kontantstrøm til egenkapital til AUSS i perioden 2016-2027



## 10 Fremtidskrav og strategisk analyse

Fremtidskravene blir i all hovedsak benyttet som diskonteringsrente ved fundamental verdivurdering. Ved å neddiskontere forventede fremtidige kontantstrømmer kan man utarbeide et verdiestimat på virksomhetens egenkapital. I dette kapitlet skal vi utarbeide fremtidige avkastningskrav til egenkapital, minoritetsinteresser, netto driftskapital, sysselsatt kapital, finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld. Videre vil disse syv budsjetterte kravene blir brukt i den fundamentale verdsettelsen av AUSS i kapittel 11.

Disse syv kravene ble også beregnet for analyseperioden i kapittel 7 med tilhørende teorier og forklaringer. Vi vil derfor ikke presentere utregningene like detaljert, da det er samme fremgangsmåte som tidligere. I kapittel 11 vil de budsjetterte kravene bli justert gjennom en konvergeringsprosess, og følgelig vil kravene variere fra det vi kommer frem til i dette kapitlet. Konvergeringsprosessen utføres for at verdien av egenkapitalen skal gi samme estimat, uavhengig av hvilken verdivurderingsmetode som benyttes.

Oppbyggingen i dette kapitlet er i all hovedsak lik som i kapittel 7. Vi starter med å beregne *egenkapital-* og *minoritetskravet* før de finansielle kravene stegvis blir utregnet. Videre beregner vi *selskapskravene*, *netto driftskapital-* og *sysselsatt kapitalkrav*, før vi tilslutt kommer frem til en strategisk fordel. I motsetning til utregningen av budsjettdriverne i kapittel 7 vil vektingene av kapitalene beregnes med utgangspunkt i inngående balanse, ikke gjennomsnittlig kapital som ble brukt på historiske avkastningskrav.

### 10.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Egenkapital- og minoritetskravene blir beregnet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen, og kravene avhenger dermed av risikofri rente, markedsrisikopremie, årlig egenkapitalbeta og illikviditetspremie. Minoritetsbeta antas å være lik egenkapitalbeta på tilsvarende måte som i kapittel 7.

#### 10.1.1 Risikofrirente

Ved beregning av fremtidig risikofrirente har vi valgt å ta utgangspunkt i 3M Nibor, på samme måte som i kapittel 7. Teorien tilsier at den risikofrie renten er tilbakevendende mot gjennomsnittet, og dermed vil man forvente en konstant normalrente i *steady state* fra og



med år 2025 (Knivsflå, F15, 2016). Dagens rentenivå er historisk lavt, og dermed vil det være naturlig å forvente et høyere rentenivå i fremtiden. Basert på prognoser forventer man at dagens lave rentenivå vil opprettholdes de nærmeste årene, grunnet dagens økonomiske situasjon i Norge. På mellomlang sikt i 2021, forventer man at 3M Nibor vil begynne å øke. Dermed har vi satt 3M Nibor til 1,3 %, noe som er over dagens rentenivå.

Videre har vi benyttet oss av Knivsflå sin utregning av normalrenten i år 2025 (Knivsflå, F15, 2016, s. 27):

$$\text{Normalrente i } T = \text{Gjennomsnittlig 3M Nibor} * \frac{2}{3} + 10 \text{ årig statsobligasjonsrente} * \frac{1}{3}$$

Normalrenten i år 2025 estimeres til 3,2 % basert på gjennomsnittlig 3M Nibor på 4,0 % og 10-årig statsobligasjonsrente på 1,6 %. Normalrenten på 3,2 % er fortsatt lavere enn den historiske renten på 4,0 %. Dette tilsier at den forventede langsiktige renten i steady state er på et historisk lavt nivå. Det kan diskuteres om dette renteestimatet er for lavt, noe som kan gi utslag i kunstig lave krav. Videre vil kravene påvirke verdsettelsen gjennom høyere neddiskontert terminalverdi. Vi mener likevel at normalrenten på 3,2 % bør være et riktig nivå, da de 10-årige statsobligasjonene i utgangspunktet skal gi god innsikt i rentenivået fremover i tid.

Selskapsskattesatsen i 2015 var 27 %, men fra og med 2016 er satsen satt ned til 25 %. Videre ble det i mai 2016 inngått et skatteforlik på Stortinget, hvor satsen reduseres til 23 % innen 2018 (Finanskomiteen, 2016). På tidspunktet hvor utredningen ble skrevet var det derimot forventet at satsen skulle reduseres til 22 % innen 2018, for å nærme seg den normale skattesatsen i Europa på 20 % (Finansdepartementet, 2015). Utredningen vår tar høyde for denne skatteendringen i utregningen av risikofri rente etter skatt, men det er som nevnt benyttet en sats på 22 % fra og med 2018, ikke 23 %.

Tabell 10-1 presenterer risikofri rente over hele budsjettperioden vår, og vi har benyttet lineær utvikling i årene mellom budsjettpunktene. I perioden etter *steady state* forventer man at renten er uendret, slik at risikofri rente er lik som i budsjetthorisonten T.



År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente 3M Nibor	0,0110	0,0100	0,0108	0,0115	0,0123	0,0130	0,0178	0,0225	0,0273	0,0320	0,0320	0,0320
Kort krp før skatt	<i>krp</i>	0,0053	0,0052	0,0051	0,0051	0,0051	0,0051	0,0051	0,0051	0,0051	0,0051	0,0051
<b>Risikofri rente før skatt</b>	<i>r<sub>fFS</sub></i>	<b>0,0057</b>	<b>0,0048</b>	<b>0,0056</b>	<b>0,0064</b>	<b>0,0071</b>	<b>0,0079</b>	<b>0,0126</b>	<b>0,0174</b>	<b>0,0221</b>	<b>0,0269</b>	<b>0,0269</b>
Skattesats	<i>s</i>	0,2500	0,2350	0,2200	0,2200	0,2200	0,2200	0,2200	0,2200	0,2200	0,2200	0,2200
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<i>r<sub>fES</sub></i>	<b>0,0043</b>	<b>0,0037</b>	<b>0,0044</b>	<b>0,0050</b>	<b>0,0056</b>	<b>0,0061</b>	<b>0,0098</b>	<b>0,0136</b>	<b>0,0173</b>	<b>0,0210</b>	<b>0,0210</b>

Tabell 10-1 Risikofri rente etter skatt i perioden 2016-2027

### 10.1.2 Markedsrisikopremie

Den gjennomsnittlige markedsrisikopremien over analyseperioden vår er 4,66 %, og dagens markedsrisikopremie er på 4,78 %. Videre vil man forvente at markedsrisikopremien er konstant i fremtiden, og vi må derfor finne et pålitelig estimat. Norges Finansanalytikers Forening og PwC observerer at den historiske markedsrisikopremien i Norge er 5 %, og denne er forventet å være uendret i fremtiden (PwC, 2014). Damodaran har beregnet markedsrisikopremien til 4,29 %, basert på gjennomsnittlig markedsrisikopremie fra 1928-2015. Beregningen er gjort ved hjelp av både geometrisk- og aritmetisk gjennomsnitt i kort- og langt perspektiv (Damodaran, 2016A).

Estimatet vårt bør derfor basere seg på disse tre målingene. Da PwC sin beregning er for Norge, mens Damodaran sin er for verden som helhet velger vi i større grad å benytte oss av den norske markedsrisikopremien. Vi velger derfor å sette markedsrisikopremien til 4,8 % i fremtiden, det samme som Knivsflå også kom frem til (Knivsflå, F15, 2016, s. 34). Da premien er på 4,78 % i 2015 forventer vi allerede en premie på 4,8 % i 2016, og dette er illustrert i tabell 10-2.

År	1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Markedsrisikopremie	<i>mp</i>	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480

Tabell 10-2 Markedsrisikopremie etter skatt i perioden 2016-2027

### 10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

MMI fastslo at selskapet er uavhengig av finansieringen, og derfor var netto driftsbeta konstant over analyseperioden. Denne vil også være konstant i fremtidsregnskapet, mens egenkapitalbetaen vil variere på samme måte som over analyseperioden. I kapittel 7 kom vi frem til at den justerte egenkapitalbetaen for AUSS var 0,8958, og dette ga en konstant netto driftsbeta på 0,6926. Egenkapitalbetaen varierte over analyseperioden, noe som også tilfellet i fremtidsregnskapet. Egenkapitalbetaen i fremtidsregnskapet beregnes implisitt som tidligere, og tabell 10-3 presenterer egenkapitalbetaen over budsjettperioden. Egenkapitalbetaen i *steady state* blir dermed 1,1145.



År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalbeta	$\beta_{EK^*}$	0,9440	0,9694	0,9864	0,9931	0,9997	1,0062	1,0116	1,0360	1,0615	1,0879	1,1145	1,1145
Egenkapitalvekt	$EK + M_{IB}/NDK_{IB}$	0,7370	0,7200	0,7100	0,7075	0,7050	0,7025	0,7000	0,6850	0,6700	0,6550	0,6400	0,6400
Netto finansiell gjeldsbeta	$\beta_{NFG}$	0,0016	-0,0062	-0,0143	-0,0220	-0,0291	-0,0357	-0,0396	-0,0428	-0,0454	-0,0474	-0,0474	-0,0474
Netto finansiell gjeldsvekt	$NFG_{IB}/NDK_{IB}$	0,2630	0,2800	0,2900	0,2925	0,2950	0,2975	0,3000	0,3150	0,3300	0,3450	0,3600	0,3600
<b>Netto driftsbeta</b>	<b><math>\beta_{NDK}</math></b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>	<b>0,6962</b>

Tabell 10-3 Årlig egenkapitalbeta til AUSS i perioden 2016-2027

### 10.1.4 Illikviditetspremie

Det forutsettes at likviditetspremien vi fastsatte for analyseperioden også vil gjelde i fremtiden da de samme forholdene fortsatt gjelder. Dermed vil illikviditetspremien for majoritet og minoritet være henholdsvis 1 % og 2 %.

### 10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

I de foregående delkapitlene har vi beregnet de ulike faktorene i kapitalverdimodellen som brukes i fastsettelsen av egenkapital- og minoritetskravet. Teorien tilsier at man kan illegge en eierskatt, i form av utbytteskatt, som vil øke kravene. Da de største aksjonærene i AUSS er aksjeselskaper og institusjonelle investorer, vil ikke utbytteskatt være gjeldene for store deler av eierskapet i AUSS. Den samlede effektive eierskatten vil dermed være marginal, og vi setter eierskatten til null i kravberegningene.

Tabell 10-4 presenterer de ulike faktorene i fastsettelsen av egenkapital- og minoritetskravet. Av tabellen ser vi at egenkapitalkravet, og følgelig minoritetskravet, stiger over budsjettperioden fra 5,96 % til 8,45 %.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risikofri rente etter skatt	$rf$	0,0043	0,0037	0,0044	0,0050	0,0056	0,0061	0,0098	0,0136	0,0173	0,0210	0,0210	0,0210
Egenkapitalbeta	$\beta_{EK^*}$	0,9440	0,9694	0,9864	0,9931	0,9997	1,0062	1,0116	1,0360	1,0615	1,0879	1,1145	1,1145
Markedsrisikopremie	$m_{rp}$	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480
Illikviditetspremie	$ilp_{MAJ}$	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b><math>ekk</math></b>	<b>0,0596</b>	<b>0,0602</b>	<b>0,0617</b>	<b>0,0626</b>	<b>0,0635</b>	<b>0,0644</b>	<b>0,0684</b>	<b>0,0733</b>	<b>0,0782</b>	<b>0,0832</b>	<b>0,0845</b>	<b>0,0845</b>
Illikviditetspremie minoritet	$ilp_{MI}$	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200	0,0200
<b>Minoritetskrav</b>	<b><math>mik</math></b>	<b>0,0796</b>	<b>0,0802</b>	<b>0,0817</b>	<b>0,0826</b>	<b>0,0835</b>	<b>0,0844</b>	<b>0,0884</b>	<b>0,0933</b>	<b>0,0982</b>	<b>0,1032</b>	<b>0,1045</b>	<b>0,1045</b>

Tabell 10-4 Egenkapital- og minoritetskrav til AUSS i perioden 2016-2027

## 10.2 Finansielle krav

De finansielle kravene tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet som er presentert i kapittel 9, og fremgangsmåten er lik som i kapittel 7. Vi vil først presentere den syntetiske ratingen, før vi videre presenterer de ulike kravene.

### 10.2.1 Syntetisk rating

Både kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler tar utgangspunkt i den syntetiske ratingen. Dermed må vi først utarbeide syntetiske ratinger for årene i budsjettperioden. Vi benytter de samme forholdstallene som vi gjorde i kapittel 7, og er basert på tallmaterialet som ble utarbeidet i kapittel 9.

Vi har ikke budsjett drivere for å beregne likviditetsgrad 1 i budsjettperioden. Dermed er dette forholdstallet basert på utregningen vår i 2015, og videre satt lik for resten av budsjettperioden. Rentedekningsgraden vil bli justert for ett år for å unngå endogenitet, grunnet at netto finanskostnader baserer seg på fremtidsratingen. Netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosent er beregnet på samme måte som tidligere.

Tabell 10-5 presenterer den syntetiske ratingen til AUSS, og budsjetteringen tilsier at de oppnår en rating på A over hele perioden. Dette gir en lang kredittrisikopremie på 1 %, og dette er det samme som over analyseperioden, med unntak av 2012. En kredittrisikopremie på 1 % må anses å være bra, og det kan diskuteres om dette er noe lavt for en bransje med store sykliske svingninger. Den samme kritikken som ble diskutert i 7.3.1 (*Krav til finansiell gjeld*), vedrørende *krp*, gjelder også her. Vi velger likevel å benytte oss av denne kredittrisikopremien da vi mener dette er realistisk.

År		1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020	6 2021	7 2022	8 2023	9 2024	T 2025	T+1 2026	T+2 2027
Likviditetsgrad 1	<i>lg1</i>	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076	2,6076
lg1 rating		A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	<i>rdk</i>	19,2976	16,6405	14,4452	12,5925	10,8778	9,2858	8,5423	7,8185	7,2845	6,8726	6,6757	6,6757
rdg rating		AAA+	AAA+	AAA+	AAA+	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	<i>ekp</i>	0,5146	0,5121	0,5114	0,5108	0,5101	0,5094	0,4997	0,4898	0,4800	0,4701	0,4701	0,4701
ekp rating		A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,1105	0,0900	0,0821	0,0743	0,0664	0,0585	0,0659	0,0736	0,0817	0,0900	0,0900	0,0900
ndr rating		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB+	BBB+	BBB+
<b>Gjennomsnittrating</b>		<b>A+</b>	<b>A+</b>	<b>A+</b>	<b>A+</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>

Tabell 10-5 Syntetisk rating til AUSS i perioden 2016-2027

### 10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Tabell 10-6 presenterer *finansielt gjeldskrav*. Kravet baserer seg på risikofri rente og kredittrisikopremie, som vi tidligere har presentert i dette kapitlet. Over budsjettperioden ser vi at kravet mer enn dobles, og dette har sammenheng med at den risikofrie renten øker til et normalnivå.



År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risikofri rente etter skatt	<i>rf</i>	0,0043	0,0037	0,0044	0,0050	0,0056	0,0061	0,0098	0,0136	0,0173	0,0210	0,0210	0,0210
Kreditrisikopremie	<i>krp</i>	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
<b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b><i>fgk</i></b>	<b>0,0143</b>	<b>0,0137</b>	<b>0,0144</b>	<b>0,0150</b>	<b>0,0156</b>	<b>0,0161</b>	<b>0,0198</b>	<b>0,0236</b>	<b>0,0273</b>	<b>0,0310</b>	<b>0,0310</b>	<b>0,0310</b>

Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2016-2027

Videre kan vi implisitt beregne finansiell gjeldsbeta, og dette er vist i tabell 10-7. Markedsrisikodelen til FG er holdt konstant, på samme måte som i 7.3.1 (*Krav til finansiell gjeld*). Det bør presiseres at vi ikke trenger finansiell gjeldsbeta og -eiendelsbeta i utregningen av finansielt gjeldskrav og -eiendelskrav. De to betaene er derimot med på å påvirke netto driftsbeta, og følgelig egenkapitalbetaen. For presentasjonen sin skyld vil de to betaene bli presentert med tilhørende krav.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kreditrisikopremie	<i>krp</i>	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100	0,0100
Markedsrisikodel FG	<i>mrd</i>	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617	0,0617
Markedsrisikopremie	<i>mrp</i>	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480	0,0480
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b><i>β<sub>FG</sub></i></b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0129</b>

Tabell 10-7 Finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2016-2027

### 10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Tabell 10-8 presenterer finansielt eiendelskrav, og utregningene av de tre ulike kravene ble presentert i kapittel 7. Fremtidsregnskapet har ikke budsjettert de spesifikke finansielle eiendelene, og dermed har vi valgt å sette år 2025 lik det tidsvektede bransjesnittet for analyseperioden. Videre har vi benyttet lineær utvikling av vektene mot 2025. Dette resulterer i at det finansielle eiendelskravet går fra 0,67 % til 3,34 % i *steady state*.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fordringskrav	<i>fk</i>	0,0183	0,0177	0,0184	0,0190	0,0196	0,0201	0,0238	0,0276	0,0313	0,0350	0,0350	0,0350
Fordringsvekt	<i>FOR<sub>IB</sub>/FE<sub>IB</sub></i>	0,0242	0,0230	0,0217	0,0205	0,0192	0,0180	0,0167	0,0155	0,0142	0,0130	0,0130	0,0130
Investeringskrav	<i>ik</i>	0,0523	0,0517	0,0524	0,0530	0,0536	0,0541	0,0578	0,0616	0,0653	0,0690	0,0690	0,0690
Investeringsvekt	<i>INV<sub>IB</sub>/FE<sub>IB</sub></i>	0,0379	0,0618	0,0857	0,1096	0,1336	0,1575	0,1814	0,2053	0,2293	0,2532	0,2532	0,2532
Kontantkrav	<i>kk</i>	0,0043	0,0037	0,0044	0,0050	0,0056	0,0061	0,0098	0,0136	0,0173	0,0210	0,0210	0,0210
Kontantvekt	<i>KON<sub>IB</sub>/FE<sub>IB</sub></i>	1,0007	0,9716	0,9426	0,9135	0,8844	0,8553	0,8263	0,7972	0,7681	0,7390	0,7390	0,7390
<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b><i>fek</i></b>	<b>0,0067</b>	<b>0,0071</b>	<b>0,0090</b>	<b>0,0107</b>	<b>0,0124</b>	<b>0,0141</b>	<b>0,0190</b>	<b>0,0239</b>	<b>0,0287</b>	<b>0,0334</b>	<b>0,0334</b>	<b>0,0334</b>

Tabell 10-8 Finansielt eiendelskrav til AUSS i perioden 2016-2027

Tabell 10-9 presenterer finansiell eiendelsbeta. For å kunne beregne denne må vi først regne ut fordringsbetaen ved bruk av formelen på neste side. Alle de tre faktorene er konstante over budsjettperioden, og følgelig er fordringsbetaen også konstant. Som nevnt i kapittel 7 benyttes en lang kreditrisikopremie basert på BBB-rating, fordi AUSS kun har langsiktige fordringer. Vi forutsetter lang kreditrisikopremie også i fremtiden. Videre gjelder de samme forutsetningene på investerings- og kontantbetaen som tidligere, og dermed settes de til henholdsvis én og null.

$$\beta_{FOR} = \frac{krp * mrd}{mrp}$$

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fordringsbeta	$\beta_{FOR}$	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541	0,0541
Fordringsvekt	$FOR_{IB}/FE_{IB}$	0,0242	0,0230	0,0217	0,0205	0,0192	0,0180	0,0167	0,0155	0,0142	0,0130	0,0130	0,0130
Investeringsbeta	$\beta_{INV}$	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Investeringsvekt	$INV_{IB}/FE_{IB}$	0,0379	0,0618	0,0857	0,1096	0,1336	0,1575	0,1814	0,2053	0,2293	0,2532	0,2532	0,2532
Kontantbeta	$\beta_{KON}$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Kontantvekt	$KON_{IB}/FE_{IB}$	1,0007	0,9716	0,9426	0,9135	0,8844	0,8553	0,8263	0,7972	0,7681	0,7390	0,7390	0,7390
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b><math>\beta_{FE}</math></b>	<b>0,0392</b>	<b>0,0630</b>	<b>0,0869</b>	<b>0,1107</b>	<b>0,1346</b>	<b>0,1585</b>	<b>0,1823</b>	<b>0,2062</b>	<b>0,2300</b>	<b>0,2539</b>	<b>0,2539</b>	<b>0,2539</b>

Tabell 10-9 Finansiell eiendelsbeta til AUSS i perioden 2016-2027

### 10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er beregnet i tabell 10-10 ved å vekte kravet til finansiell gjeld og -eiendeler med de tilhørende budsjetterte vektene. Netto finansielt gjeldskrav går fra 1,83 % til 3,03 % i *steady state*, og økningen kommer i hovedsak av den høye finansielle gjeldsvekten med tilhørende høyt gjeldskrav. Fordi vi bruker *inngående balanse* i utregning av vektene, bør det poengteres at vi ikke vil oppnå *steady state* før i år T+1. Problemstillingen vil gjelde for de aller fleste utregningene i resten av kapitlet. Vi vil derfor i all hovedsak presentere *steady state* som T+1, og i tabell 10-10 er det kun avrunding som gjør av T og T+1 er like.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansielt gjeldskrav	$fgk$	0,0143	0,0137	0,0144	0,0150	0,0156	0,0161	0,0198	0,0236	0,0273	0,0310	0,0310	0,0310
Finansiell gjeldsvekt	$FG_{IB}/NFG_{IB}$	1,5407	1,4286	1,3793	1,3675	1,3559	1,3445	1,3333	1,3095	1,2879	1,2681	1,2500	1,2500
Finansielt eiendelskrav	$fek$	0,0067	0,0071	0,0090	0,0107	0,0124	0,0141	0,0190	0,0239	0,0287	0,0334	0,0334	0,0334
Finansiell eiendelsvekt	$FE_{IB}/NFE_{IB}$	0,5407	0,4286	0,3793	0,3675	0,3559	0,3445	0,3333	0,3095	0,2879	0,2681	0,2500	0,2500
<b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b><math>nfgk</math></b>	<b>0,0183</b>	<b>0,0164</b>	<b>0,0164</b>	<b>0,0165</b>	<b>0,0167</b>	<b>0,0168</b>	<b>0,0201</b>	<b>0,0235</b>	<b>0,0269</b>	<b>0,0303</b>	<b>0,0303</b>	<b>0,0303</b>

Tabell 10-10 Netto finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2016-2027

Tabell 10-11 presenterer netto finansiell gjeldsbeta. Denne går fra -0,0014 til -0,0474 i *steady state*.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansiell gjeldsbeta	$\beta_{FG}$	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129	0,0129
Finansiell gjeldsvekt	$FG_{IB}/NFG_{IB}$	1,5407	1,4286	1,3793	1,3675	1,3559	1,3445	1,3333	1,3095	1,2879	1,2681	1,2500	1,2500
Finansiell eiendelsbeta	$\beta_{FE}$	0,0392	0,0630	0,0869	0,1107	0,1346	0,1585	0,1823	0,2062	0,2300	0,2539	0,2539	0,2539
Finansiell eiendelsvekt	$FE_{IB}/NFE_{IB}$	0,5407	0,4286	0,3793	0,3675	0,3559	0,3445	0,3333	0,3095	0,2879	0,2681	0,2500	0,2500
<b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b><math>\beta_{NFG}</math></b>	<b>-0,0014</b>	<b>-0,0086</b>	<b>-0,0152</b>	<b>-0,0231</b>	<b>-0,0305</b>	<b>-0,0373</b>	<b>-0,0436</b>	<b>-0,0470</b>	<b>-0,0497</b>	<b>-0,0518</b>	<b>-0,0474</b>	<b>-0,0474</b>

Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2016-2027

## 10.3 Selskapskrav

Det er to målestokker for selskapskapitalen, netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Kravet til selskapskapitalen er det vektete kravet til de som finansierer selskaper. Netto driftskrav er dermed vektet avkastningskrav mellom egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Tabell 10-12 presenterer netto driftskrav, som viser at kravet øker fra 5,38 % til 6,90 % i *steady state*.

År		1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020	6 2021	7 2022	8 2023	9 2024	T 2025	T+1 2026	T+2 2027
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,0596	0,0602	0,0617	0,0626	0,0635	0,0644	0,0684	0,0733	0,0782	0,0832	0,0845	0,0845
Egenkapitalvekt	$EK_{IB}/NDK_{IB}$	0,4834	0,4900	0,4900	0,4925	0,4950	0,4975	0,5000	0,4850	0,4700	0,4550	0,4400	0,4400
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,0796	0,0802	0,0817	0,0826	0,0835	0,0844	0,0884	0,0933	0,0982	0,1032	0,1045	0,1045
Minoritetsvekt	$MI_{IB}/NDK_{IB}$	0,2536	0,2300	0,2200	0,2150	0,2100	0,2050	0,2000	0,2000	0,2000	0,2000	0,2000	0,2000
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,0183	0,0164	0,0164	0,0165	0,0167	0,0168	0,0201	0,0235	0,0269	0,0303	0,0303	0,0303
Netto finansiell gjeldsvekt	$NFG_{IB}/NDK_{IB}$	0,2630	0,2800	0,2900	0,2925	0,2950	0,2975	0,3000	0,3150	0,3300	0,3450	0,3600	0,3600
<b>Netto driftskrav</b>	<b><i>ndk</i></b>	<b>0,0538</b>	<b>0,0525</b>	<b>0,0530</b>	<b>0,0535</b>	<b>0,0539</b>	<b>0,0544</b>	<b>0,0579</b>	<b>0,0616</b>	<b>0,0653</b>	<b>0,0689</b>	<b>0,0690</b>	<b>0,0690</b>

Tabell 10-12 Netto driftskrav til AUSS i perioden 2016-2027

Sysselsatt kapitalkrav er presentert i tabell 10-13, og fremkommer gjennom vektet avkastningskrav av egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Dette kravet øker fra 4,79 % til 6,60 %.

År		1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020	6 2021	7 2022	8 2023	9 2024	T 2025	T+1 2026	T+2 2027
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,0596	0,0602	0,0617	0,0626	0,0635	0,0644	0,0684	0,0733	0,0782	0,0832	0,0845	0,0845
Egenkapitalvekt	$EK_{IB}/SSK_{IB}$	0,4233	0,4375	0,4414	0,4447	0,4480	0,4512	0,4545	0,4419	0,4292	0,4165	0,4037	0,4037
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,0796	0,0802	0,0817	0,0826	0,0835	0,0844	0,0884	0,0933	0,0982	0,1032	0,1045	0,1045
Minoritetsvekt	$MI_{IB}/SSK_{IB}$	0,2220	0,2054	0,1982	0,1941	0,1900	0,1859	0,1818	0,1822	0,1826	0,1831	0,1835	0,1835
Finansielt gjeldskrav	<i>ngk</i>	0,0143	0,0137	0,0144	0,0150	0,0156	0,0161	0,0198	0,0236	0,0273	0,0310	0,0310	0,0310
Finansiell gjeldsvekt	$NFG_{IB}/SSK_{IB}$	0,3547	0,3571	0,3604	0,3612	0,3620	0,3628	0,3636	0,3759	0,3881	0,4005	0,4128	0,4128
<b>Sysselsatt kapitalkrav</b>	<b><i>ssk</i></b>	<b>0,0479</b>	<b>0,0477</b>	<b>0,0486</b>	<b>0,0493</b>	<b>0,0500</b>	<b>0,0506</b>	<b>0,0544</b>	<b>0,0582</b>	<b>0,0621</b>	<b>0,0659</b>	<b>0,0660</b>	<b>0,0660</b>

Tabell 10-13 Sysselsatt kapitalkrav til AUSS i perioden 2016-2027

Vi har frem til nå i dette kapitlet beregnet alle de ulike fremtidskravene til AUSS, og dette er oppsummert i tabell 10-14.

Oppsummering		1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020	6 2021	7 2022	8 2023	9 2024	T 2025	T+1 2026	T+2 2027
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,0596	0,0602	0,0617	0,0626	0,0635	0,0644	0,0684	0,0733	0,0782	0,0832	0,0845	0,0845
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,0796	0,0802	0,0817	0,0826	0,0835	0,0844	0,0884	0,0933	0,0982	0,1032	0,1045	0,1045
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,0143	0,0137	0,0144	0,0150	0,0156	0,0161	0,0198	0,0236	0,0273	0,0310	0,0310	0,0310
Finansiell eiendelskrav	<i>fek</i>	0,0067	0,0071	0,0090	0,0107	0,0124	0,0141	0,0190	0,0239	0,0287	0,0334	0,0334	0,0334
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,0183	0,0164	0,0164	0,0165	0,0167	0,0168	0,0201	0,0235	0,0269	0,0303	0,0303	0,0303
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,0538	0,0525	0,0530	0,0535	0,0539	0,0544	0,0579	0,0616	0,0653	0,0689	0,0690	0,0690
Sysselsatt kapitalkrav	<i>ssk</i>	0,0479	0,0477	0,0486	0,0493	0,0500	0,0506	0,0544	0,0582	0,0621	0,0659	0,0660	0,0660

Tabell 10-14 Oppsummering fremtidskrav til AUSS i perioden 2016-2027

## 10.4 Strategisk fordel

Fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene i dette kapitlet vil sammen danne grunnlag for den fremtidige strategiske fordel til AUSS. Nullhypotesen er at en virksomhet ikke har noen varig strategisk fordel i *steady state*, fordi man vil forvente at konkurransen





over tid medfører at egenkapitalrentabiliteten går mot egenkapitalkravet (Knivsflå, F18, 2016). Vi må dermed avgjøre om dette er tilfellet for AUSS, eller om de faktisk greier å oppnå en varig strategisk fordel hvor egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet.

Tabell 10-15 presenterer AUSS sin strategiske fordel, og vi beregner denne på samme måte som i kapittel 8, hvor vi dekomponerte den strategiske fordelen i drift og finansiering.

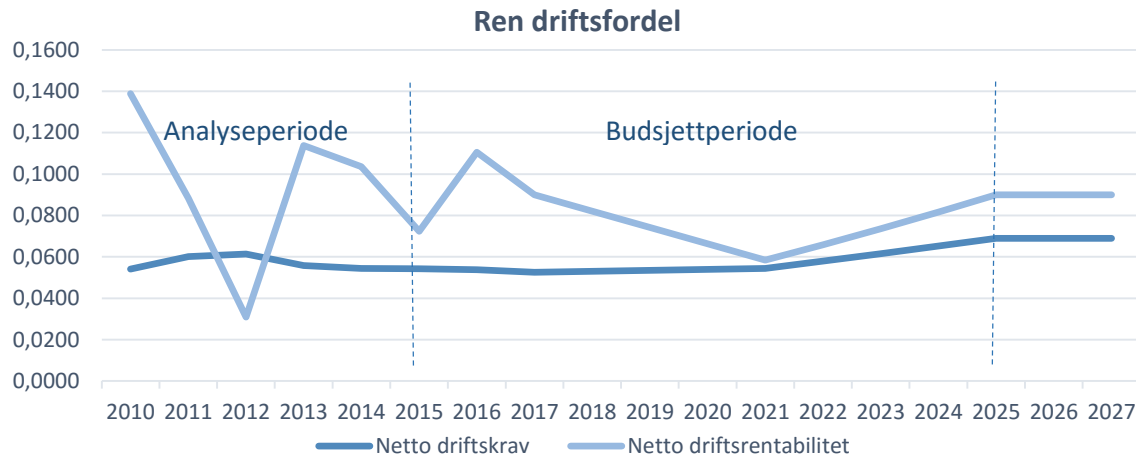
Den samlede driftsfordelen til AUSS består av ren driftsfordel og gearingfordel drift. Av tabellen ser vi at den går fra 11,72 % til 4,78 % i *steady state*. I *steady state* er ren driftsfordel 2,10 %, det vil si noe lavere enn dagens nivå. Av tabellen ser vi en sterk sammenheng med lakseprisen, som er forventet å synke frem til 2019, før prisen holder seg på et relativt lavt nivå. Dette skyldes at både ren driftsfordel og følgelig gearingfordel drift synker betraktelig frem til 2021. Etter 2021 øker ren driftsfordel som følge av høyere netto driftsmargin i *steady state*. Dermed forventes det at den samlede driftsfordelen beveger mot et mer normalt nivå.

Videre er netto finansiell gjeldsrente satt lik netto finansielt gjeldskrav i fremtidsregnskapet, og minoritetsrentabilitet er satt lik minoritetskravet. Følgelig eksisterer det ikke finansieringsfordel, hverken på netto finansiell gjeld eller minoritetsinteresser. Dermed vil AUSS sin strategiske fordel være lik den samlede driftsfordelen på 4,78 %.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,1105	0,0900	0,0821	0,0743	0,0664	0,0585	0,0659	0,0736	0,0817	0,0900	0,0900	0,0900
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,0538	0,0525	0,0530	0,0535	0,0539	0,0544	0,0579	0,0616	0,0653	0,0689	0,0690	0,0690
<b>Ren driftsfordel</b>	<b><i>RDF</i></b>	<b>0,0567</b>	<b>0,0375</b>	<b>0,0291</b>	<b>0,0208</b>	<b>0,0125</b>	<b>0,0041</b>	<b>0,0080</b>	<b>0,0120</b>	<b>0,0164</b>	<b>0,0211</b>	<b>0,0210</b>	<b>0,0210</b>
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	0,0605	0,0390	0,0303	0,0214	0,0127	0,0042	0,0080	0,0128	0,0185	0,0252	0,0268	0,0268
<b>Samlet driftsfordel</b>	<b><i>DF</i></b>	<b>0,1172</b>	<b>0,0765</b>	<b>0,0595</b>	<b>0,0422</b>	<b>0,0252</b>	<b>0,0083</b>	<b>0,0160</b>	<b>0,0248</b>	<b>0,0349</b>	<b>0,0463</b>	<b>0,0478</b>	<b>0,0478</b>
Finansieringsfordel	<i>FF</i>	-0,0632	-0,0328	-0,0250	-0,0185	-0,0123	-0,0064	-0,0050	-0,0034	-0,0018	-0,0000	0,0000	0,0000
<b>Strategisk fordel</b>	<b><i>SF</i></b>	<b>0,0540</b>	<b>0,0437</b>	<b>0,0344</b>	<b>0,0237</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0019</b>	<b>0,0110</b>	<b>0,0214</b>	<b>0,0331</b>	<b>0,0463</b>	<b>0,0478</b>	<b>0,0478</b>

Tabell 10-15 Strategisk fordel til AUSS i perioden 2016-2027

Figur 10-1 illustrerer differansen mellom *ndr* og *ndk* over analyse- og budsjettperioden, som følgelig gir ren driftsfordel. Vi ser tydelig at de sykliske svingningene i havbruk- og fiskerinæringen har hatt påvirkning på *ndr* i analyseperioden. I budsjettperioden ser vi en sammenheng mellom Fishpool sine prognoser på lakseprisen frem til 2021 og en synkende *ndr*. Fra og med år 2025 ser vi imidlertid at driftsfordelen stabiliserer seg i *steady state*. På grunn av sykliske svingninger i bransjen vil ikke *ndr* være stabil i fremtiden, men beregningen i *steady state* vil representere et gjennomsnitt.



Figur 10-1 Utvikling i ren driftsfordel til AUSS i analyse- og budsjetperiode

Helt tilslutt presenteres også superrentabiliteten til AUSS for budsjetperioden i tabell 10-16, som naturligvis er lik den strategiske fordelen i tabell 10-15. Her ser vi at egenkapitalkravet stiger jevnt over perioden, mens egenkapitalrentabiliteten er utsatt for svingninger. Begrunnelsen for den jevne økningen i egenkapitalkravet ble presentert i 10.1.5 (*Egenkapital- og minoritetskrav*). Svingninger i egenkapitalrentabiliteten og et relativt stabilt egenkapitalkrav samsvarer med funnene i kapittel 8 over analyseperioden. Egenkapitalrentabiliteten er i stor grad positivt korrelert med *netto driftsmargin*, som følgelig påvirker *netto driftsresultat* og *netto driftsresultat til egenkapital*. Dermed kommer de sykliske svingningene til havbruk- og fiskerinæringen tydelig frem ved at superrentabiliteten til AUSS er lavest i 2021 over budsjetperioden.

År		1	2	3	4	5	6	7	8	9	T	T+1	T+2
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalrentabilitet	<i>ekr</i>	0,1136	0,1039	0,0961	0,0864	0,0764	0,0663	0,0794	0,0947	0,1113	0,1295	0,1322	0,1322
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,0596	0,0602	0,0617	0,0626	0,0635	0,0644	0,0684	0,0733	0,0782	0,0832	0,0845	0,0845
<b>Superrentabilitet</b>	<b><math>\pi</math></b>	<b>0,0540</b>	<b>0,0437</b>	<b>0,0344</b>	<b>0,0237</b>	<b>0,0129</b>	<b>0,0019</b>	<b>0,0110</b>	<b>0,0214</b>	<b>0,0331</b>	<b>0,0463</b>	<b>0,0478</b>	<b>0,0478</b>

Tabell 10-16 Superrentabilitet til AUSS i perioden 2016-2027



## 11 Fundamental verdsettelse

Som diskutert i kapittel 3 valgte vi fundamental verdsettelse som hovedverdsettelsesteknikk. Frem til nå har vi analysert de underliggende økonomiske forholdene i AUSS og utarbeidet et fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav for budsjettperioden. Videre vil vi benytte vårt produserte tallmateriale, i tillegg til en kvalitativ vurdering, for å estimere AUSS sin egenkapitalverdi og tilhørende verdiestimat per aksje.

Fundamental verdsettelse benytter i all hovedsak to ulike modeller til å estimere egenkapitalverdien til en virksomhet. Estimeringen av egenkapitalverdien kan gjøres direkte ved bruk av *egenkapitalmetoden*, hvor man neddiskonterer fremtidige kontantstrømmer, eller indirekte ved bruk av *selskapskapitalmetoden*, hvor man i tillegg skiller mellom *sysselsatt kapitalmetoden* og *netto driftskapitalmetoden*.

I kapittel 10 utarbeidet vi fremtidskrav for budsjettperioden med utgangspunkt i budsjetterte vekter, men som vi også presiserte i det nevnte kapitlet vil ikke disse kravene være endelige. Følgelig vil heller ikke de tre metodene gi samme egenkapitalverdi ved første verdiestimat. Derfor utføres en konvergeringsprosess hvor vektene til de ulike kravene endres. Etter endt konvergeringsprosess vil vi ende opp med et estimat på egenkapitalverdien som vil være like for de tre metodene. Deretter hensyntas konkursrisikoen til AUSS slik at vi får et endelig verdiestimat. Avslutningsvis i dette kapitlet vil vi gjennomføre en Monte Carlo-simulering ved hjelp av tilleggsprogrammet «Crystal Ball», som blant annet tar høyde for usikkerhet i budsjettdriverne til fremtidsregnskapet.

### 11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden vurderer, som nevnt innledningsvis, egenkapitalen direkte gjennom neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer med egenkapitalkravet. Videre kan egenkapitalverdien fastsettes gjennom fire ulike modeller: *utbyttmodellen*, *frikontantstrøm-modellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. De fire modellene vil gi sammenfallende verdiestimater i de enkelte stegene under konvergeringsprosessen ved konsistent bruk (Knivsflå, F16, 2016).

### 11.1.1 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen definerer verdien på egenkapitalen som den neddiskonterte verdien av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen i budsjettperioden med egenkapitalkravet. I *steady state* forutsettes det at virksomheten har konstant vekst (4 %), og dermed kan man benytte «Gordons vekstformel» for å beregne horisontverdien til virksomheten (Knivsflå, F16, 2016). Egenkapitalverdien beregnes slik:

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

$FKE$  = Fri kontantstrøm til egenkapitalen       $ekv$  = egenkapitelvekst

$ekk$  = egenkapitalkrav

$T$  = 2025 (budsjett horisont)

### 11.1.2 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen definerer verdien på egenkapitalen som nåverdien av forventet fremtidig utbytte. Gjennom hele analyse- og budsjettperioden har vi forutsatt at  $NBU$  er lik  $FKE$ , og dermed vil fri kontantstrøm- og utbyttmodellen gi ekvivalente svar. Videre vil også egenkapitalverdien beregnes ut ifra samme formel som i avsnittet over. Eneste forskjell er at  $FKE$  byttes ut med  $NBU$ , men disse er som nevnt like.

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

$NBU$  = Netto betalt utbytte

### 11.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen definerer verdien på egenkapitalen som den balanseførte verdien av dagens egenkapital og nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital. Også i denne modellen blir horisontverdien fastsatt ved bruk av Gordons vekstformel.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

$SPE$  = Superprofitt til egenkapital

### 11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen definerer verdien av egenkapitalen som den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til EK tillagt nåverdien av fremtidig vekst. Fremtidig vekst vil i denne modellen kun være positiv superprofittvekst, altså gir modellen kun verdi dersom veksten er lønnsom slik at vi får økt superprofitt.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)}$$

$\Delta SPE = \text{superprofittvekst til egenkapitalen}$

## 11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapsmetoden vurderer som nevnt innledningsvis egenkapitalen indirekte ved at man beregner verdien på hele selskapet, for deretter å trekke ut gjeld og minoritetsinteresser. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Videre kan egenkapitalverdien fastsettes gjennom de fire samme modellene som under egenkapitalmetoden. Den eneste forskjellen i forhold til egenkapitalmetoden er at egenkapitalkravet byttes ut med netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. I de videre avsnittene forutsetter vi normal arbeidskapital, da vi ikke finner noen grunn til å tro at den finansielle gjelden i 2015 representerer et atypisk nivå.

### 11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden definerer verdien av egenkapitalen som verdien av netto driftskapital fratrukket verdien av netto finansielle gjeld og minoritetsinteresser. Videre benyttes netto driftskapitalkrav som diskonteringsfaktor. Det påpekes at beregningene tar utgangspunkt i at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi slik at *nfgr* er lik *ngfk*.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

$$VNDK = \text{Verdien til netto driftskapital}$$

$$VNFG = \text{Verdien til netto finansiell gjeld}$$

$$VMI = \text{Verdien til minoritetsinteresser}$$

Verdien på minoritetsinteresser beregnes på samme måte som verdien av majoriteten under egenkapitalmetoden. Det påpekes at verdien på minoritetsinteressene kun brukes som en

del av selskapskapitalmetoden, og ikke egenkapitalmetoden hvor man finner verdien direkte.

### 11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Sysselsatt kapitalmetoden definerer verdien av egenkapitalen som verdien av sysselsatt kapital fratrukket finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Videre benyttes sysselsatt kapitalkrav som diskonteringsfaktor. Også her tar beregningene utgangspunkt i at finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi, slik at  $fgr$  er lik  $fgk$ .

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

$VSSK =$  Verdien til sysselsatt kapital

$VFG =$  Verdien til finansiell gjeld

### 11.3 Første verdierestimert ved bruk av budsjetterte vektorer

Første verdierestimert på egenkapitalverdien til AUSS estimeres ved bruk av budsjetterte vektorer. Av tabellene ser vi at de tre metodene i første omgang gir ulike verdierestimert. De ulike modellene innenfor hver av metodene vil derimot gi sammenfallende verdierestimert, noe som tyder på konsistent bruk.

#### Egenkapitalmetoden

NBU- og FKE-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FKE/NBU		243 328	1 409 545	1 277 677	1 179 217	1 079 873	950 447	1 055 604	931 618	849 503	795 805	596 542	620 404
/ Diskonteringsfaktor		1,060	1,123	1,193	1,267	1,348	1,435	1,533	1,645	1,774	1,921	2,084	2,260
= NV fra 1 til T+1	7 383 955	229 649	1 254 794	1 071 271	930 433	801 143	662 440	688 630	566 251	478 889	414 169	286 286	274 550
+ Horisontverdi fra T+2	6 697 434												
= Verdien av EK	14 081 389												

Tabell 11-1 Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – EK-metoden

SPE-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balanseført EK	8 720 824												
+ Superprofitt til EK		471 235	413 690	311 193	204 947	105 723	14 588	80 581	146 252	216 873	297 641	309 020	321 380
/ Diskonteringsfaktor		1,060	1,123	1,193	1,267	1,348	1,435	1,533	1,645	1,774	1,921	2,084	2,260
= NV fra 1 til T+1	1 891 173	444 744	368 272	260 921	161 709	78 434	10 168	52 567	88 894	122 257	154 904	148 301	142 222
+ Horisontverdi fra T+2	3 469 392												
= Verdien av EK	14 081 389												

Tabell 11-2 Superprofittmodellen – EK-metoden

Endring SPE-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2029	2030
Nettoreultat i år 1		990 680												
Kapitalisert verdi	16 632 259													
Superprofittvekst til EK			-57 785	-103 133	-106 839	-99 620	-91 202	65 326	63 802	66 871	74 280	4 285	4 984	5 183
/ Diskonteringsfaktor			1,060	1,123	1,193	1,267	1,348	1,435	1,533	1,645	1,774	1,921	2,084	2,260
= NV fra 2 til T+2	-207 896		-54 536	-91 810	-89 580	-78 603	-67 661	45 531	41 622	40 645	41 874	2 230	2 392	2 294
+ Kapitalisert verdi	-3 490 316													
Horisontverdi fra T+3	55 957													
+ Kapitalisert verdi	939 446													
= Verdien av EK	14 081 389													

Tabell 11-3 Superprofittvekstmodellen – EK-metoden



### Selskapskapitalmetoden – Netto driftskapitalmetoden

FKD-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2028	2029
FKD		709 030	2 608 579	2 438 140	2 265 832	2 093 583	1 862 170	1 490 768	1 193 077	943 042	706 694	734 962	764 360
/ Diskonteringsfaktor		1,054	1,109	1,168	1,230	1,297	1,367	1,446	1,535	1,636	1,748	1,869	1,998
<b>= NV fra 1 til T+1</b>	<b>13 112 155</b>	<b>672 833</b>	<b>2 351 861</b>	<b>2 087 570</b>	<b>1 841 601</b>	<b>1 614 558</b>	<b>1 362 036</b>	<b>1 030 691</b>	<b>777 021</b>	<b>576 555</b>	<b>404 193</b>	<b>393 236</b>	<b>382 576</b>
<b>+ Horisontverdi fra T+2</b>	<b>14 113 378</b>												
<b>= Verdien av NDK</b>	<b>27 225 533</b>												
- Netto finansiell gjeld	4 743 573												
- Minoritetsinteresser	5 785 312												
<b>= Verdien av EK</b>	<b>16 696 648</b>												

Tabell 11-4 Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – NDK-metoden

SPD-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2028	2029
Balansført NDK	18 039 174												
+ Superprofitt fra NDK		1 022 204	723 991	537 588	364 605	206 471	64 276	116 843	169 705	228 567	297 703	309 020	321 380
/ Diskonteringsfaktor		1,054	1,109	1,168	1,230	1,297	1,367	1,446	1,535	1,636	1,748	1,869	1,998
<b>= NV fra 1 til T+1</b>	<b>3 252 291</b>	<b>970 019</b>	<b>652 741</b>	<b>460 290</b>	<b>296 340</b>	<b>159 229</b>	<b>47 013</b>	<b>80 783</b>	<b>110 525</b>	<b>139 740</b>	<b>170 271</b>	<b>165 339</b>	<b>160 857</b>
<b>+ Horisontverdi fra T+2</b>	<b>5 934 068</b>												
<b>= Verdien av NDK</b>	<b>27 225 533</b>												
- Netto finansiell gjeld	4 743 573												
- Minoritetsinteresser	5 785 312												
<b>= Verdien av EK</b>	<b>16 696 648</b>												

Tabell 11-5 Superprofittmodellen – NDK-metoden

Endring SPD-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2028	2029	2030
Nettoreultat fra NDE		1 992 665												
Kapitalisert NDR i år 1	37 040 160													
Superprofittvekst NDK			-297 342	-185 992	-172 863	-158 156	-142 230	52 112	51 617	56 403	64 920	6 929	7 797	8 109
/ Diskonteringsfaktor			1,054	1,109	1,168	1,230	1,297	1,367	1,446	1,535	1,636	1,748	1,869	1,998
<b>= NV fra 2 til T+2</b>	<b>-677 728</b>	<b>-282 162</b>	<b>-167 688</b>	<b>-148 008</b>	<b>-128 545</b>	<b>-109 687</b>	<b>38 116</b>	<b>35 687</b>	<b>36 734</b>	<b>39 691</b>	<b>3 963</b>	<b>4 172</b>	<b>4 059</b>	
<b>+ Kapitalisert verdi av Δ SPE</b>	<b>-12 597 788</b>													
Horisontverdi fra T+3	149 727													
<b>+ Kapitalisert horisontverdi</b>	<b>2 783 161</b>													
<b>= Verdien av NDK</b>	<b>27 225 533</b>													
- Netto finansiell gjeld	4 743 573													
- Minoritetsinteresser	5 785 312													
<b>= Verdien av EK</b>	<b>16 696 648</b>													

Tabell 11-6 Superprofittvekstmodellen – NDK-metoden

### Selskapskapitalmetoden – Sysselsatt kapitalmetoden

FKS-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2028	2029
Fri kontantstrøm til SSK		972 393	2 914 019	2 601 774	2 431 131	2 258 525	2 018 790	1 606 537	1 275 872	997 788	734 818	726 235	755 284
/ Diskonteringsfaktor		1,047	1,097	1,150	1,207	1,267	1,331	1,403	1,484	1,575	1,678	1,788	1,906
<b>= Nåverdi fra 1 til T+1</b>	<b>14 642 694</b>	<b>928 310</b>	<b>2 656 079</b>	<b>2 261 744</b>	<b>2 014 328</b>	<b>1 782 459</b>	<b>1 516 651</b>	<b>1 145 326</b>	<b>860 026</b>	<b>633 633</b>	<b>438 037</b>	<b>406 102</b>	<b>396 182</b>
<b>+ Horisontverdien fra T+2</b>	<b>16 219 202</b>												
<b>= Verdien av SSK</b>	<b>30 861 896</b>												
- Finansiell gjeld	7 308 555												
- Minoritetsinteresser	5 785 312												
<b>= Verdien av egenkapital, VEK</b>	<b>17 768 029</b>												

Tabell 11-7 Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – SSK-metoden

SPS-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2028	2029
Balansført SSK	20 604 156												
+ Superprofitt til SSK		1 031 344	730 330	540 043	366 948	208 695	66 375	126 251	179 018	238 027	307 561	309 020	321 380
/ Diskonteringsfaktor		1,047	1,097	1,150	1,207	1,267	1,331	1,403	1,484	1,575	1,678	1,788	1,906
<b>= Nåverdi fra 1 til T+1</b>	<b>3 356 318</b>	<b>984 589</b>	<b>665 683</b>	<b>469 464</b>	<b>304 037</b>	<b>164 705</b>	<b>49 866</b>	<b>90 006</b>	<b>120 670</b>	<b>151 156</b>	<b>183 342</b>	<b>172 800</b>	<b>168 579</b>
<b>+ Horisontverdi fra T+2</b>	<b>6 901 421</b>												
<b>= Verdien av SSK</b>	<b>30 861 896</b>												
- Finansiell gjeld	7 308 555												
- Minoritetsinteresser	5 785 312												
<b>= Verdien av egenkapital, VEK</b>	<b>17 768 029</b>												

Tabell 11-8 Superprofittmodellen – SSK-metoden

Endring SPS-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2028	2029	2030
Nettoreultat til SSK		2 009 782												
Kapitalisert NRS i år 1	42 322 414													
Superprofittvekst til SSK			-300 936	-190 816	-173 689	-158 723	-142 510	59 120	51 050	55 876	64 393	-3 919	6 768	7 038
/ Diskonteringsfaktor			1,047	1,097	1,150	1,207	1,267	1,331	1,403	1,484	1,575	1,678	1,788	1,906
<b>= Nåverdi fra 2 til T+2</b>	<b>-695 377</b>	<b>-287 294</b>	<b>-173 926</b>	<b>-150 989</b>	<b>-131 511</b>	<b>-112 471</b>	<b>44 415</b>	<b>36 394</b>	<b>37 664</b>	<b>40 892</b>	<b>2 336</b>	<b>3 784</b>	<b>3 692</b>	
<b>+ Kapitalisert verdi endring SPS</b>	<b>-14 643 384</b>													
Horisontverdi fra T+3	151 146													
<b>+ Kapitalisert horisont</b>	<b>3 182 866</b>													
<b>= Verdien av SSK</b>	<b>30 861 896</b>													
- Finansiell gjeld	7 308 555													
- Minoritetsinteresser	5 785 312													
<b>= Verdien av egenkapital, VEK</b>	<b>17 768 029</b>													

Tabell 11-9 Superprofittvekstmodellen – SSK-metoden



### Oppsummering – første verdiestimat

Resultatene fra første verdiestimat for de ulike metodene er oppsummert i tabell 11-10. Verdien kan videre deles på antall aksjer for å finne verdiestimatet per aksje, og per 31.12.2015 har AUSS totalt 202 717 374 aksjer. Mange børsnoterte selskaper eier egne aksjer, men dette er ikke tilfellet for AUSS. AUSS eier derimot egne aksjer indirekte, ved at BRBI eier aksjer i AUSS, og dette fremkommer også av balansen hvor de står oppført med egne aksjer. Vi må derfor trekke ifra 1 722 223 aksjer, slik at totale antall utstående aksjer i AUSS blir 200 995 151 (AUSS, 2014A). Basert på det gjennomsnittlige verdiestimatet til egenkapitalen på kr 16 182 022 vil verdiestimatet per aksje være **kr 80,51**.

Verdien av egenkapitalen	FK-modell	SP-modell	$\Delta$ SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	14 081 389	14 081 389	14 081 389	14 081 389
NDK-metode	16 696 648	16 696 648	16 696 648	16 696 648
SSK-metode	17 768 029	17 768 029	17 768 029	17 768 029
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>16 182 022</b>	<b>16 182 022</b>	<b>16 182 022</b>	<b>16 182 022</b>

Tabell 11-10 Oppsummering av første verdiestimat til AUSS

## 11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Første verdiestimat benytter, som nevnt, budsjetterte vekter. Dette gir som tidligere forklart feil verdiestimat, da de budsjetterte vektene i realiteten avviker fra de virkelige vektene. Vi bruker derfor en konvergeringsprosess som sekvensielt justerer vektene mot virkelig verdi for å beregne egenkapitalen til AUSS. Konvergeringsprosessen består av følgende tre steg (Knivsflå, F17, 2016):

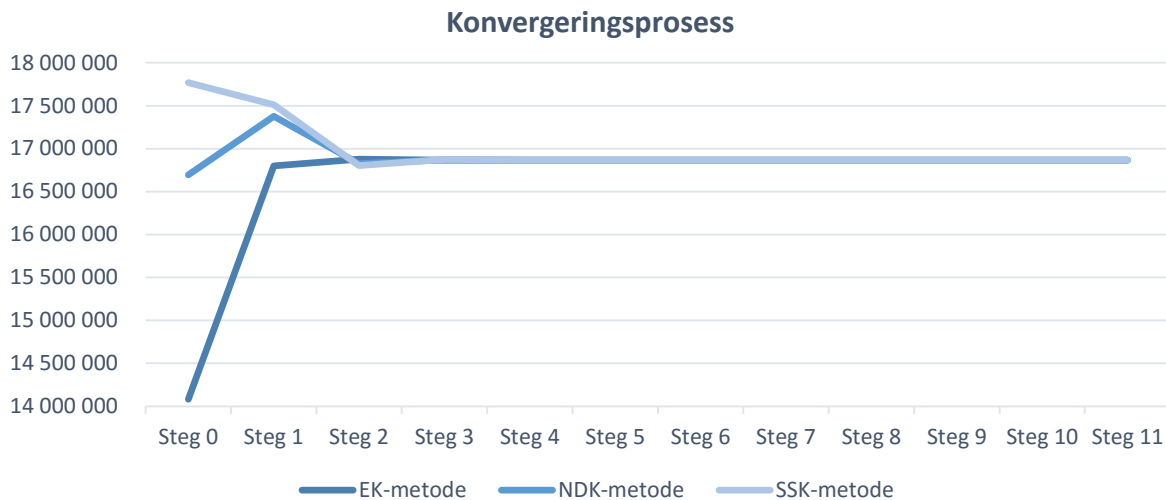
1. Benytte det gjennomsnittlige verdiestimatet på egenkapitalen fra forrige steg (n-1) til å beregne nye verdivekter, samt egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalkrav.
2. Beregne nytt verdiestimat på egenkapitalen ut i fra de oppdaterte verdivektene og kravene.
3. Gjennomføre punkt 1 og 2 helt til forskjellen på verdiestimatene mellom de tre ulike metodene er marginal.

Figur 11-1 og tabell 11-11 illustrerer konvergeringsprosessen på verdiestimatet til AUSS for de tre ulike verddivurderingsmetodene. Av tabellen ser vi at det gjennomsnittlige avviket i steg 0 er 8,654 %, mens det allerede fra steg 1 kun er et avvik på 1,667 %. Dermed ser vi at



de tre metodene allerede fra steg 1 er nokså sammenfallende. Vi gjennomfører likevel flere steg da vi ønsker et avvik nærmest mulig null. Endelig verdiestimat ut ifra konvergeringsprosessen settes derfor til kr 16 867 595, men dette verdiestimatet tar ikke høyde for usikkerhetsmomenter, som vi kommer nærmere tilbake til senere i dette kapitlet.

**Verdiestimatet per aksje blir dermed kr 83,92.**



Figur 11-1 Konvergeringsprosessen fra steg 0 til steg 11

Steg	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10	Steg 11
EK-metode	14 081 389	16 798 910	16 876 582	16 866 658	16 867 671	16 867 589	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595
NDK-metode	16 696 648	17 377 403	16 826 866	16 871 012	16 867 336	16 867 614	16 867 593	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595
SSK-metode	17 768 029	17 512 979	16 802 034	16 873 298	16 867 149	16 867 629	16 867 592	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595
Gjennomsnitt	16 182 022	17 229 764	16 835 161	16 870 323	16 867 385	16 867 611	16 867 594	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595	16 867 595

Avvik i % 8,654 % 1,667 % 0,164 % 0,014 % 0,001 % 0,000 % 0,000 % 0,000 % 0,000 % 0,000 % 0,000 % 0,000 %

Tabell 11-11 Konvergeringsprosessen fra steg 0 til steg 11 med %-vis avvik

Som man kan se av både grafen og tabellen gir NDK-metoden i steg 0 et verdiestimat som er nærmere det vi ender opp med i steg 11, enn det som EK- og SSK-metoden ga. NDK-metoden gir derimot et høyere verdiestimat i steg 1, før det i steg 2 gir et nokså riktig estimat. SSK-metoden gir i steg 0 et for høyt verdiestimat på egenkapitalen, før metoden i steg 2 gir et nokså riktig estimat. EK-metoden gir på den andre siden et lavt verdiestimat på egenkapitalen i steg 0, før metoden i steg 1 gir et nokså riktig estimat.

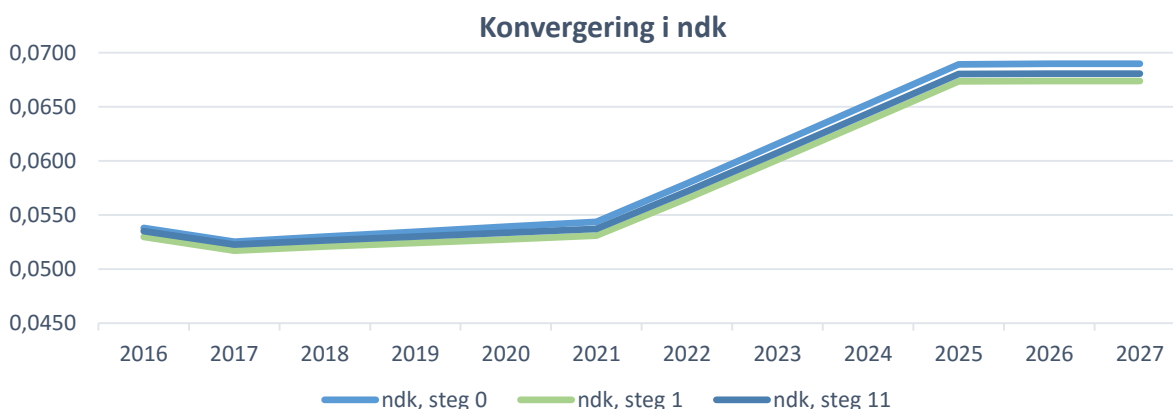
Utviklingene i konvergeringsprosessen har sammenheng med utviklingen til *ekk*, *ssk*, og *ndk*, som figurene under illustrerer. *Nåverdien av egenkapitalen fra 1 til T+1* endres relativt lite gjennom stegene, mens *nåverdien av horisontverdien fra T+2* får en større endring når kravene endres. Følgelig er differansen i kravet mellom steg 0 og steg 11 i år 2027 (T+2) den viktigste faktoren til de varierende verdiestimatene.

Figur 11-2 illustrerer at *ssk* er marginalt lavere i steg 0 enn i steg 11. Dette underbygger det faktum at *nåverdien av horisontverdien fra T+2* kun er litt for høyt i steg 0, og følgelig gir et litt for høyt verdiestimat. Etter steg 0 øker kravet noe, og følgelig får vi et litt lavere verdiestimat. Differansen mellom *ssk* i steg 0 og steg 11 er som nevnt marginal, og dette resulterer i at SSK-metoden gir et brukbart verdiestimat allerede fra steg 0.



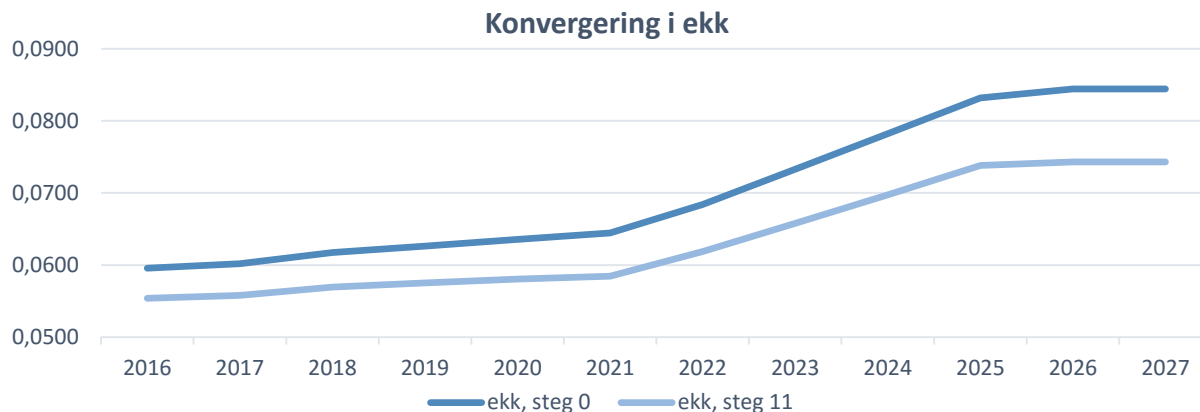
Figur 11-2 Konvergering i ssk fra steg 0 til steg 11

Figur 11-3 illustrerer at *ndk* er marginalt høyere i steg 0 enn steg 11, noe som medfører at *nåverdien av horisontverdien fra T+2* i steg 0 er litt lavt, og følgelig et lavt verdiestimat. I figuren under har vi også valgt å ta med *ndk* i steg 1, og bakgrunnen for dette er at NDK-metoden får en økning i verdiestimatet i steg 1. Grunnen til denne økningen er at *ndk* synker. Deretter øker *ndk* mot steg 11, og følgelig synker også verdiestimatet noe.



Figur 11-3 Konvergering i ndk fra steg 0 til steg 11

Helt til slutt illustrerer figur 11-4 at *ekk* er betydelig høyere i steg 0 enn steg 11, noe som gir et for lavt verdiestimat i steg 0. Etter hvert som *ekk* synker vil også verdiestimatet øke.



Figur 11-4 Konvergering i ekk fra steg 0 til steg 11

## 11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet som ble presentert i 11.4 er basert på forventet utvikling i de ulike budsjettdriverne, noe som gir et *punktestimat* for forventet aksjeverdi. Det må imidlertid fremheves at det foreligger betydelig usikkerhet med tanke på utviklingen til budsjettdriverne, og derfor også verdiestimatet. Det følgende avsnittet vil først se på konkursrisikoen i AUSS og senere tallfeste usikkerheten i driverne for å se hvordan endringer i driverne påvirker det ferdige estimatet. Vi benytter verktøyet Crystal Ball, et tilleggsprogram i Excel, til å simulere mulige scenarier.

### 11.5.1 Konkursrisiko

I kapittel 6 kom vi frem til at AUSS har en ratingkarakter lik A, noe som tilsier en konkurssannsynlighet på 0,8 % i løpet av de neste 12 månedene. Ratingen som ble gitt definerer også kredittrisikopremien, og dermed også kravene i fremtidsregnskapet. Det er verdt å merke seg at fremtidsregnskapet er utarbeidet under forutsetning om *fortsatt drift*. Dette gjør at konkursrisikoen ikke er bygget inn direkte. Spørsmålet blir da om konkursrisikoen er tilstrekkelig ivaretatt i den fundamentale verdsettelsen, ettersom man forventer at konkursrisikoen øker avtakende over lengre tidshorisonter. For å innarbeide konkursrisikoen kan man utføre en nedjustering av verdiestimatet basert på følgende formel:

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * \text{Fundamental verdsettelse av EK} + p * \text{LVEK}$$

$$p = \text{konkurssannsynlighet}$$

$$\text{LVEK} = \text{likvidasjonsverdi av egenkapital}$$



Typisk for konkurser er at en långiver sliter med å få dekket alle sine krav, noe som gjør at aksjonærer sjelden sitter igjen med nevneverdig utdeling ved konkurs. Ved konkurs er det slik at aksjonærer er «sist i køen» når det kommer til utdelinger. Dette får konsekvenser for likvidasjonsverdien som, på grunnlag av kreditors fortrinnsrett, ofte blir null. Ved en syntetisk rating lik A, og dermed 0,8 % konkurssannsynlighet, blir det nedjusterte fundamentale verdiestimatet følgende:

$$\text{Verdiestimat per aksje} = \text{kr } 83,92 * (1 - 0,008) = \mathbf{\text{kr } 83,25}$$

### 11.5.2 Simuleringsanalyse med Crystal Ball

For å synliggjøre usikkerheten i verdiestimer brukes simuleringsanalyser, der budsjett- og verdidrivere gjøres om til usikre eller stokastiske variabler (Knivsflå, F14, 2016). I praksis tillegger man de forskjellige driverne sannsynlighetsfordelinger, slik at de varierer innenfor et gitt intervall. Videre lar man visse drivere korrelere etter bestemte korrelasjonskoeffisienter. Fordelen med en slik analyse er at man synliggjør usikkerheten i verdiestimatet, i tillegg til sensitiviteten til de ulike driverne. Simuleringen vil basere seg på det opprinnelige punkttestimatet på kr 83,92 per aksje, ikke det konkursjusterte verdiestimatet.

#### 11.5.2.1 Kritiske risikofaktorer

Det er blitt identifiserte følgende risikofaktorer som brukes i simuleringsanalysen:

- Driftsinntektsvekst
- Netto driftsmargin
- Omløpshastighet til netto driftseiendeler
- Markedets risikopremie
- Egenkapitalbeta
- Langsiktig risikofri rente
- Langsiktig finansiell gearing
- Minoritetsrentabilitet

Som diskutert i kapittel 9 foreligger det en lineær sammenheng mellom de forskjellige budsjettpunktene. Ved å gjøre budsjettpunktene stokastiske, vil endringer også endre de lineært avhengige variablene. Vi har ikke valgt å legge inn lakseprisen som en kritisk



risikofaktor, selv om den har stor påvirkning på resultatet til AUSS. Bakgrunnen er at lakseprisen indirekte blir hensyntatt i fremtidsregnskapet gjennom driftsinntektsvekst og netto driftsmargin.

### Driftsinntektsvekst

Som beskrevet i kapittel 9, baseres AUSS sin driftsinntektsvekst på kort- og mellomlang sikt på den forventede lakseprisen gjennom Fish Pool sine forwardkontrakter. Grunnet begrensede muligheter til organisk vekst i bransjen, vil veksten i stor grad skyldes endring i lakseprisen. Forwardkontraktene på kort sikt representerer prisestimer med relativt lav usikkerhet. På kort sikt setter vi derfor standardavviket til halvparten av det historiske standardavviket i analyseperioden. På mellomlang sikt, altså i periode  $M$ , forventer vi noe høyere usikkerhet. Dette er begrunnet i at usikkerheten typisk er høyere i periode  $n+1$  enn i  $n$  (Knivsflå, F14, 2016). Standardavviket på mellomlang sikt settes derfor lik som i analyseperioden.

På lang sikt forutsetter vi at veksten er 4 %, lik realveksten i verden. Siden den langsiktige veksten er usikker setter vi en uniform sannsynlighetsfordeling mellom 3 % og 5 %, der øvre grense er satt lavere enn egenkapitalkravet. Den uniforme fordelingen tilsier at alle verdiene i intervallet [3 %; 5 %] har lik sannsynlighet for å inntreffe.

Driftsinntektsveksten	År	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2016	20,00 %	4,33 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2017	-4,00 %	4,33 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2021	-6,00 %	8,66 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2027	4,00 %	U[3 %;5 %]	Uniformt fordelt

Tabell 11-12 Driftsinntektsvekst i de ulike budsjettpunktene

Det er videre nærliggende å argumentere for at høy (lav) vekst gjerne medfører høye (lave) krav, ettersom alternativkostnaden til kapital er høy (lav). Dette innebærer at driftsinntektsveksten i *steady state* har en intuitiv sammenheng med avkastningskravene til egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Vi lar derfor driftsinntektsveksten korrelere svakt med markedsrisikopremien i *steady state* med en korrelasjonskoeffisient lik 0,2. Dette gir:

$$Kor(div, mrp) = 0,2$$

## Netto driftsmargin

På samme måte som driftsinntektsveksten, vil vårt estimat for netto driftsmargin på kort- og mellomlang sikt i stor grad påvirkes av den forventede lakseprisen. Usikkerheten om prisen på kort sikt er mindre enn for mellomlang sikt. Det er mange ytre- og indre faktorer som kan påvirke lakseprisen og marginen i AUSS. Likevel har marginen i AUSS vært mer stabil enn driftsinntektsveksten, der standardavviket i analyseperioden var 4,33 %. Vi tror at marginene vil holde seg mer stabil enn driftsinntektene også i fremtiden, og benytter derfor historisk standardavvik for alle budsjettpunktene, med unntak av budsjettperiode T.

I *steady state* forventer vi at marginen ligger på nivå med bransjen, med standardavvik på halvparten av nivået i analyseperioden. Usikkerheten vil her være mindre, da dette tallet representerer et gjennomsnitt for både opp- og nedgangstider.

Netto driftsmargin	År	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2016	11,00 %	3,45 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2017	10,00 %	3,45 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2021	6,50 %	3,45 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2027	9,00 %	2,45 %	Normalfordelt

Tabell 11-13 Netto driftsmargin i de ulike budsjettpunktene

Vi vil også her legge inn en korrelasjon i modellen. Omløpskostnaden påvirkes ofte av forsøket på å øke netto driftsmargin. Det kan derfor være hensiktsmessig å legge inn en korrelasjon mellom disse (Knivsflå, F14, 2016). I analyseperioden var korrelasjonen mellom *ndm* og *onde* 0,8653. Fremover forutsetter vi en korrelasjon lik halvparten, da 0,8653 virker noe høyt. Korrelasjonen er gitt ved:

$$Kor(ndm, onde) = 0,4$$

Videre er det naturlig at selskaper med høy driftsmargin gjerne tar høyere finansiell risiko og dermed har høyere finansiell gearing (Knivsflå, F14, 2016). Vi finner derimot ikke en sterk korrelasjon mellom finansiell gjeldsdel og netto driftsmargin i analyseperioden. Vi velger likevel å legge inn en svak korrelasjon, slik at:

$$Kor(ndm, fgd) = 0,1$$

Da lakseprisen har stor innvirkning på både driftsinntektsveksten og netto driftsmargin er det naturlig at det også her er en korrelasjon. I analyseperioden var korrelasjonen mellom *div* og *ndm* 0,9209. Dette tilsier at *div* og *ndm* har en sterk samvariasjon, noe som er naturlig

ut fra bransjens natur. AUSS produserer ikke kun laks, noe som gjør at vi forventer en litt lavere korrelasjon frem i tid, slik at:

$$Kor(div, ndm) = 0,5$$

### Minoritetsrentabilitet

Siden minoritetsinteressene i AUSS i stor grad er innen oppdrett vil rentabiliteten for minoriteten påvirkes av lakseprisen. På kort- og mellomlang sikt vil usikkerheten være større enn på lang sikt, og dette har sammenheng med forutsetningen om at *mir* vil være lik *mik* i *steady state*. Vi setter dermed standardavviket på kort- og mellomlang sikt lik det historiske standardavviket, mens det på lang sikt settes til halvparten av det historiske standardavviket. Vi forventer at *mir* vil ligge nær *mik* på lang sikt.

Minoritetsrentabilitet	År	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2016	20,00 %	9,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2017	15,00 %	9,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2021	10,00 %	9,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2027	10,32 %	4,50 %	Normalfordelt

Tabell 11-14 Minoritetsrentabilitet i de ulike budsjettpunktene

Da minoritetsrentabiliteten i stor grad påvirkes av lakseprisen, legger vi inn en korrelasjon mellom netto driftsmargin og minoritetsrentabiliteten. På denne måten vil gode år for AUSS også føre til gode år for minoriteten, noe som virker naturlig. Vi legger likevel ikke en samvariasjon lik 1, da flere forhold påvirker minoritetsrentabiliteten. Korrelasjonen settes da til:

$$Kor(ndm, mir) = 0,4$$

### Omløpet til netto driftseiendeler

I analyseperioden har omløpet til netto driftseiendeler hatt et standardavvik på 9,65 %. Selv om *onde*, ifølge estimatene, øker betydelig fra 2015 til 2016 medfører det nødvendigvis ikke mer usikkerhet. Det estimerte *onde* i 2016 ligger rundt gjennomsnittet for analyseperioden, noe som tilsier at det ikke er utenfor normalen. Vi forutsetter derfor at standardavviket på kort sikt er lik det historiske snittet. På mellomlang sikt øker vi usikkerheten noe, og øker derfor standardavviket med 1,5 %, til 11,15 %. På lang sikt forutsetter vi at *onde* vil ligge på bransjesnittet. Vi velger her å halvere det historiske snittet, da det er nærliggende å forutsette at AUSS sin *onde* vil ligge nær snittet i konstant vekst. Vi setter dermed standardavviket til 4,83 % i periode T.

Omløpet til netto driftseiendeler	År	Forventet "onde"	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2016	1,0042	9,65 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2017	0,9000	9,65 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2021	0,9000	11,15 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2027	1,0000	4,83 %	Normalfordelt

Tabell 11-15 Omløpet til netto driftseiendeler i de ulike budsjettpunktene

### Øvrige kritiske risikofaktorer

I tabell 11-16 presenteres de øvrige risikofaktorene og deres sannsynlighetsfordeling.

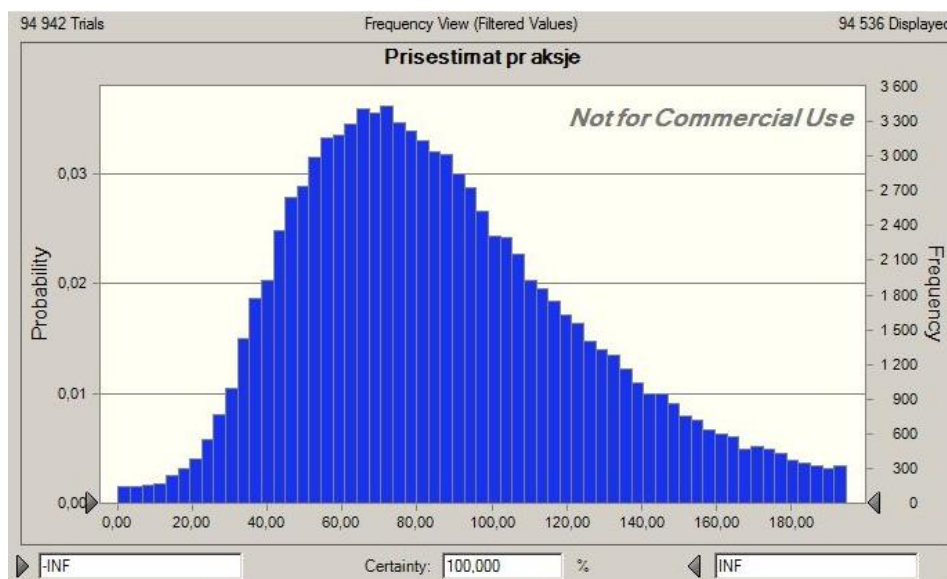
Øvrige kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Markedets risikopremie	0,0480	U[4,2% ; 5,4%]	Uniformt fordelt
Egenkapitalbeta	0,8742	8,78 %	Normalfordelt
Langsiktig risikofri rente	0,0210	U[1,6% ; 2,6%]	Uniformt fordelt
Langsiktig finansiell gearing	0,4500	U[45% ; 55%]	Uniformt fordelt

Tabell 11-16 Øvrige risikofaktorer

Egenkapitalbetaen er analyseperiodens justerte egenkapitalbeta, som ble beregnet i kapittel 7. Standardavviket til egenkapitalbetaen er standardavviket i analyseperioden.

### 11.5.2.2 Simuleringsanalyse

I dette avsnittet vil resultatet av en *Monte Carlo-simulering* med 100 000 trekninger bli presentert. Vi har her benyttet et tilleggsprogram i Excel, ved navn Crystal Ball. Ved å sette en forutsetning om at programmet kun skal ta med verdiestimat i intervallet [0,200] får vi en mer realistisk trekning, da urealistiske verdier fjernes. Nedre grenses settes til 0, med bakgrunn i forventet verdi for aksjonærer ved en konkurs. Øvre grense er skjønnsmessig satt til 200. Intervallbegrensningen resulterer i at 5 058 trekninger filtreres ut og i vårt tilfelle er både positive og negative ekstremtilfeller filtrert ut. Resultatene fra simuleringen er presentert i figur 11-5 og tabell 11-17.



Figur 11-5 Monte Carlo-simulering av verdiestimatet per aksje





<u>Statistics</u>	<u>Prisestimat pr aksje</u>
Trials	94942
Base Case	83,92
Mean	86,96
Median	81,27
Mode	---
Standard Deviation	38,49
Variance	1 481,79
Skewness	0,6007
Kurtosis	2,95
Coeff. of Variation	0,4426
Minimum	0,02
Maximum	199,98
Range Width	199,97
Mean Std. Error	0,12
Filtered Values	5058

*Tabell 11-17 Statistiske data fra Monte Carlo-simuleringen*

Simuleringen viser et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 86,96, noe som er marginalt over det opprinnelige estimatet (base case) på kr 83,92. Videre har vi en topp rundt kr 70, i tillegg til en forskyvning mot høyre der høyre «hale» er lengre og tykkere enn den til venstre. Dette kan forklare hvorfor gjennomsnittsverdien er høyere enn base case. Skewness-koeffisienten på 0,6007 underbygger forskyvningen, da null tilsvarer perfekt normalfordeling. Kurtosis-verdien på 2,95 tilsier at det er en del ekstremverdier som er fjernet fra simuleringen. Standardavviket i simuleringen er beregnet til 38,49 %, og det er dermed betydelig usikkerhet knyttet til verdiestimatet.

Sannsynligheten for konkurs eller en verdi på null er estimert til 0,001 %. Dette er enda lavere enn den forventede konkurrisikoen gitt en A-rating. Avviket er likevel så lite at det ikke vil ha noe praktisk betydning.

### 11.5.2.3 Original sensitivtetsanalyse

For å få en enda bedre forståelse av variasjonen i verdiestimatet er det interessant å se nærmere på de ulike budsjett drivernes innvirkning på verdiestimatet. Crystal Ball-simuleringen gir oss sensitivtetsanalysen som er illustrert i figur 11-18, der de ulike budsjett drivernes bidrag til varians kommer frem.



Budsjettvariabler	Bidrag til varians
Netto driftsmargin (T)	49,7 %
Driftsinntektsvekst (T)	13,5 %
Omløpet til netto driftseiendeler (T)	11,1 %
Minoritetsrentabilitet (T)	6,2 %
Driftsinntektsvekst (M)	6,1 %
Netto driftsmargin (M)	4,2 %
Egenkapitalbeta	2,4 %
Netto driftsmargin (2017)	1,9 %
Driftsinntektsvekst (2017)	1,5 %
Omløpet til netto driftseiendeler (M)	1,5 %
Omløpet til netto driftseiendeler (2017)	0,6 %
Finansiell gjeldsdel (T)	0,5 %
Netto driftsmargin (2016)	0,3 %
Driftsinntektsvekst (2016)	0,3 %
Markedsrisikopremien	0,2 %
Minoritetsrentabilitet (M)	0,0 %
Minoritetsrentabilitet (2017)	0,0 %
Minoritetsrentabilitet (2016)	0,0 %
Finansiell gjeldsrente (T)	0,0 %

Tabell 11-18 Forklaring av usikkerhet i simuleringen ved ulike budsjett drivere

Det er verdt å merke seg at de fire mest sensitive driverne er i periode T. Dette er naturlig da terminalverdien relativt sett er en stor del av de neddiskonterte kontantstrømmene. Videre vil også de stokastiske verdiene i periode T ha innvirkning på flere år enn de ulike verdiene tidligere i fremtidsregnskapet. Vi skal nå se nærmere på de budsjett driverne som har størst påvirkning på verdiestimatet.

### Netto driftsmargin

Netto driftsmargin i *steady state* er variabelen som topper listen. Dette er ikke særlig overraskende, da netto driftsmargin i periode T er et mål på lønnsomheten i konstant vekst. Dermed vil mesteparten av aksjens *oppsidepotensial* være avhengig av netto driftsmargin. Av tabell 11-18 ser vi at netto driftsmargin i periode T og M står for nesten 54 % av variasjonen i estimatet. Analysen understreker derfor viktigheten ved å opprettholde eller øke marginen.

### Driftsinntektsvekst

Neste budsjett driver på listen er driftsinntektsveksten i periode T. Dette kommer heller ikke som en overraskelse da lønnsomheten i selskapet er en funksjon av driftsinntekten og netto driftsmarginen. For både periode T og M bidrar driftsinntektsveksten med nesten 20 % av variansen, som vi ser av tabell 11-18.

### Omløpet til netto driftseiendeler

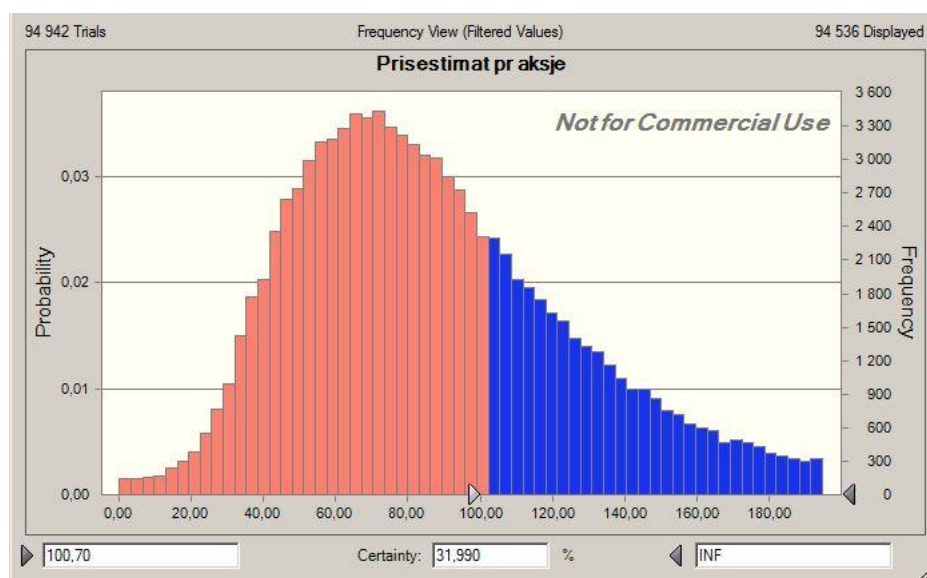
Omløpet til netto driftseiendeler påvirker også verdiestimatet betydelig. Dette har sammenheng med at omløpet i vår modell bestemmer hvor mye netto driftseiendeler AUSS har balanseført. *FE*, *FG* og *MI* er beregnet ut i fra en prosentdel av *NDE*, og følgelig vil *EK* regnes ut implisitt. Da omløpet påvirker *NDE*, vil det også påvirke de nevnte kapitalene. Dette ble forklart mer i detalj i kapittel 9. Samlet sett utgjør omløpet til driftseiendelene i periode T og M om lag 13 % av variansen i verdiestimatet.

### Makroøkonomiske faktorer

De makroøkonomiske forholdene ser ikke ut å påvirke estimatet nevneverdig, noe som er overraskende. En grunn kan være at korrelasjonene som er lagt inn i modellen utjevner utslagene, samt at ekstremverdier er filtrert ut. Holder man alt annet likt, men kun endrer markedsrisikopremien eller den langsiktige gjeldsrenten, ser vi at de makroøkonomiske forholdene har betydelig påvirkning på verdiestimatet.

#### 11.5.2.4 Oppsidepotensial

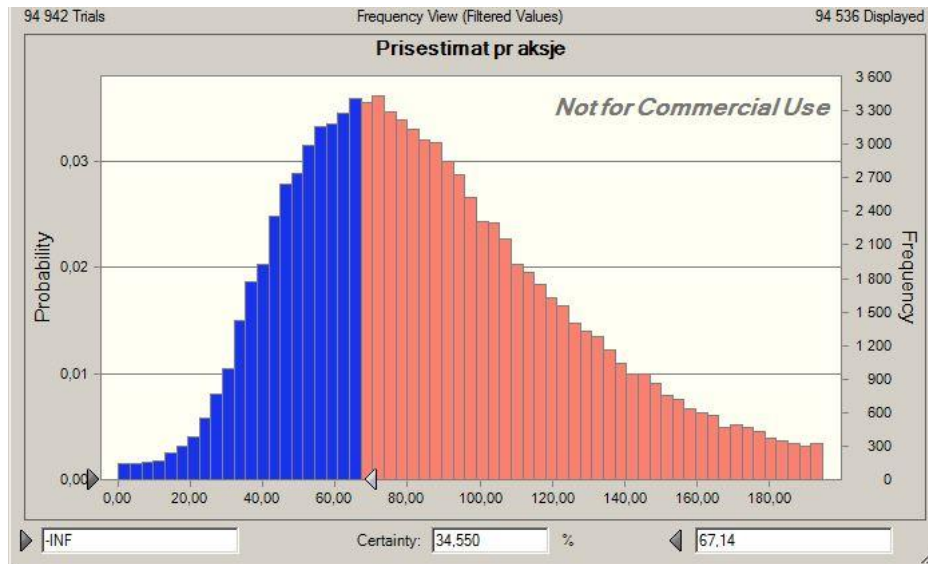
Oppsidepotensialet til aksjen representerer sannsynligheten for at aksjens verdi er minst 20 % høyere enn verdiestimatet. Nedre grense settes således til kr 100,70. Det blå område i figur 11-6 representerer oppsidepotensialet for aksjen. Sannsynligheten for at verdiestimatet er høyere enn kr 100,70 er 31,99 %. Dette medfører en middels stor sannsynlighet for en oppside på minst 20 % i aksjen.



Figur 11-6 Oppsidepotensialet til AUSS ifølge Monte Carlo-simuleringen

### 11.5.2.5 Nedsiderisiko

Nedsiderisikoen for aksjen beregnes på tilsvarende måte der 80 % eller mindre av verdiestimatet tilsvarer nedsiderisikoen. Øvre grense settes dermed til kr 67,14. Det blå område i figur 11-20 illustrerer nedsiderisikoen. Nedsiderisikoen beregnes til 34,55 % og anses dermed som middels stor.



Figur 11-7 Nedsiderisiko til AUSS ifølge Monte Carlo-simuleringen

### 11.5.2.6 Oppsummering simuleringsanalyse

Simuleringsanalysen avdekker at det foreligger betydelig usikkerhet i verdiestimatet, og det er viktig å understreke usikkerheten rundt slike estimat. Det er vanlig praksis hos meglerhus å komme med kursmål eller verdivurderinger uten at usikkerheten kommer frem. Dette kan gi en falsk trygghet hos dem som benytter seg av kursmålene.

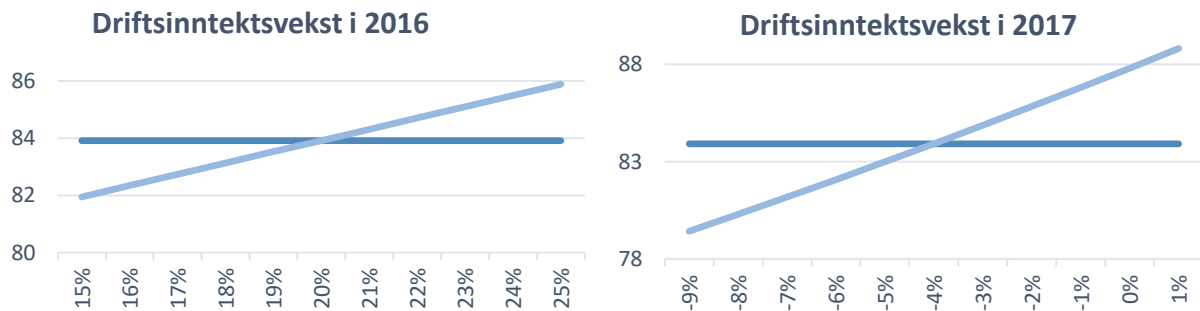
Analysen vår viser at det er omtrent like stort oppsidepotensial som nedsiderisiko, noe som underbygger usikkerheten i estimatet ytterligere.

### 11.5.3 Utvidet sensitivitetsanalyse

For å se enda nærmere på sensitiviteten i de ulike budsjettdriverne skal vi videre utvide sensitivitetsanalysen, der vi endrer de ulike budsjettdriverne mens alt annet holdes likt. Vi vil se nærmere på de fire mest utslagsgivende driverne. For alle figurene vil mørkeblå strek representere verdiestimatet, mens lyseblå strek vil vise sensitiviteten i driveren.

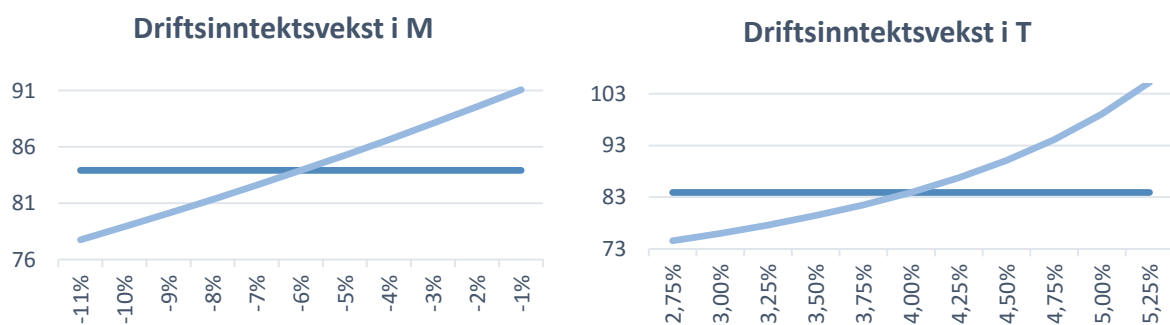
### 11.5.3.1 Driftsinntektsvekst

Fra variasjonsanalysen i tabell 11-18 ser vi at driftsinntektsvekst på kort sikt, det vil si i 2016 og 2017, har lite påvirkning på den fundamentale verdsettelsen. Antakelsen ser ut til å stemme basert på figurene under. Ved å se nærmere på tallene ser vi at en økning på 1 % i *div* i 2016 og 2017 fører til en vekst i verdiestimatet på henholdsvis 0,5 % og 1,14 %. Store endringer i veksten på kort sikt har dermed lite innvirkning på verdiestimatet.



Figur 11-8 Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdiestimatet på kort sikt

Driftsinntektene på mellomlang sikt, periode M, bidrar med 6 % av variasjonen i verdiestimatet. En 1 % økning i *div* på mellomlang sikt fører til 1,6 % økning i verdiestimatet. Ut i fra sensitivitetsanalysen ville man forventet at påvirkningen skulle vært noe større. Årsaken til dette kan være at budsjettdriveren i Crystal Ball er normalfordelt med standardavvik 4,33 %. Crystal Ball kan ha utført trekninger med for stort utfallsrom for driveren, og dermed gitt ekstremverdier. Dette underbygges også av Tornadoanalysen i slutten av kapitlet, der *div* varierer fra -0,1710 til 0,0510.



Figur 11-9 Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdiestimatet på mellomlang- og lang sikt

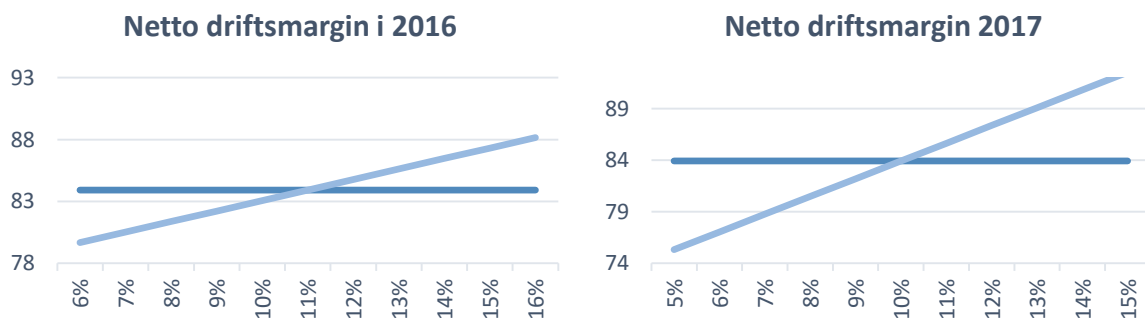
Driftsinntektsveksten på lang sikt står for 13,5 % av variasjonen i verdiestimatet. Av figur 11-9 ser vi at grafen er tiltakende konveks, noe som skyldes at terminalverdiene i verdsettelsesmodellene øker etter hvert som vi nærmer oss kravene for de respektive kapitalene. Verdiestimatet er derfor relativt sensitivt for endringer i driveren, spesielt når man overstiger base case på 4 %. Til illustrasjon vil en økning fra 4 % til 5 % i driveren føre til

en økning i verdiestimatet på 18 %, mens en reduksjon fra 4 % til 3 % vil føre til en reduksjon på rundt -10 %. Resultatene fra den originale- og utvidede sensitivitetsanalysen ser derfor ut å være på linje.

Analysen viser at det er en positiv sammenheng mellom økning i driftsinntekter og det fundamentale verdiestimatet, noe som ikke er overraskende. Av den grunn vil det være viktig for AUSS å ha fokus på *div*, selv med synkende laksepriser. Fokus på bearbeiding og salg av andre produkter vil derfor være viktig for å opprettholde veksten i driftsinntekter.

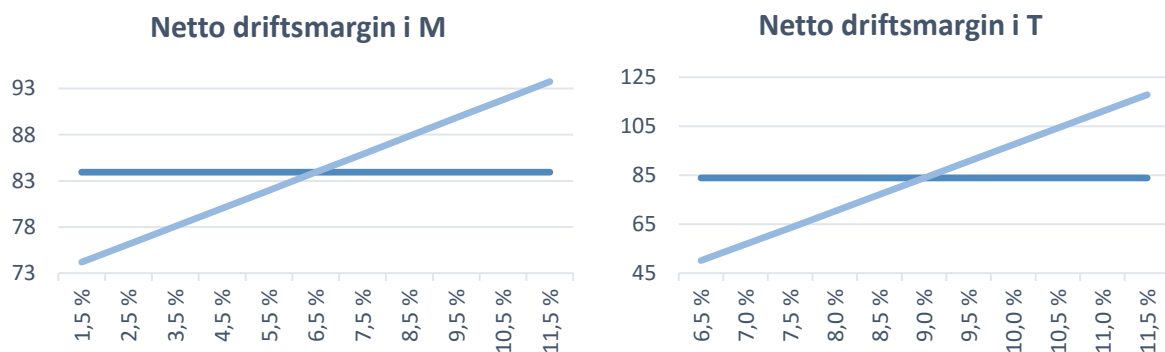
### 11.5.3.2 Netto driftsmargin

Av sensitivitetsanalysen er *ndm* den driveren som totalt sett påvirker verdiestimatet mest. Den langsiktige *ndm* står alene for nesten 50 % av variasjonen. Vi vil i følgende avsnitt analysere *ndm* nærmere på kort-, mellom- og lang sikt. Figurene 11-10 og 11-11 illustrer sammenhengene mellom endring i margin og verdiestimat.



Figur 11-10 Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på kort sikt

Vi ser av grafene at *ndm* påvirker verdiestimatet noe på kort sikt. En 1 % økning i 2016 og 2017 gir henholdsvis 1 % og 2 % økning i verdiestimatet. Vi ser her at *ndm* påvirker estimatet mer enn *div* på kort sikt. Det er naturlig at den kortsiktige *ndm* ikke påvirker verdiestimatet like mye som på mellomlang- og lang sikt.



Figur 11-11 Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på mellomlang- og lang sikt

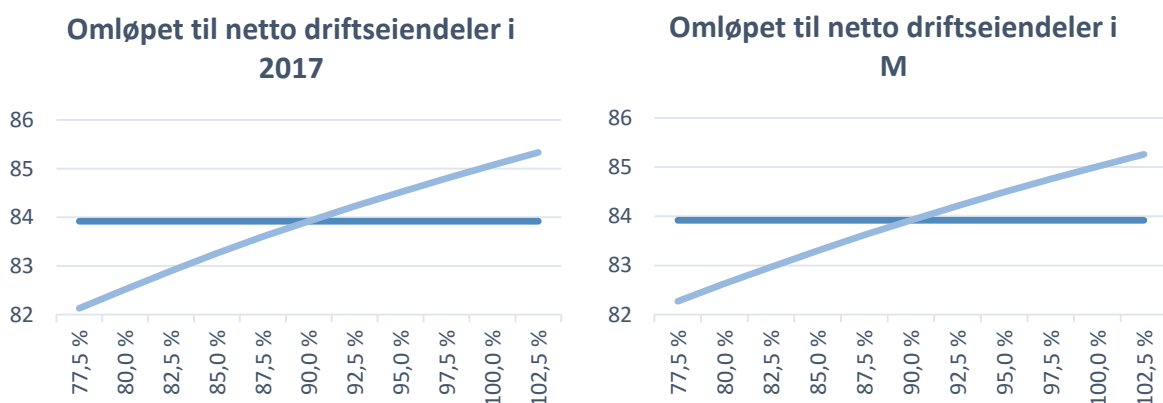


På mellomlang sikt har *ndm* en større innvirkning på verdiestimatet enn på kort sikt. En 1 % økning i driveren fører til en 2,5 % økning i verdiestimatet. Det er imidlertid verdt å merke seg at denne økningen er lavere enn hva den originale sensitivetsanalysen på 4,2 % skulle tilsi. Dette kan forklares på samme måte som ved *div* på mellomlang sikt, der driveren kanskje har fått et for stort standardavvik, og dermed gir ekstremverdier. Usikkerheten er derimot relativt stor på mellomlang sikt, noe som rettferdiggjør standardavviket.

På lang sikt er det tydelig at *ndm* har betydelig påvirkning på verdiestimatet. Det ser ut å være en lineær sammenheng mellom *ndm* og verdiestimatet, der en 1 % økning i driveren fører til om lag 16 % økning i verdiestimatet. Det er dermed lett å se hvorfor fokus på kostnadssiden og bearbeiding av produkter er viktig for AUSS. En liten reduksjon i kostnader vil få store konsekvenser for lønnsomheten, og dermed verdiestimatet.

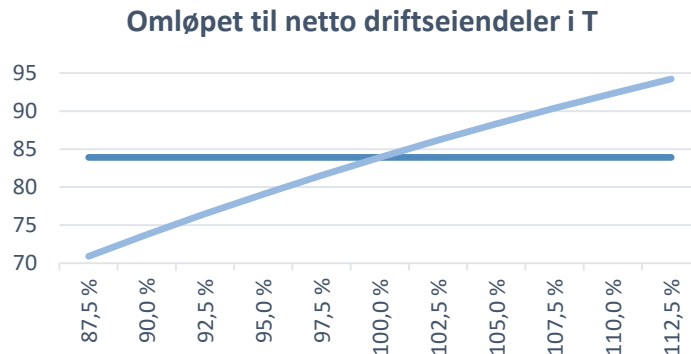
### 11.5.3.3 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til driftseiendelene i 2016 er regnet ut implisitt i modellen, og er derfor verken med i den originale- eller utvidede sensitivetsanalysen. Fra sensitivetsanalysen har vi funnet ut at *onde* i 2017 har liten påvirkning på verdiestimatet. Dette er ikke overraskende med tanke på at *onde* ikke påvirker lønnsomheten i selskapet direkte. Omløpet påvirker derimot egenkapitalen og dermed også utbytteutbetalingen, da egenkapitalen er regnet ut implisitt i modellen. Det er dermed litt overraskende at omløpet også på mellomlang sikt har liten påvirkning på verdiestimatet. *Onde* påvirker verdiestimatet som følge av kapitalbinding, samt at *onde* og *ndm* sammen danner grunnlag for selskapets *ndr*. En 2,5 % økning i *onde* på kort- og mellomlang sikt utgjør kun en 0,4 % økning i verdiestimatet på begge budsjettpunktene. Figur 11-12 viser at sensitiviteten til *onde* er svak konkav.



Figur 11-12 Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på kort- og mellomlang sikt

På lang sikt har *onde* større påvirkning på verdiestimatet. En økning på 2,5 % vil føre til om lag 3 % økning i verdiestimatet. Også her er grafen konkav, noe som tilsier at verdiøkningen ved høyere *onde* er avtakende.

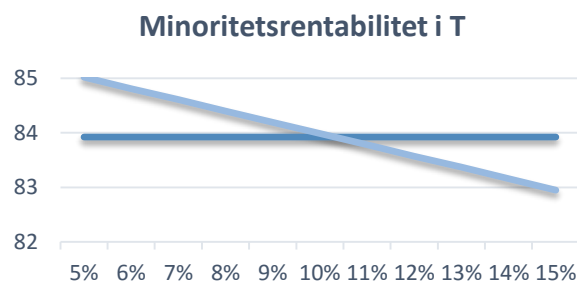


Figur 11-13 Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på lang sikt

#### 11.5.3.4 Minoritetsrentabilitet

Minoritetsrentabiliteten (*mir*) har ifølge sensitivitetsanalysen kun effekt på lang sikt. Dette er overraskende da en høy minoritetsrentabilitet fører til lavere lønnsomhet hos majoriteten. Det er imidlertid lagt inn en korrelasjon i modellen som sier at minoritetsrentabiliteten og netto driftsmargin samvarierer. Denne korrelasjonen vil kunne føre til at påvirkningen minoritetsrentabiliteten har på kort sikt blir utjevnet av *ndm*. Vi velger kun å se nærmere på den langsiktige påvirkningen da punkttestimatet for verdien av AUSS forutsetter at minoritetsrentabiliteten er lik kravet på lang sikt.

Ser vi nærmere på påvirkningen *mir* har på lang sikt, ser vi at en 1 % endring i driveren kun fører til en 0,25 % endring i verdiestimatet. Dette samsvarer dårlig med den originale sensitivitetsanalysen i 11.5.2.3 der *mir* på lang sikt utgjør i overkant av 6 % av variasjonen. Dette tyder på at standardavviket som ble lagt inn i modellen er noe høyt og at Crystal Ball trekker ut ekstremverdier.

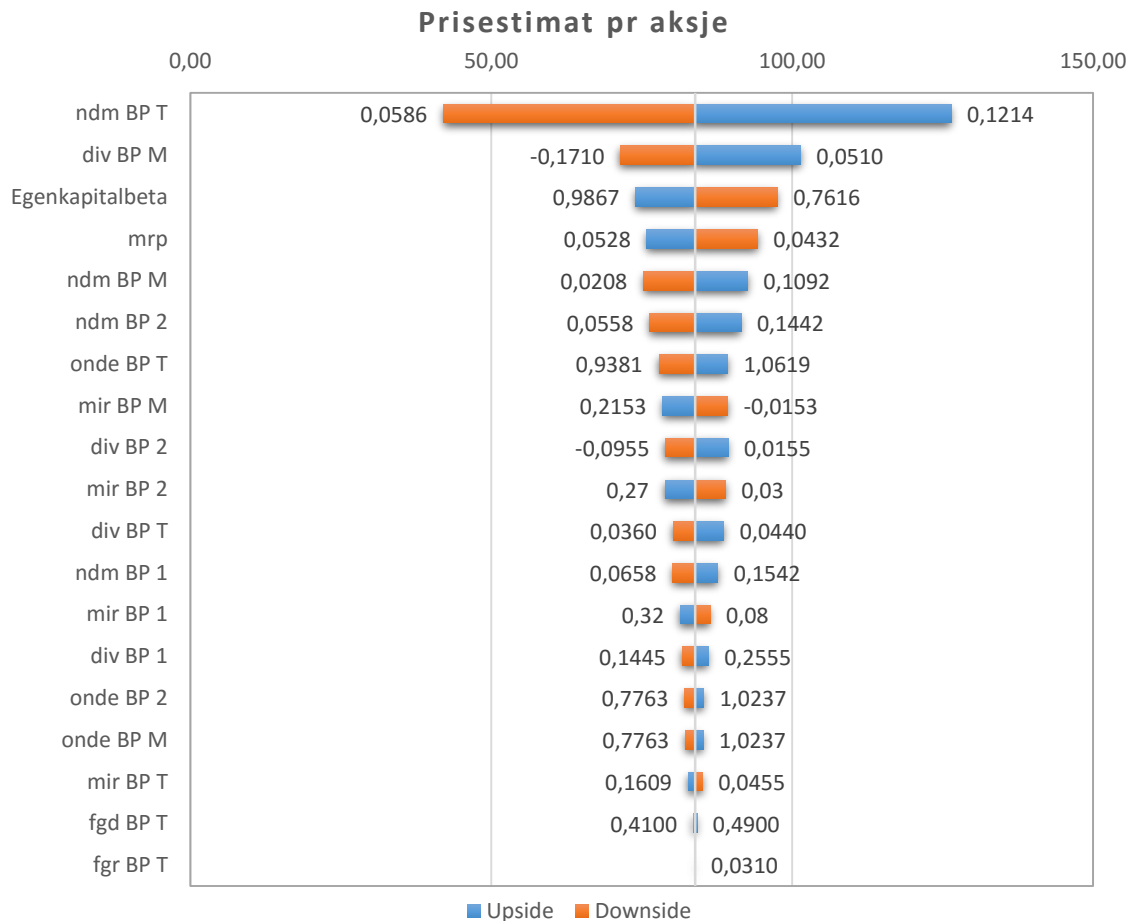


Figur 11-14 Minoritetsrentabilitetens påvirkning på verdiestimatet på lang sikt



### 11.5.3.5 Tornadoanalyse

Figur 11-15 er en Tornadoanalyse, som er en illustrasjon av de ulike budsjettdriveres innvirkning på verdiestimatet gitt grenseverdier oppover og nedover. Figuren illustrerer sensitiviteten i budsjettdriverne, slik vi har analysert over.



Figur 11-15 Tornadoanalyse av verdidriverne

## 11.6 Drøfting av fundamentalt verdiestimat

Som diskutert i 11.4 fører konvergeringsprosessen til et endelig verdiestimat på kr 83,25 per aksje. Da AUSS består av forskjellige datterselskaper og forretningsområder, er det interessant å se på verdsettelsen av de forskjellige delene. Lerøy er børsnotert på Oslo Børs, og dermed vil man ved hjelp av eierandel og markedsverdi til Lerøy kunne regne ut hvor stort eierskapet til AUSS er verdt i markedet. Basert på denne utregningen vil vi implisitt finne ut hvor mye vi verdsetter resten av virksomheten til AUSS.

AUSS eier 57,52 % av Lerøy, noe som utgjør en markedsverdi på 13 324 MNOK per 22.04.2016. Dette gjør at AUSS sin eierandel i markedsverdien til Lerøy tilsvarer kr 66,29 per



aksje i AUSS. Implisitt verdsetter vi verdien til den resterende virksomheten til AUSS til kr 16,96 per aksje. Lerøy utgjør dermed 80 % av verdiestimatet, mens resterende del utgjør 20 %. Dette samsvarer bra med omsetningsfordelingen til Lerøy og den resterende delen som er henholdsvis 72 % og 28 %. I tillegg er Lerøy det mest lønnsomme datterselskapet, og dermed er det naturlig at selskapet utgjør en større del av verdsettelsen.

Basert på drøftingen i dette avsnittet vurderer vi vårt verdiestimat som plausibelt, selv om det ligger over konsensus på kr 74,00 per aksje.

Som nevnt i 9.4.5 (*Netto finanskostnad*) vil forutsetningen om at  $fgr = fgk$  ha stor innvirkning på verdiestimatet dersom  $fgk < fgr$ , noe som er tilfellet for AUSS over analyseperioden. Ved å regne ut nåverdien av den gjennomsnittlige differansen mellom  $fgr$  og  $fgk$  i analyseperioden på 1,35 %, gitt samme diskonteringsfaktorer som ved EK-modellen etter konvergeringsprosessen, får vi et estimat på hvor mye den reduserte finanskostnaden påvirker verdiestimatet. Utregningen gir en verdireduksjonen på om lag kr 1,4 milliarder, noe som tilsvarer nesten kr 7 per aksje. Forutsetningen om at  $fgr = fgk$  vil derfor kunne være en grunn til at vårt estimat er over konsensus.

Beregningen kan videre underbygge drøftingen om at kredittrisikopremien er satt noe lavt. En høyere  $k_{rp}$  medfører at differansen mellom  $fgr$  og  $fgk$  reduseres, og vi får dermed ikke et like stort utslag i verdiestimatet, gitt forutsetningen om at  $fgr = fgk$ . Som nevnt tidligere i utredningen velger vi likevel å følge modellen, men det bør påpekes at forutsetninger som dette vil kunne påvirke resultatet.

## 12 Komparativ verdivurdering

I kapittel 3 valgte vi *fundamental verdivurdering* som vår hovedteknikk for å komme frem til et verdiestimat på aksjene i AUSS. Vi kom også frem til at vi ville benytte en *komparativ verdivurdering* som supplerende verdivurderingsteknikk. Innenfor komparativ verdivurdering har vi videre valgt å anvende *multiplikatormodellen* fremfor *substansverdimodellen*, da denne tar bedre hensyn til karakteristikkene ved havbruk- og fiskerinæringen. Som vi kom frem til i kapittel 3 er bransjen vår nettopp gått over i en moden fase og utsiktene til fortsatt drift er gode. Dermed virker *multiplikatormodellen* å være den mest hensiktsmessige og benytte.

Multiplikatormodellen er også den mest brukte verdivurderingsmetoden i praksis da den er relativt enkel og lite tidkrevende å gjennomføre. Modellen beregner egenkapitalverdien ved å multiplisere en skaleringsfaktor med tilhørende multiplikator. De valgte multiplikatorene vil bli presentert videre i kapittelet.

I beregningene av de ulike multiplikatorene har vi valgt å bruke både vektet snitt og gjennomsnitt for å ta hensyn til markedsandelene til de komparative virksomhetene. Tidligere i denne utredningen har vi kun benyttet vektet snitt, men for å unngå store svingninger hos en av de komparative virksomhetene har vi valgt å benytte vanlig gjennomsnitt også. Verdiestimatet per aksje er dermed gjennomsnittet av disse to beregningene.

For å finne et verdiestimat til AUSS basert på multiplikatormodellen må vi gjennomføre følgende tre steg:

1. Identifisere komparative virksomheter
2. Velge ut aktuelle multiplikatorer og deretter beregne disse
3. Beregne egenkapitalverdien basert på observerte multiplikatorer

En ulempe med multiplikatormodellen er imidlertid at verdiestimatet blir påvirket av sammenligningsgrunnlaget og markedets holdning til bransjen, samt at ulikheter innenfor finansiering og risiko av de komparative virksomhetene kan medføre misvisende multipler. En ukritisk bruk av multiplikatormodellen kan dermed lett føre til feil verdiestimat. Mulige



feilkilder ved bruk av modellen vil derfor bli drøftet, før vi videre utfører en komparativ verddivurdering. Avslutningsvis vil vi vurdere om det endelige verdiestimatet skal justeres.

## 12.1 Komparative virksomheter

Vi velger å benytte flere av de samme komparative virksomhetene som vi benyttet under den fundamentale verdsettelsen. Et kriterium er at de komparative virksomhetene er børsnoterte, og følgelig kan vi ikke benytte verken Copeinca eller Exalmar. Resten av kriteriene til de valgte komparative virksomhetene ved bruk av multiplikatormodellen er de samme som i den fundamentale verddivurderingen. Dermed vil de komparative virksomhetene i denne supplerende verdsettelsen være Marine Harvest, SalMar og Omega.

En ulempe med dette utvalget er at det i stor grad består av aktører innenfor oppdrettsbransjen, da Omega er den eneste av de tre komparative virksomhetene som driver med pelagisk fiske og -produksjon. Valget av disse tre kan likevel underbygges ved at Copeinca og Exalmar er de to minste aktørene i utvalget vårt. I tillegg avdekket vi også i kapittel 8 at AUSS sin strategiske fordel i stor grad består av bransjefordel drift, og denne fordelene påvirkes hovedsakelig av de største aktørene.

## 12.2 Multiplikatorer

Et multiplikatorforhold er et verdigrunnlag dividert med en skaleringsfaktor. Verdigrunnlaget er ofte prisen på aksjene i et selskap eller verdien av selskapet, mens skaleringsfaktor ofte er en kritisk ressurs, resultat-, balanse- eller kontantstørrelse. Vi må derfor beregne et utvalg multiplikatorer, som man deretter multipliserer med skaleringsfaktoren igjen. Dette er vist i formelen under (Dyrnes, 2009).

$$\begin{aligned} \text{Verdiestimat} &= \text{Komparativ multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor} \\ &= \frac{\text{Verdigrunnlag}}{\text{Skaleringsfaktor}} * \text{Skaleringsfaktor} \end{aligned}$$

De utvalgte multiplikatorene skal videre reflektere risiko og vekstforventninger. Høy risiko og lave vekstforventninger gir en lav multiplikator, og følgelig et lavt verdiestimat. I motsatt tilfelle vil lav risiko og høye vekstforventninger gi en høy multiplikator, og følgelig et høyt verdiestimat.



Vi har valgt å benytte oss av følgende multiplikatorer:

- P/B (*Pris/Bok*)
- P/E (*Pris/Fortjeneste*)
- EV/EBIT (*Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes*)
- EV/EBITDA (*Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

De utvalgte multiplikatorene tilhører to hovedgrupper innenfor multiplikatormodellen. Den ene hovedgruppen inneholder multiplikatorer som tar utgangspunkt i pris per aksje, og kalles for *egenkapitalmultiplikatorer*. Multiplikatorer i denne gruppen kjennetegnes ved at telleren i brøken er P («Price») (Dyrnes, 2009).

Den andre hovedgruppen tar utgangspunkt i markedsverdiene til både egenkapitalen og netto rentebærende gjeld, og kalles for *totalkapitalmultiplikatorer*. Multiplikatorer i denne gruppen kjennetegnes ved at telleren i brøken er EV («Enterprise value») (Dyrnes, 2009).

Et argument for at totalkapitalmultiplikatorer kan gi et bedre estimat enn egenkapitalmultiplikatorer, er at sistnevnte vil avhenge av kapitalstrukturen i selskapet. To tilsynelatende sammenlignbare selskaper med ulik kapitalstruktur bør ha ulik P-multiplikator, da ulik kapitalstruktur representerer ulik risiko. Selskapet med høyest egenkapitalandel bør dermed ha en høyere P-multiplikator enn det sammenlignbare selskapet. Totalkapitalmultiplikatorer er i utgangspunktet uavhengig av finansieringsstrukturen, og dermed vil man ikke ha en tilsvarende potensiell feilkilde. Vi velger likevel å benytte to P-multiplikatorer, da de utvalgte selskapene i vår analyse har tilnærmet lik kapitalstruktur.

### 12.2.1 P/B-multiplikator

Pris/bok-forholdet gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning, og defineres slik:

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

Denne multiplikatoren tar ikke hensyn til ulikheter i kapitalstrukturer mellom AUSS, Marine Harvest, SalMar og Omega. Samlet sett har AUSS en nokså lik kapitalstruktur som bransjesnittet, som diskutert i kapittel 6, men det er forskjeller blant de komparative



virksomhetene. Dermed velger vi å benytte selskapskapitalmetoden fremfor egenkapitalmetoden, noe som også er i samsvar med Knivsflå sine anbefalinger (Knivsflå, F21, 2016, s. 40). Vi finner verdien på egenkapitalen indirekte, og dette gjør at vi ikke trenger å foreta justeringer i kapitalstrukturene.

Denne multiplikatoren tar imidlertid ikke høyde for ulikheter i utbyttepolitikken blant de komparative virksomhetene. Alle de tre norske oppdrettsselskapene følger IFRS, og dermed inngår utbyttet fortsatt i den bokførte egenkapitalen på balansedagen. Dette gjør at det ikke er nødvendig å justere den bokførte kapitalen for utbytte. Da Omega ikke betaler utbytte, vil det heller ikke her være nødvendig å foreta justeringer. Det er likevel naturlig å tenke at selskaper med en mer liberal utbyttepolitikk vil ha en høyere P/B-multiplikator, da investorene kan forvente en høyere direkteavkastning<sup>14</sup>.

### 12.2.2 P/E-multiplikator

Pris/fortjeneste-forholdet er et mye brukt nøkkeltall innenfor verdsettelse samt i et aksjeanalytisk perspektiv, og beregnes slik:

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Nettoresultat til egenkapitalen}}$$

Dette er en multiplikator med store variasjoner mellom bransjer, virksomheter og land. Dermed mener vi at de komparative virksomhetene vil være den beste målestokken til AUSS. Dette ser vi også ved at nøkkeltallet har hatt store svingninger på Oslo Børs det siste tiåret som følge av de økonomiske nedturene (Dyrnes, 2009). Man bør også her være klar over at kapitalstrukturen til de ulike virksomhetene vil påvirke multiplikatoren.

### 12.2.3 EV/EBIT-multiplikator

EV/EBIT-forholdet viser sammenhengen mellom selskapsverdien og driftsresultatet til virksomheten. Multiplikatoren fokuserer dermed på virksomhetens underliggende drift, og beregnes slik:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat fra egen virksomhet}}$$

<sup>14</sup> Direkteavkastning per aksje =  $\frac{\text{Utbytte per aksje}}{\text{Pris per aksje}}$  (Furuseth, 2010)

EV er selskapsverdien, mens EBIT er det normaliserte driftsresultatet før finanskostnader, skattekostnader og resultat fra tilknyttede virksomheter. I motsetning til P-multiplikatorer, som tar utgangspunkt i aksjekurs, tar EV-multiplikatorer utgangspunkt i selskapsverdien. Da selskapsverdien ikke påvirkes av kapitalstruktur eller graden av finansielle eiendeler vil det ikke være nødvendig å foreta justeringer i kapitalstrukturene på EV-multipler. Dette gjør at EV-multiplikatorer ofte er bedre å benytte i verdivurderinger enn P-multiplikatorer.

#### 12.2.4 EV/EBITDA-multiplikator

EV/EBITDA-forholdet er i all hovedsak lik som nøkkeltallet over, men her trekker vi ikke ut avskrivninger og nedskrivninger av driftsresultatet som EBIT gjør. Forholdstallet tar dermed ikke hensyn til kapitalslit. Multiplikatoren beregnes slik:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Da også dette er en EV-multipel slipper vi problemstillingen om eventuelle justeringer.

### 12.3 Mulige feilkilder ved bruk av multiplikatormodellen

Bruk av multiplikatormodellen krever konsistent bruk av forutsetninger for verdsettelsesobjektet og de komparative selskapene. En mulig feil ved bruk av modellen er inkonsistens i skaleringsfaktoren, som også er nevneren i multiplikatoren. For det første er det viktig at skaleringsfaktoren er beregnet på samme måte for selskapet man verdsetter, som for de komparative selskapene. Dersom man velger å ekskludere visse poster i regnskapet, er det viktig at dette gjøres for alle selskapene som benyttes i sammenligningen. Videre må man korrigere for regnskapsprinsipper hvis prinsippene har påvirkning på skaleringsfaktoren (Dyrnes, 2009). I vår analyse bruker både AUSS og de sammenlignbare selskapene IFRS, med unntak av Omega som rapporterer etter US GAAP. Vi har videre, gjennom omgruppering og normalisering, ekskludert de samme postene for alle selskapene for å opprettholde konsistens i beregningene.

For det andre er det viktig at skaleringsfaktorene er beregnet for samme tidsperiode. Hvis skaleringsfaktoren i multiplikatorene for de komparative selskapene er hentet fra siste årsregnskap, kan man ikke multiplisere dette med neste års resultat for

verdsettelsesobjektet. Dette vil som nevnt medføre inkonsistens i beregningene (Dyrnes, 2009).

Den tredje mulige feilkilden ved bruk av modellen omhandler telleren i multiplikatoren. Hvis prisen på en eller flere av de komparative selskapene er vesentlig påvirket av engangshendelser, er det viktig å korrigere for dette i skaleringsfaktoren, i tillegg til prisen som legges til grunn for beregningen av multiplikatoren (Dyrnes, 2009). Den videre analysen tar utgangspunkt i normaliserte tall, slik at den komparative verdsettelsen har samme utgangspunkt som den fundamentale verdsettelsen. Det har heller ikke vært engangshendelser i verken AUSS eller i de komparative selskapene som har påvirket aksjekursen vesentlig.

Da multiplikatorene beregnes «per aksjebasis» er det viktig at man beregner antall aksjer på samme måte (Dyrnes, 2009). Vi har tatt utgangspunkt i antall utestående aksjer, på samme måte som i den fundamentale verdsettelsen.

## 12.4 Komparativt verdiestimat

Vi har frem til nå identifisert de komparative virksomhetene og valgt ut bestemte multiplikatorer som den komparative verdsettelsen skal ta utgangspunkt i. Videre skal vi nå beregne de ulike multiplikatorene for alle de komparative virksomhetene, før vi beregner tilhørende verdiestimat per aksje for AUSS. For de utvalgte multiplikatorene regnes det også en implisitt verdi basert på det fundamentale verdiestimatet.

### 12.4.1 Verdiestimat basert på P/B-multiplikator

For å kunne beregne P/B-multiplikatorer må vi først beregne markedsverdien til egenkapitalen, som er aksjekursen multiplisert med antall utestående aksjer. Tabell 12-1 presenterer en del finansielle tall, samt aksjekursen til alle de komparative virksomhetene våre per 22.04.2016 fra Dagens Næringsliv og Yahoo Finance. Aksjekursen til Omega er beregnet ved å bruke dollarkurs per 22.04.2016 på kr 8,19.

	AUSS	Marine Harvest	SalMar	Omega
Aksjekurs pr 22.04.2016	64,75	123,10	191,00	147,50
Netto driftskapital	18 039 174	27 619 219	7 467 268	3 015 594
Netto finansiell gjeld	4 743 573	9 550 500	2 289 954	415 441
Minoritetsinteresser	4 574 777	8 900	79 700	-
Antall utestående aksjer	200 995 151	410 377 759	111 999 999	21 624 801

Tabell 12-1 Finansielle tall for de komparative virksomhetene



Tabell 12-2 presenterer beregningen av P/B-multiplikatoren. Multiplikatoren har store svingninger blant de komparative virksomhetene, der Omega er lavest med 1,23, mens SalMar har et høyt forhold på 4,20. Oslo Børs har de siste tiårene ligget i intervallet 1,0-2,5 (Thoresen & Dahl, 2012), og dermed er SalMar langt over gjennomsnittet på Oslo Børs. SalMar har om lag 15 % av omsetningen blant de komparative virksomhetene, og står derfor for en relativt liten del av det vektete snittet. En så høy multiplikator vil likevel være med å trekke opp det vektete snittet. I tillegg har også Marine Harvest en multiplikator som ligger over intervallet til Oslo Børs. SalMar og Marine Harvest utgjør over halvparten av de vektete snittet, og dermed trekker dette også opp multiplikatoren.

Grunnen til at SalMar og Marine Harvest har en usedvanlig høy multiplikator har sammenheng med at aksjekursen per 22.04.2016 er på et høyt nivå i forhold til tidligere år. Dette indikerer at investorer har høye forventninger om avkastning, noe som resulterer i høy markedsverdi på egenkapitalen. I tillegg har både Marine Harvest og SalMar relativ liberal utbyttepolitikk, noe som virker å påvirke P/B-multiplikatoren i positiv retning. Til slutt ser vi at den implisitte multiplikatoren til AUSS på 1,93 er nærmere gjennomsnittet på 2,43 enn børs-multiplikatoren på 1,49. Dette skyldes at verdiestimatet på kr 83,25 er høyere enn aksjekursen per 22.04.2016.

P/B-multiplikator	AUSS	Marine Harvest	SalMar	Omega	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt AUSS
Vekt	28,23 %	52,14 %	13,70 %	5,92 %			
Markedsverdi egenkapital	13 014 436	50 517 502	21 392 000	3 189 699			
Bokført egenkapital	8 720 824	18 059 819	5 097 614	2 600 153			
<b>P/B-multiplikator</b>	<b>1,49</b>	<b>2,80</b>	<b>4,20</b>	<b>1,23</b>	<b>2,53</b>	<b>2,43</b>	<b>1,93</b>

Tabell 12-2 P/B-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene

Egenkapitalverdien beregnes som nevnt indirekte. Dette gjøres ved å multiplisere multiplikatoren med egenkapitalen eller netto driftskapital fratrukket minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Formelen er illustrert under:

$$VEK = P/B * EK = P/B * (NDK - MI - NFG)$$

Tabell 12-3 viser beregningene av verdiestimatet til AUSS per aksje basert på P/B-multiplikatoren, og vi får et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 107,51. Dette er betydelig høyere enn både vårt fundamentale verdiestimat på kr 83,25 og konsensus på kr 74,00 (Dagens Næringsliv, 2016). P/B-estimatet er om lag 30 % høyere enn vårt verdiestimat på kr 83,25, og er dermed det verdiestimatet som avviker mest fra det



fundamentale verdiestimatet. Dette henger som nevnt sammen med en høy P/B-multiplikator, som gir et høyt verdiestimat.

Verdiestimat P/B	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Gjennomsnittlig verdiestimat
P/B-multiplikator	2,53	2,43	2,48
Balanseført NDK	18 039 174	18 039 174	18 039 174
Balanseført NFG	4 743 573	4 743 573	4 743 573
Balanseført MI	4 574 777	4 574 777	4 574 777
<b>Egenkapitalverdi</b>	<b>22 042 485</b>	<b>21 175 864</b>	<b>21 609 175</b>
Antall aksjer	200 995	200 995	200 995
<b>Verdiestimat per aksje P/B</b>	<b>109,67</b>	<b>105,36</b>	<b>107,51</b>

Tabell 12-3 Verdiestimat per aksje basert på P/B-multiplikator

### 12.4.2 Verdiestimat basert på P/E-multiplikator

Tabell 12-4 presenterer P/E-multiplikatoren for 2015. Vi ser at multiplikatoren er forholdsvis høy, da begge snittene er over 20. Gjennomsnittlig P/E på Oslo Børs de siste tiårene har ligget i intervallet 10-14 (Thoresen & Dahl, 2012), noe som er langt lavere enn begge snittene. En årsak til forskjellen er de høye markedsverdiene til egenkapitalene, noe som er et resultat av investorers forventninger til bransjen. Den implisitte multiplikatoren til AUSS på 27,98 avviker mer fra både gjennomsnittet og vektet snitt enn børs-multiplikatoren på 21,59. Dermed representerer verdiestimatet på kr 83,25 en høyere forventet vekst i inntjeningen («earnings») enn markedet per 22.04.2016.

P/E-multiplikator	AUSS	Marine Harvest	SalMar	Omega	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt AUSS
Vekt	28,23 %	52,14 %	13,70 %	5,92 %			
Markedsverdi egenkapital	13 014 436	50 517 502	21 392 000	3 189 699			
Nettoresultat til egenkapital	602 849	1 959 550	1 015 173	244 239			
<b>P/E-multiplikator</b>	<b>21,59</b>	<b>25,78</b>	<b>21,07</b>	<b>13,06</b>	<b>23,20</b>	<b>20,38</b>	<b>27,98</b>

Tabell 12-4 P/E-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene

Egenkapitalverdien beregnes direkte ved å multiplisere multiplikatoren med *nettoresultat til egenkapitalen*:

$$VEK = P/E * NRE$$

Tabell 12-5 viser beregningene av verdiestimatet til AUSS per aksje basert på P/E-multiplikatoren. Vi får et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 65,35, noe som er under både vårt fundamentale verdiestimat på kr 83,25 og konsensus på kr 74,00.

Verdiestimat P/E	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Gjennomsnittlig verdiestimat
P/E-multiplikator	23,20	20,38	
Nettoresultat til egenkapital	602 849	602 849	
Egenkapitalverdi	13 985 209	12 283 103	
Antall aksjer	200 995	200 995	
<b>Verdiestimat per aksje P/E</b>	<b>69,58</b>	<b>61,11</b>	<b>65,35</b>

Tabell 12-5 Verdiestimat per aksje basert på P/E-multiplikator



### 12.4.3 Verdiestimat basert på EV/EBIT-multiplikator

I beregningen av EV/EBIT-multiplikatoren må vi først beregne *Enterprise Value*, som er markedsverdien på egenkapitalen tillagt minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Tabell 12-6 viser beregningen av EV/EBIT-multiplikatoren i 2015. En vanlig størrelse på denne multiplikatoren er 5-8 (Thoresen & Dahl, 2012). Vi ser dermed at vår multiplikator er betydelig høyere enn normen. Dette er imidlertid en multiplikator hvor størrelsen kan variere mye, og vår multiplikator er dermed ikke uvanlig stor. Den implisitte multiplikator til AUSS på 18,36 er nærmere det vektete snittet på 18,13, mens børs-multiplikator på 16,96 er nærmere gjennomsnittet på 15,63. Dette er fordi verdiestimatet på kr 83,25 representerer en høyere «enterprise value» enn aksjekursen per 22.04.2016, samt at Omega trekker gjennomsnittet betydelig ned.

EV/EBIT-multiplikator	AUSS	Marine Harvest	SalMar	Omega	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt AUSS
Vekt	28,23 %	52,14 %	13,70 %	5,92 %			
Markedsverdi egenkapital	13 014 436	50 517 502	21 392 000	3 189 699			
Minoritetsinteresser	4 574 777	8 900	79 700	-			
Netto finansiell gjeld	4 743 573	9 550 500	2 289 954	415 441			
Enterprise Value	22 332 786	60 076 902	23 761 654	3 605 140			
EBIT	1 316 772	2 974 900	1 411 032	423 809,799			
<b>EV/EBIT-multiplikator</b>	<b>16,96</b>	<b>20,19</b>	<b>16,84</b>	<b>8,51</b>	<b>18,13</b>	<b>15,63</b>	<b>18,36</b>

Tabell 12-6 EV/EBIT-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene

Egenkapitalverdien beregnes ved å multiplisere multiplikatoren med EBIT, og deretter trekke ifra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser:

$$VEK = \frac{EV}{EBIT} * EBIT - MI - NFG$$

Tabell 12-7 viser beregningene av verdiestimatet til AUSS per aksje basert på EV/EBIT-multiplikatoren, og vi får et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 65,05.

Verdiestimat EV/EBIT	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Gjennomsnittlig verdiestimat
EV/EBIT-multiplikator	18,13	15,63	
EBIT	1 316 772	1 316 772	
Netto finansiell gjeld	4 574 777	4 574 777	
Minoritetsinteresser	4 574 777	4 574 777	
Egenkapitalverdi	14 723 343	11 425 430	
Antall aksjer	200 995	200 995	
<b>Verdiestimat per aksje EV/EBIT</b>	<b>73,25</b>	<b>56,84</b>	<b>65,05</b>

Tabell 12-7 Verdiestimat per aksje basert på EV/EBIT-multiplikator

#### 12.4.4 Verdiestimat basert på EV/EBITDA-multiplikator

EV/EBITDA-multiplikatoren ligner mye på EV/EBIT-multiplikatoren, men her trekker vi ikke ut avskrivninger og nedskrivninger. Dette gjør at EBITDA alltid er høyere enn EBIT, og følgelig vil denne multiplikatoren være lavere enn EV/EBIT-multiplikatoren. Tabell 12-8 presenterer EV/EBITDA-multiplikatoren for 2015, og vi ser at denne multiplikatoren er lavere enn EV/EBIT. En vanlig størrelse på denne multiplikatoren er 4-7 (Thoresen & Dahl, 2012). Også her er det normalt med variasjoner fra normen, og dermed er vår multiplikator akseptabel. Den implisitte multiplikatoren til AUSS på 11,70 er nærmere det vektete snittet på 12,68 enn børs-multiplikatoren på 10,81. Det motsatte gjelder for gjennomsnittet på 11,11 der børs-multiplikatoren er nærmest, av samme grunn som for EV/EBIT-multiplikatoren.

EV/EBITDA-multiplikator	AUSS	Marine Harvest	SalMar	Omega	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt AUSS
Vekt	28,23 %	52,14 %	13,70 %	5,92 %			
Markedsverdi egenkapital	13 014 436	50 517 502	21 392 000	3 189 699			
Minoritetsinteresser	4 574 777	8 900	79 700	-			
Netto finansiell gjeld	4 743 573	9 550 500	2 289 954	415 441			
Enterprise Value	22 332 786	60 076 902	23 761 654	3 605 140			
EBITDA	2 066 526	4 226 900	1 725 300	639 885,76			
<b>EV/EBITDA-multiplikator</b>	<b>10,81</b>	<b>14,21</b>	<b>13,77</b>	<b>5,63</b>	<b>12,68</b>	<b>11,11</b>	<b>11,70</b>

Tabell 12-8 EV/EBITDA-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene

Egenkapitalverdien beregnes ved å multiplisere multiplikatoren med EBITDA, og deretter trekke ifra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser:

$$VEK = \frac{EV}{EBITDA} * EBITDA - MI - NFG$$

Tabell 12-9 viser beregningene av verdiestimatet til AUSS per aksje basert på EV/EBITDA-multiplikatoren, og vi får et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 75,94. Denne multiplikatoren gir det verdiestimatet som er nærmest både det fundamentale verdiestimatet på kr 83,25 og konsensus på kr 74,00.

Verdiestimat EV/EBITDA	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Gjennomsnittlig verdiestimat
EV/EBITDA-multiplikator	12,68	11,11	
EBITDA	2 066 526	2 066 526	
Netto finansiell gjeld	4 743 573	4 743 573	
Minoritetsinteresser	4 574 777	4 574 777	
Egenkapitalverdi	16 891 661	13 633 746	
Antall aksjer	200 995	200 995	
<b>Verdiestimat per aksje EV/EBITDA</b>	<b>84,04</b>	<b>67,83</b>	<b>75,94</b>

Tabell 12-9 Verdiestimat per aksje basert på EV/EBITDA-multiplikator

## 12.5 Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse

Tabell 12-10 presenterer det endelige verdiestimatet for den komparative verddivurderingen ved å ta gjennomsnittet av de fire verdiestimatene vi har presentert. Multiplikatormodellen gir et verdiestimat per aksje for AUSS på kr 78,46, og dette er omtrent 6 % lavere enn vårt fundamentale verdiestimat på kr 83,25. Verdiestimatet basert på vektet snitt på kr 84,13 gir et verdiestimat, som er relativt likt det fundamentale verdiestimatet. Verdiestimatet basert på rent gjennomsnitt på kr 72,79 gir et verdiestimat som ikke er langt i fra konsensus på kr 74,00.

Hovedgrunnen til forskjellen mellom vektet snitt og gjennomsnitt er at Omega handles på betydelig lavere multipler enn de rene oppdrettsselskapene. Når gjennomsnittet ikke er vektet påvirker Omega snittet like mye som eksempelvis Marine Harvest. Dette er ikke tilfellet i det vektete snittet. Det er likevel viktig å ha med en pelagisk aktør i den komparative verdsettelsen for å reflektere AUSS sin forretnings sammensetning. Det er naturlig at AUSS handles på noe lavere multipler enn de rene oppdrettsselskapene, da den pelagiske delen ser ut å være verdsatt lavere enn oppdrettsdelen i markedet.

Metode	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Gjennomsnittlig verdiestimat
P/B	109,67	105,36	107,51
P/E	69,58	61,11	65,35
EV/EBIT	73,25	56,84	65,05
EV/EBITDA	84,04	67,83	75,94
<b>Gjennomsnittlig verdiestimat</b>	<b>84,13</b>	<b>72,79</b>	<b>78,46</b>

Tabell 12-10 Endelig verdiestimat til AUSS basert på de fire multiplikatorene

Som nevnt innledningsvis kan EV-multiplikatorer gi et bedre verdiestimat enn P-multiplikatorer, da vi slipper å ta hensyn til eventuelle forskjeller i kapitalstrukturer. Som vi ser av tabellen over virker EV-multiplikatorer samlet sett å gi et bedre verdiestimat enn P-multiplikatorene, da de ligger nærmere både det fundamentale verdiestimatet og konsensus. P-multiplikatorene gir en stor spredning på verdiestimatet, men det er spesielt verdiestimatet til P/B på kr 107,51 som er forholdsvis høyt. Dette trekker følgelig opp det endelige verdiestimatet, og et mer normalnivå på P/B multiplikatoren ville medført at det endelige verdiestimatet hadde blitt noe lavere.

De fire multiplikatorene gir enkeltvis relativt stor spredning i verdiestimatet. Det samlede verdiestimatet, som er basert på både vektet snitt og gjennomsnitt, gir derimot et relativt



bra estimat i forhold til den fundamentale verdsettelsen. Vi velger å vekte den komparative verdsettelsen med 40 % og den fundamentale verdsettelsen med 60 %. Prosentene er satt skjønsmessig og påvirker det endelige verdiestimatet til AUSS. Vi mener at det er naturlig å vekte den fundamentale verdsettingen tyngre enn den komparative, da dette er vår hovedverdsettelsesteknikk. Vi mener likevel at multiplikatormodellen gir et fornuftig verdiestimat, og velger å ta hensyn til denne modellen i det endelige verdiestimatet. Forutsetninger som potensielt overvurderer verdiestimatet i den fundamentale verdsettelsen vil dermed vektes noe ned.

$$\begin{aligned} \text{Endelig verdiestimat} &= \text{Fundamental verdsettelse} * 0,60 + \text{Komparativ verdsettelse} * 0,40 \\ &= 83,25 * 0,60 + 78,46 * 0,4 = \mathbf{81,33} \end{aligned}$$

**Endelig verdiestimatet per aksje for AUSS er kr 81,33**

## 13 Oppsummering og handlingsstrategi

I denne utredningen har vi estimert verdien av egenkapitalen til Austevoll Seafood ASA ved bruk av fundamental verdsettelse, men også ved en supplerende verdsettelse gjennom multiplikatormodellen. Vi skal i dette kapittelet oppsummere de viktigste funnene fra utredningen, før vi avslutningsvis presenterer en anbefalt handlingsstrategi.

### 13.1 Oppsummering

Den strategiske analysen i kapittel 4 ble delt inn i en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen avdekket at det er moderate muligheter for å danne eller opprettholde konkurransefordeler for havbruk- og fiskerinæringen. Den interne ressursbaserte analysen avdekket at AUSS utnytter ressursene sine noe dårligere enn konkurrentene, slik at de har en liten konkurranseulempe. Dette er i utgangspunktet kun en midlertidig ulempe, da ressursulempen er avtakende på lang sikt.

I kapittel 6 analyserte vi risikoen til AUSS gjennom både likviditets- og soliditetsanalyser. Ved hjelp av disse kom vi frem til at AUSS sin syntetiske rating over analyseperioden 2010-2015 var A, og vi fant ingen grunn til å justere dette estimatet. I kapittel 7 analyserte vi de historiske avkastningskravene som vi senere benyttet i kapittel 9.

Videre analyserte vi lønnsomheten i kapittel 8, og vi kom frem til at AUSS har en strategisk fordel på 3,14 %. Den strategiske fordelen ble deretter dekomponert i drift- og finansieringsfordel, som står for henholdsvis 6,60 % og -3,46 % av den samlede strategiske fordelen.

I kapittel 9 og 10 utarbeidet vi fremtidsregnskapet med tilhørende fremtidskrav, og her fant vi at AUSS har en strategisk fordel i *steady state* på 4,78 %. Fremtidsregnskapet og -kravene ble deretter benyttet i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 ved hjelp av både egenkapital- og selskapsmetoden. Gjennom en konvergeringsprosess kom vi frem til et verdiestimat på **kr 83,92**. Konkursrisikoen til AUSS ble videre satt til 0,8 %, noe som ga et endelig verdiestimat på **kr 83,25**. Basert på markedsverdien til Lerøy, blir verdifordelingen i aksjen mellom Lerøy og den resterende virksomheten satt til henholdsvis kr 66,29 og kr 16,96. Ved hjelp av simulerings- og sensitivitetsanalyser kom vi frem til at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet vårt.



I kapittel 12 utførte vi en supplerende verdsettelse for å se om vårt fundamentale verdiestimat samsvarer med andre verdsettelsesteknikker. Her valgte vi å benytte komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen, blant annet fordi dette er den mest brukte verdsettelsesmetoden i praksis. Ved hjelp av gjennomsnittet til fire valgte multiplikatorer kom vi frem til et verdiestimat på **kr 78,46**. For å komme frem til et endelig verdiestimat blir det komparative- og fundamentale verdiestimatet vektet med henholdsvis 40 % og 60 %, da forutsetninger i den fundamentale verdsettelsen fører til et noe overvurdert verdiestimat.

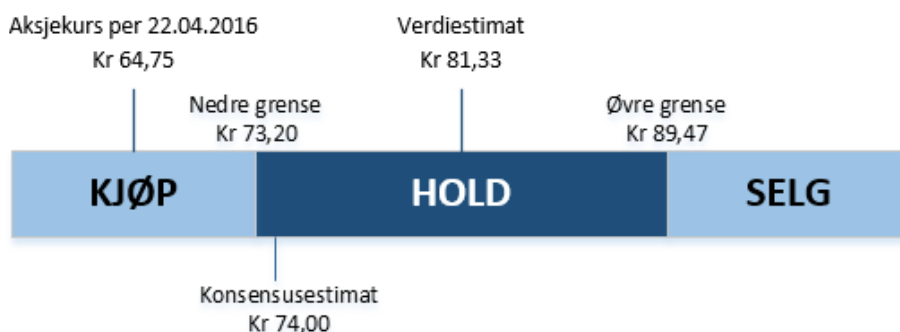
**Vårt endelige verdiestimat per 22.04.2016 er kr 81,33 per aksje.**

Verdiestimatet indikerer at AUSS innehar betydelig merverdier utover balanseført egenkapital. Verdiestimatet tilsvarer 1,87 ganger den bokførte egenkapitalen per aksje i AUSS.

## 13.2 Handlingsstrategi

Ut ifra det endelige verdiestimatet vårt på **kr 81,33** kan vi nå utlede en handlingsstrategi for aksjen. Det er knyttet usikkerhet i verdiestimatet vårt, og dermed beregnes handlingsstrategien vår med et avvik på +/- 10 % av verdiestimatet. Basert på dette gir vi aksjen en hold-anbefaling i intervallet [73,20, 89,47]. Dersom børskursen er under kr 73,20 anbefales kjøp, og dersom børskursen er over kr 89,47 anbefales salg.

Figur 13-1 illustrerer kjøp, hold og salg av aksjen. AUSS sin aksjekurs på kr 64,75 per 22.04.2015 er godt under nedre grense. Dette leder til en kjøp-anbefaling av aksjen, noe også konsensusestimatet på kr 74,00 bekrefter. Grunner til avviket mellom vårt verdiestimat og konsensus kan være forskjeller i forventninger til AUSS og bransjen samt ulike forutsetninger i verdsettelsen.



Figur 13-1 Handlingsstrategi





## 14 Referanseliste

### 14.1 Faglitteratur

- Barney, J. (2014). *Gaining an Sustaining Competitive Advantage*. Essex: Pearson Education.
- Dahl, G., & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation*. Upper Saddle River: Prentice Hall.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Patterson, C. S. (1995). *The Cost of Capital: Theory and Estimation*. Westport, Conn: Quorum Books.
- Penman, S. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill.

### 14.2 Forelesningsnotater

#### **BUS440/MRR413A – Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå (vår 2016)**

Knivsflå, K. H. (2016). *BUS440/MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering*. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/>

- F1: *Forelesningsnotat 1 Introduksjon*
- F2: *Forelesningsnotat 2 Strategi, regnskap og verdi*
- F3: *Forelesningsnotat 3 Regnskapsanalyse ramme og trailing*
- F4: *Forelesningsnotat 4 Omgruppering for analyse*
- F5: *Forelesningsnotat 5 Omgruppering balanse og kontantstrøm*
- F6: *Forelesningsnotat 6 Regnskapsbasert måling og målefeil*
- F8: *Forelesningsnotat 8 Kredittvurdering*
- F9: *Forelesningsnotat 9 Avkastningskrav*
- F10: *Forelesningsnotat 10 Strategisk rentabilitetsanalyse*
- F11: *Forelesningsnotat 11 Strategisk driftsanalyse*
- F13: *Forelesningsnotat 13 Fremtidskrav - og analyse av strategisk fordel i fremtidsregnskapet*
- F14: *Forelesningsnotat 14 Fremtidsregnskap*. Bergen
- F15: *Forelesningsnotat 15 Fremtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*
- F16: *Forelesningsnotat 16 Fundamental verdivurdering Egenkapitalmetoden*
- F17: *Forelesningsnotat 17 SK-metoden og verdikonvergens*
- F18: *Forelesningsnotat 18 Usikkerhet i verdiestimat og "some topics in valuation"*
- F21: *Forelesningsnotat 21 Komparativ verdivurdering*



## 14.3 Offentlige kilder

- Finansdepartementet. (20. juni 2000). *Regjeringen*. NOU 2000: 18 Skattlegging av petroleumsvirksomhet: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2000-18/id117382/?ch=16> [Lest: 12.06.2015]
- Finansdepartementet. (2015). *Regjeringen*. Meld. St. 4 (2015–2016): <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-4-20152016/id2456324/?ch=1&q=> [Lest: 13.04.2016]
- Finanskomiteen. (4. mai 2016). *Stortinget*. Innst. 273 S (2015–2016): 16. Komiteens tilrådning: <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2015-2016/inns-201516-273/16/> [Lest: 23.05.2016]
- Fiskeri- og kystdepartementet. (22. desember 2004). *Regjeringen*. Laksetildelingsforskriften: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-tildeling-endering-og-bortfa/id423996/> [Lest: 28.01.2016]
- Fiskeridirektoratet. (14. november 2014). *Fiskeridirektoratet*. Grønne tillatelser: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommerielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser> [Lest: 25.01.2016]
- Fiskeridirektoratet. (13. november 2015). *Fiskeridirektoratet*. Rømningsstatistikk: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk> [Lest: 30.01.2016]
- Fiskeridirektoratet. (2015). *Lønnsomhetsanalyse for produksjon av laks og regnbueørret*. Bergen: Fiskeridirektoratet. [Lest: 26.01.2016]
- Guttormsen, A. (2015). *Regjeringen*. Meld. St. 16 (2014–2015) Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/?ch=6> [Lest: 19.01.2016]
- Helsedirektoratet. (13. januar 2016). *Helsedirektoratet*. Kostråd fra Helsedirektoratet: <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ernering/kostrad-fra-helsedirektoratet> [Lest: 01.25.2016]
- Miljødirektoratet. (3. desember 2015). *Miljøstatus*. Lakselus: <http://www.miljostatus.no/lakselus/> [Lest: 30.01.2016]
- Norges Bank. (2016A). *Norges Bank*. Styringsrenten: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/> [Lest: 05.02.2016]
- Norges Bank. (13. januar 2016B). *Norges Bank*. Valutakurs for euro: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR/> [Lest: 13.01.2016]
- Norges Bank. (u.d.). *Norges Bank*. Statsobligasjoner årsgjennomsnitt: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> [Lest: 02.03.2016]
- Nærings- og fiskeridepartementet. (15. oktober 2013). *Regjeringen*. Pelagisk fiskeindustri: <https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/ryddemappe/rydde/pelagisk-fiskeindustri/id742600/> [Lest: 02.12.2016]
- Nærings- og fiskeridepartementet. (28. mars 2014). *Regjeringen*. Første grønne laksekonsesjoner er tildelt: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Forste-gronne-laksekonsesjoner-er-tildelt/id754175/> [Lest: 25.01.2016]



- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015A). *Regjeringen*. Meld. St. 16 (2014-2015): <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/?ch=6> [Lest: 05.02.2016]
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2. september 2015B). *Regjeringen.no*. Klagebehandlingen av grønne laksekonsesjoner er ferdig: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/klagebehandlingen-av-gronne-laksekonsesjoner-er-ferdig/id2438033/> [Lest: 15.02.2016]
- Statistisk Sentralbyrå. (19. november 2012). *SSB*. Mindre eksport til Kina, men mer laks: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/mindre-eksport-til-kina-men-mer-laks> [Lest: 30.01.2016]
- Statistisk Sentralbyrå. (2014). *SSB*. 08967 Akvakultur: Antall tillatelser i drift: <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=fiskeoppdrett&CMSSubjectArea=jord-skog-jakt-og-fiskeri&checked=true> [Lest: 25.01.2016]
- Statistisk sentralbyrå. (29. oktober 2015). *SSB*. Akvakultur, 2014, endelige tall: <http://ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2015-10-29#content> [Lest: 14.01.2016]
- Utenriksdepartementet. (14. august 2014). *Regjeringen*. Brende: Beklager norsk importforbud: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Brende---Beklager-russisk-importforbud/id765590/?id=765590> [Lest: 30.01.2016]

## 14.4 Årsrapporter og øvrig selskapsinformasjon

Årsrapporter (2009-2014) og Q4-rapport 2015 er hentet fra selskapets hjemmeside:

**AUSS:** <http://www.auss.no/investor/results-webcast>

**Copeinca:** <http://www.copeinca.com/investors/financial-information.html> i tillegg til at noen årsrapporter er hentet ut fra ravninfo.no

**Exalmar:** <http://www.exalmar.com.pe/index.php/en/investor-relations/financial-statements>

**Lerøy:** <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/>

**Marine Harvest:** <http://www.marineharvest.com/investor/landing-page/>

**Omega Protein Corporation:** <http://ir.omegaprotein.com/financials.cfm>

**SalMar:** <http://salmar.no/Investor/Rapporter>

AUSS. (2012). *Austevoll Financial Presentation Q4 2012*. Storebø: Austevoll Seafood ASA. [http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Presentations/2012/AUSS\\_Q4\\_2012\\_presentation.pdf](http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Presentations/2012/AUSS_Q4_2012_presentation.pdf) [Lest: 25.01.2016]

AUSS. (2013). *Årsrapport 2013*. Storebø: Austevoll Seafood ASA.

AUSS. (2014A). *Årsrapport 2014*. Storebø: Austevoll Seafood ASA.

AUSS. (2014B). *Corporate Governance*. Storebø: Austevoll Seafood ASA. [Lest: 18.01.2016]

AUSS. (2015). *Q4 2015*. Storebø: Austevoll Seafood ASA.

AUSS. (2016A). *Austevoll Seafood ASA*. About: <http://www.auss.no/about/about> [Lest: 14.01.2016]

AUSS. (18. Januar 2016B). *Austevoll Seafood ASA*. Share info: <http://www.auss.no/investor/share/share-info> [Lest: 18.01.2016]



- Copeinca. (u.d.). *Copeinca*. Operations: <http://copeinca.com/operations/fleet.html> [Lest: 17.02.2016]
- Copeinca. (2014). *Annual Report 2014*. Oslo: Copeinca AS.
- Exalmar. (2014). *Annual Report 2014*. Lima: Exalmar S.A.A.
- Lerøy. (2014). *Miljørapport*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA.  
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/miljorapport-2014-norsk.pdf> [Lest: 26.01.2016]
- Lerøy. (2. mai 2016). *Lerøy*. Største aksjonærer:  
<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Investor-/Storste-aksjonarer/> [Lest: 05.02.2016]
- Marine Harvest. (2014). *Annual Report 2014*. Bergen: Marine Harvest ASA.
- Marine Harvest. (2015). *Salmon Farming Industry Handbook*. Bergen: Marine Harvest ASA.  
<http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2015-salmon-industry-handbook.pdf> [Lest: 19.01.2016]
- Pelagia. (u.d.). *Pelagia*. Products: <http://pelagia.com/products/> [Lest: 19.01.2016]
- SalMar. (23. februar 2012). *SalMar*. Slakte- og foredlingsamarbeid mellom SalMar og Lerøy Seafood Group:  
<http://www.salmar.no/Presse/Pressemeldinger/Pressemeldingsarkiv/aHR0cDovL2N3cy5odWdpbm9ubGluZS5jb20vUy8xMzg2OTUvUFlvMjAxMjAyLzE1ODgyNTYueG1s>  
[Lest: 27.01.2016]
- SalMar. (2014). *Årsrapport 2014*. Kverva: SalMar ASA
- SalMar. (u.d.). *SalMar*. Historie: <http://www.salmar.no/Om-SalMar/Historie> [Lest: 20.01.2016]

## 14.5 Andre kilder

- Aadland, C. (2. september 2015). *Sysla*. Nå kan endelig byggingen av denne starte:  
<http://sysla.no/2015/09/02/havbruk/na-kan-endelig-byggingen-av-denne-starte-59715/> [Lest: 25.01.2016]
- Berge, A. (4. mars 2015). *iLaks*. Bommet med 102.000 tonn: <http://ilaks.no/bommet-med-102-000-tonn/> [Lest: 19.01.2016]
- Dagens Næringsliv. (25. april 2016). *Dagens Næringsliv*. Austevoll Seafood:  
<http://www.dn.no/finans/#/detaljer/AUSS.OSE> [Lest: 25.04.2016]
- Dahl, G. (2004). *Lederkilden*. Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse: <http://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/mulige-fallgruver-ved-bruk-av-konsernregnskap-ved-verdsettelse> (Krever spesiell tilgang) [Lest: 15.04.2016]
- Dahl, G. (22. juni 2012). *Lederkilden*. Belångsreserve i %:  
<https://www.lederkilden.no/tema/belaningsreserve-i-?didLogin=true> (Krever spesiell tilgang) [Lest: 16.02.2016]
- Dahl, G. (u.d.). *Lederkilden*. Likviditetsreserve:  
<http://www.lederkilden.no/tema/likviditetsreserve-i-> (Krever spesiell tilgang) [Lest: 16.03.2016]
- Damodaran, A. (5. Januar 2016A). *Damodaran*. Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current:



- [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)  
[Lest: 15.04.2016]
- Damodaran, A. (Januar 2016B). *Damodaran*. Betas by Sector (US):  
[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) [Lest: 15.03.2016]
- Dyrnes, S. (2009). *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*. Oslo: lederkilden.no. (Krever spesiell tilgang) [Lest: 10.04.2016]
- FHL. (2012). *Sjømat 2025 – hvordan skape verdens fremste havbruksnæring*. Oslo: Fiskeri- og havbruksnæringens landforening. [http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/Rapport\\_sm2025.pdf](http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/Rapport_sm2025.pdf) [Lest: 19.01.2016]
- Fish Pool. (u.d.). *Fish Pool*. Forward Prices: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/> [Lest: 13.04.2016]
- Food and Agriculture Organization of the United Nations. (1. Juli 2015A). *Food and Agriculture Organization of the United Nations*. Fishmeal and oil - July 2015: <http://www.fao.org/in-action/globefish/market-reports/resource-detail/en/c/337065/> [Lest: 19.01.2016]
- Food and Agriculture Organization of the United Nations. (1. mars 2015B). *Food and Agriculture Organization of the United Nations*. Fishmeal and fish oil - March 2015: <http://www.fao.org/in-action/globefish/market-reports/resource-detail/en/c/336910/> [Lest: 19.01.2016]
- Furuset, T. (6. september 2010). *Morningstar*. Introduksjon til aksjeverdsettelse : <http://www.morningstar.no/no/news/86937/introduksjon-til-aksjeverdsettelse.aspx>  
[Lest: 15.04.2016 ]
- Guttormsen, A. (2013). *Europharma*. Hva påvirker laksepriser: <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf> [Lest: 19.01.2016]
- Hartvedt, G. H., & Skreien, N. (2009). *Bergen Byleksikon*. Norges Sildesalgslag: <http://www.bergenbyarkiv.no/bergenbyleksikon/arkiv/1427194> [Lest: 11.02.2016]
- Heskestad, T. (17. mars 2015). *Regnskap Norge*. Røde flagg knyttet til driftsinntekter og varekostnader: <https://www.regnskapnorge.no/Fagstoff/Annet/Annet-fag/Rode-flagg--knyttet-til-driftsinntekter-og-varekostnader/> [Lest: 11.02.2016]
- Hovland, E., Haaland, A., Hersoug, B., Kolle, N., & Møller, D. (u.d.). *Norges Fiskeri- og Kysthistorie*. Band 5: Havbruk: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/> [Lest: 11.01.2016]
- Hvamstad, E. (26. oktober 2015). *Hegnar*. Får eksportere fisk til Russland: <http://www.hegnar.no/bors/artikkel567940.ece> [Lest: 30.01.2016]
- iLaks. (29. august 2014). *Dette er Norges mest lønsomme oppdrettsselskap*. iLaks: <http://ilaks.no/dette-er-norges-mest-lonnsomme-oppdrettsselskap/> [Lest: 18.02.2016]
- iLaks. (1. februar 2015). *iLaks*. Norsk laks via Hviterussland til Russland: <http://ilaks.no/norsk-laks-via-hviterussland-til-russland/> [Lest: 19.01.2016]
- iLaks. (5. januar 2016). *iLaks*. Laks og ørret for 50 milliarder i 2015: <http://ilaks.no/laks-og-orret-for-50-milliarder-i-2015/> [Lest: 29.01.2016]
- Laksefakta. (25. august 2015). *Laksefakta*. Fra rogn til mat: <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-rogn-til-mat> [Lest: 26.01.2016]
- Laksefakta. (9. mai 2016A). *Laksefakta*. Hvorfor rømmer laksen: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/> [Lest: 20.05.2016]



- Laksefakta. (9. mai 2016B,). *Laksefakta*. Fra merd til slakting:  
<https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvor-frisk-er-oppdrettslaksen/> [Lest: 20.05.2016]
- Lindrupsen, M. (2014). *Global Handel og tilpasning til råvarepriser i Europa*. Tromsø: Norsk Sjømatråd. [Lest: 19.01.2016]
- Mattilsynet. (18. mars 2015A). *Mattilsynet*. Kina innfører nye restriksjoner på import av norsk laks:  
[http://www.mattilsynet.no/mat\\_og\\_vann/eksport\\_av\\_mat/eksport\\_av\\_fisk\\_av\\_sjomat/kina\\_innforer\\_nye\\_restriksjoner\\_paa\\_import\\_av\\_norsk\\_laks.18546](http://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/eksport_av_mat/eksport_av_fisk_av_sjomat/kina_innforer_nye_restriksjoner_paa_import_av_norsk_laks.18546) [Lest: 30.01.2016]
- Mattilsynet. (20. april 2015B). *Mattilsynet*. Infeksiøs lakseanemi (ILA):  
[http://www.mattilsynet.no/fisk\\_og\\_akvakultur/fiskehelse/fiske\\_og\\_skiellsykdommer/ila/](http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skiellsykdommer/ila/) [Lest: 05.02.2016]
- Miljøstiftelsen Bellona. (2003). *Miljøstatus for norsk havbruk*. Oslo: Miljøstiftelsen Bellona.  
<http://bellona.no/assets/Milj%C3%B8status-for-norsk-havbruk-Rapport-7.pdf> [Lest: 05.02.2016]
- Mortensen, L., & m.fl. (2013). *Fisken og havet*. Bergen: Havforskningsinstituttet.  
[http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/113921/F%26H\\_2-2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/113921/F%26H_2-2013.pdf?sequence=1&isAllowed=y) [Lest: 18.01.2016]
- Myrset, O. (12. februar 2015). *Sysla*. Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land:  
[http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land\\_39673/](http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land_39673/) [Lest: 25.01.2016]
- Nasjonalt Institutt for Ernærings- og sjømatforskning. (17. mars 2009). *Nasjonalt Institutt for Ernærings- og sjømatforskning*. Hva skal oppdrettsfiske spise?: <http://nifes.no/hva-skal-oppdrettsfiske-spise/> [Lest: 06.02.2016]
- Norges Sildesalgslag. (2015). *Omsetningsstatistikk 2015*. Bergen: Norges Sildesalgslag.  
<https://www.sildelaget.no/media/138236288/Omsetningsstatistikk%202015.pdf> [Lest: 11.02.2016]
- Norsk forskningsråd. (2000). *Anvendelse av fiskensilasje til produksjon av spesialkvalitet fiskemel*. Bergen: Norsk forskningsråd.  
[http://www.forskningsradet.no/csstorage/vedlegg/Faktaark\\_%205\\_4.PDF](http://www.forskningsradet.no/csstorage/vedlegg/Faktaark_%205_4.PDF) [Lest: 19.01.2016]
- Norsk Sjømatråd. (2015). *Norsk eksport av sjømat i 2015*. Tromsø: Norsk Sjømatråd. [Lest: 19.01.2016]
- Norsk sjømatråd. (5. januar 2016). *Norsk sjømatråd*. Redusert eksport av pelagisk fisk i 2015:  
<http://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/redusert-eksport-av-pelagisk-fisk-i-2015-1284996> [Lest: 14.01.2016]
- PwC. (Desember 2014). *PwC*. Risikopremien i det norske markedet 2014:  
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2014-2015.html> [Lest: 13.04.2016]
- Risberg, T., & Eraker, H. (11. november 2011). *NRK*. En forbrytelse mot miljøet:  
<http://www.nrk.no/livsstil/--en-forbrytelse-mot-miljoet-1.7863243> [Lest: 06.02.2016]
- Sogn-Grundvåg, G. (2008). *Markedsbasert verdiskaping og differensiering av laks*. Tromsø: Nofima. <http://www.nofima.no/filearchive/markedsbasert-verdiskaping-og-differensiering-av-laks.pdf> [Lest: 19.01.2016]
- Sælen, D. Ø. (5. oktober 2015). *Store Norske Leksikon*. Pelagisk: <https://snl.no/pelagisk> [Lest: 13.01.2016]



- Thoresen, A., & Dahl, G. (2012). *Verdivurdering - ulike metoder*. Oslo: lederkilden.no. (Krever spesiell tilgang) [Lest: 28.04.2016]
- UnderCurrentNews. (6. januar 2016). *UnderCurrentNews*. S&P:Peru sale would leave China Fishery with "no meaningful operation":  
<https://www.undercurrentnews.com/2016/01/06/sp-peru-sale-would-leave-china-fishery-with-no-meaningful-operations/> [Lest: 18.02.2016]
- United Nations Environment Programme. (2000). *Cleaner Production Assessment in Fish Processing*. Nairobi: United Nations Environment Programme.  
<http://www.unep.fr/shared/publications/pdf/2481-CPfish.pdf> [Lest: 19.01.2016]
- Villegas, A. (9. juni 2015). *Under current new*. Fishmeal will move from being commodity to 'high-price', strategic marine protein:  
<https://www.undercurrentnews.com/2015/06/09/fishmeal-will-move-from-being-commodity-to-high-price-strategic-marine-protein/> [Lest: 19.01.2016]
- Winther, U., & m.fl. (2011). *Potensial for økt verdiskapning i lakse- og oppdrettsnæringen*. Trondheim: SINTEF.  
[https://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri\\_og\\_havbruk/internasjonalt\\_radgivning/rapport\\_verdiskapning\\_endelig\\_010711.pdf](https://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri_og_havbruk/internasjonalt_radgivning/rapport_verdiskapning_endelig_010711.pdf) [Lest: 26.01.2016]
- Yahoo Finance. (15. mars 2016). *Yahoo Finance*. Historical prices Austevoll Seafood ASA:  
<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=AUSS.OL&a=11&b=1&c=2009&d=11&e=1&f=2015&g=m&z=66&y=66> [Lest: 10.03.2016]

## 15 Figur- og tabelloversikt

### Figuroversikt

Figur 2-1 Utvikling i lakseprisen i perioden 2006-2015 (Norsk Sjømatråd, 2015).....	5
Figur 2-2 Utvikling i verdens lakseproduksjon i perioden 2004-2014, i tillegg til prognoser frem til 2020 (Marine Harvest, 2015).....	6
Figur 2-3 Austevoll Seafood ASA organisasjonsoversikt (AUSS, 2016A) .....	7
Figur 2-4 Utvikling i AUSS sin aksjekurs i perioden 2011-2016 (AUSS, 2016B) .....	9
Figur 2-5 Fordeling av omsetningen i de fem datterselskapene til AUSS (AUSS, 2015).....	10
Figur 2-6 Styringsrenten i Norge i perioden 2010-2016, i tillegg til prognoser frem til 2019 (Norges Bank, 2016) .....	12
Figur 2-7 Kronekursen mot euro i perioden 2000-2014 (Norges Bank, 2015).....	13
Figur 2-8 Antall konsesjoner i Norge i perioden 1994-2014 (Statistisk Sentralbyrå, 2014). .....	14
Figur 2-9 Antall rømte laks (matfisk og settefisk) i perioden 2001-2015 (Fiskeridirektoratet, 2015)...	16
Figur 2-10 Utvikling i bruk av marine- og vegetabiliske råvarer i fôrproduksjon i perioden 2009-2014 (Lerøy, 2014).....	18
Figur 2-11 Verdikjeden i oppdrettsbransjen og pelagisk fiske- og produksjon.....	19
Figur 2-12 De ulike delene i verdikjeden i oppdrettsnæringen.....	20
Figur 2-13 Kostnadsfordeling per kilo produsert fisk i 2014 (Fiskeridirektoratet, 2015).....	20
Figur 2-14 Fôrpris per kilo i perioden 1995-2014 (Fiskeridirektoratet, 2015) .....	21
Figur 2-15 Verdikjeden i pelagisk fiske og -produksjon.....	22
Figur 2-16 Sesongbasert slaktevolum og laksepris (Guttormsen, Europharma, 2013).....	25
Figur 2-17 Utvikling i laksepriser i perioden 1988-2015 (Guttormsen, Regjeringen, 2015) .....	26
Figur 2-18 Utvikling i verdens produksjonsvolum av fiskemel i perioden 1997-2015 (Villegas, 2015). 27	
Figur 2-19 Prisutvikling fiskemel og soyamel i perioden 2007-2015 (Villegas, 2015) .....	27
Figur 2-20 Prisutvikling fiskeolje og soyaolje i perioden 2007-2015 (Villegas, 2015) .....	27
Figur 2-21 Norsk eksport av laks og ørret i perioden 2006-2015 (Norsk Sjømatråd, 2015) .....	29
Figur 2-22 Geografiske markeder til Marine Harvest i 2014 (Marine Harvest, 2014).....	31
Figur 3-1 Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, F1, 2016, s. 28) .....	43
Figur 4-1 PESTEL-analyseverktøy (Knivsflå, F2, 2016, s. 30).....	47
Figur 4-2 Porters fem konkurransekrefter (Barney, 2014).....	52
Figur 4-3 SWOT-analyse av AUSS .....	66
Figur 5-1 Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, F3, 2016, s. 15) .....	67
Figur 5-2 Fordeling av fullstendig nettoresultat.....	75
Figur 5-3 Sammenheng mellom balansen og resultatene før skatt .....	76
Figur 5-4 Omgruppering av balansen for å skille mellom drift og finans (Knivsflå, F5, 2016, s. 19) .....	81
Figur 5-5 Fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, F5, 2016, s. 50).....	83
Figur 5-6 Fra sysselsatt kapital til netto drift (Knivsflå, F5, 2016, s. 56).....	84
Figur 5-7 Rammeverk for forholdstallanalyse (Knivsflå, F8, 2016, s. 19) .....	90
Figur 6-1 Likviditetsgrad 1 til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	95
Figur 6-2 Likviditetsgrad 2 (utradisjonell) til AUSS for bransjen i perioden 2010-2015.....	97
Figur 6-3 Likviditetsgrad 2 (tradisjonell) til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015.....	97
Figur 6-4 Gjeldsdekningsgrad til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	98
Figur 6-5 Rentedekningsgrad til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	99
Figur 6-6 Belåningsreserven i prosent for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	102
Figur 6-7 Likviditetsreserve i prosent av salgsinntekt til AUSS og Marine Harvest i perioden 2010-2015 .....	103
Figur 6-8 Egenkapitalprosent til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	104
Figur 6-9 Netto driftsrentabilitet til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015.....	107
Figur 7-1 Avkastning til AUSS mot OSEBX (Yahoo Finance, 2016).....	114
Figur 8-1 Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav til AUSS i perioden 2010-2015 .....	126





Figur 8-2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse .....	129
Figur 8-3 Netto driftsmargin til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015.....	132
Figur 8-4 Varekostnad til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	134
Figur 8-5 Lønn og personalkostnader til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015.....	134
Figur 8-6 Andre driftskostnader til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	135
Figur 8-7 Avskrivninger til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015.....	135
Figur 8-8 Driftsinntekter per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	137
Figur 8-9 Netto driftseiendeler per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	138
Figur 8-10 Finansielt gjeldskrav mot finansiell gjeldsrente i perioden 2010-2015 .....	142
Figur 8-11 Finansiell eiendelsrentabilitet mot finansielt eiendelskrav i perioden 2010-2015.....	143
Figur 8-12 Netto finansielt gjeldskrav mot netto finansiell gjeldsrentabilitet i perioden 2010-2015.	145
Figur 8-13 Minoritetskrav mot minoritetsrentabilitet i perioden 2010-2015.....	146
Figur 8-14 Oppsummering av gjennomsnittlig strategisk fordel til AUSS i rammeverket .....	147
Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskapet (Knivsflå, F13, 2016, s. 4) .....	149
Figur 9-2 Driftsinntektsvekst til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	150
Figur 9-3 Historisk egenkapitalvekst til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	151
Figur 9-4 Driftsinntektsvekst til AUSS i analyse- og budsjettperioden.....	157
Figur 9-5 Utvikling i netto driftsmargin til AUSS i analyse- og budsjettperioden.....	159
Figur 9-6 Utvikling i finansiell gjeldsdel til AUSS i analyse- og budsjettperioden .....	160
Figur 9-7 Utvikling i finansiell eiendelsdel til AUSS i analyse- og budsjettperioden .....	161
Figur 9-8 Omløpet til netto driftseiendeler til AUSS i analyse- og budsjettperioden .....	164
Figur 10-1 Utvikling i ren driftsfordel til AUSS over analyse- og budsjettperiode .....	177
Figur 11-1 Konvergeringsprosessen fra steg 0 til steg 11.....	184
Figur 11-2 Konvergering i ssk fra steg 0 til steg 11.....	185
Figur 11-3 Konvergering i ndk fra steg 0 til steg 11.....	185
Figur 11-4 Konvergering i ekk fra steg 0 til steg 11 .....	186
Figur 11-5 Monte Carlo-simulering av verdiestimatet per aksje.....	191
Figur 11-6 Oppsidepotensialet til AUSS ifølge Monte Carlo-simuleringen .....	194
Figur 11-7 Nedsiderisiko til AUSS ifølge Monte Carlo-simuleringen .....	195
Figur 11-8 Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdiestimatet på kort sikt .....	196
Figur 11-9 Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdiestimatet på mellomlang- og lang sikt .....	196
Figur 11-10 Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på kort sikt.....	197
Figur 11-11 Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på mellomlang- og lang sikt .....	197
Figur 11-12 Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på kort- og mellomlang sikt .....	198
Figur 11-13 Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på lang sikt.....	199
Figur 11-14 Minoritetsrentabilitetens påvirkning på verdiestimatet på lang sikt .....	199
Figur 11-15 Tornadoanalyse av verdidriverne.....	200
Figur 13-1 Handlingsstrategi .....	215

### Tabelloversikt

Tabell 2-1 Norsk eksport av akvakultur i 2014 (Statistisk sentralbyrå, 2015).....	5
Tabell 2-2 Oversikt over den finansielle situasjonen til AUSS i perioden 2012-2015 .....	10
Tabell 2-3 Norges 10 største laksemarkeder i 2015 (Norsk Sjømatråd, 2015) .....	29
Tabell 2-4 Norges 10 største pelagiskmarkeder i 2015 (Norsk Sjømatråd, 2015).....	30
Tabell 2-5 Oversikt over den finansielle situasjonen til Marine Harvest i perioden 2012-2015.....	32
Tabell 2-6 Oversikt over den finansielle situasjonen til SalMar i perioden 2012-2015.....	33
Tabell 2-7 Oversikt over den finansielle situasjonen til Copeinca i perioden 2012-2014.....	34
Tabell 2-8 Oversikt over den finansielle situasjonen til Exalmar i perioden 2012-2015.....	34
Tabell 2-9 Oversikt over den finansielle situasjonen til Omega i perioden 2012-2015 .....	35
Tabell 4-1 Konkurransenintensitet i bransjen basert på Porters rammeverk.....	58



Tabell 4-2 VRIO-analyseverktøy (Knivsflå, F2, 2016, s. 48) (Barney, 2014, s. 140) .....	59
Tabell 4-3 Oppsummering av VRIO-analyse av AUSS sine interne ressurser .....	65
Tabell 5-1 Resultatregnskap til AUSS i perioden 2009-2015. Røde felt illustrerer unormale poster....	72
Tabell 5-2 Balanseoppstilling til AUSS i perioden 2009-2015.....	73
Tabell 5-3 Endring i egenkapital til AUSS i perioden 2009-2015 .....	73
Tabell 5-4 Fullstendig nettoresultat til AUSS i perioden 2009-2015 .....	75
Tabell 5-5 Fullstendig driftsresultat før skatt til AUSS i perioden 2009-2015.....	76
Tabell 5-6 Fullstendig finansresultat før skatt til AUSS i perioden 2009-2015.....	76
Tabell 5-7 Unormalt driftsresultat til AUSS i perioden 2009-2015 .....	78
Tabell 5-8 Unormalt finansresultat til AUSS i perioden 2009-2015 .....	79
Tabell 5-9 Utregning av driftsskattesats til AUSS i perioden 2009-2015 .....	80
Tabell 5-10 Fordeling av skattekostnad til AUSS i perioden 2009-2015 .....	80
Tabell 5-11 Sysselsatt kapital til AUSS i perioden 2009-2015 .....	83
Tabell 5-12 Netto driftskapital til AUSS i perioden 2009-2015 .....	84
Tabell 5-13 Omgruppert kontantstrøm til AUSS i perioden 2010-2015.....	85
Tabell 5-14 Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet til AUSS i perioden 2009-2015 .....	88
Tabell 5-15 Effekt av justeringer av målefeil i balansen til AUSS i perioden 2009-2015 .....	88
Tabell 5-16 Omgruppert og justert resultatregnskap til AUSS i perioden 2009-2015 .....	89
Tabell 5-17 Omgruppert og justert balanse til AUSS i perioden 2009-2015 .....	89
Tabell 5-18 Endring i egenkapital med justering til AUSS i perioden 2009-2015.....	90
Tabell 5-19 Tidsvekting av de ulike periodene .....	91
Tabell 6-1 Vekting i bransjen basert på omsetning i perioden 2010-2015 .....	93
Tabell 6-2 Omgruppert kontantstrøm til AUSS i perioden 2010-2015.....	100
Tabell 6-3 Prosentvis dekning på de ulike eiendelspostene .....	102
Tabell 6-4 Kapitalstrukturen til AUSS i 2015 (absolutte verdier) .....	105
Tabell 6-5 Kapitalstrukturen til AUSS i 2015 (prosentvis) .....	105
Tabell 6-6 Kapitalstrukturen til bransjen i 2015 (prosentvis).....	106
Tabell 6-7 Syntetisk rating basert på grenseverdier for fire nøkkeltall (Knivsflå, F8, 2016, s. 86).....	108
Tabell 6-8 Beregning av syntetisk rating basert på fire nøkkeltall i perioden 2010-2015 .....	108
Tabell 7-1 Risikofri rente i perioden 2010-2015 (Norges Bank, u.d).....	113
Tabell 7-2 Markedsrisikopremien i perioden 2010-2015 (Knivsflå, F15, 2016, s. 34).....	113
Tabell 7-3 Regresjonsanalyse av AUSS og OSEBX i perioden 2010-2015 (Yahoo Finance, 2016).....	115
Tabell 7-4 Ujustert- og justert egenkapitalbeta for deler av bransjeutvalget.....	115
Tabell 7-5 Beregning av årlig egenkapitalbeta til AUSS i perioden 2010-2015 .....	117
Tabell 7-6 Egenkapital- og minoritetskrav til AUSS i perioden 2010-2015 .....	118
Tabell 7-7 Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, F9, 2016, s. 58) .....	119
Tabell 7-8 Finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2010-2015 .....	119
Tabell 7-9 Finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2010-2015 (beregnet implisitt) .....	120
Tabell 7-10 Finansielt eiendelskrav til AUSS i perioden 2010-2015 .....	121
Tabell 7-11 Finansiell eiendelsbeta til AUSS i perioden 2010-2015 .....	121
Tabell 7-12 Netto finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2010-2015.....	122
Tabell 7-13 Netto finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2010-2015.....	122
Tabell 7-14 Netto driftskrav til AUSS i perioden 2010-2015 .....	122
Tabell 7-15 Sysselsatt kapitalkrav til AUSS i perioden 2010-2015 .....	123
Tabell 7-16 Oppsummering avkastningskrav til AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	123
Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet til AUSS i perioden 2010-2015 .....	125
Tabell 8-2 Superrentabiliteten til AUSS i perioden 2010-2015 .....	125
Tabell 8-3 Superrentabiliteten til bransjen i perioden 2010-2015.....	127
Tabell 8-4 Intern ressursfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	127
Tabell 8-5 Egenkapitalkravfordel til AUSS i perioden 2010-2015 .....	128



Tabell 8-6 Strategisk fordel til AUSS i perioden 2010-2015 .....	128
Tabell 8-7 Ren driftsfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	130
Tabell 8-8 Bransjefordel drift i perioden 2010-2015.....	130
Tabell 8-9 Rentabilitetsfordel drift til AUSS i perioden 2010-2015.....	131
Tabell 8-10 Netto driftskravfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	131
Tabell 8-11 Marginfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	132
Tabell 8-12 Common size-analyse til AUSS i perioden 2010-2015.....	133
Tabell 8-13 Oppsummering marginulempe til AUSS i perioden 2010-2015 .....	136
Tabell 8-14 Omløpsfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	137
Tabell 8-15 Driftsinntekter per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015.....	137
Tabell 8-16 Netto driftseiendeler per kilo for AUSS og bransjen i perioden 2010-2015 .....	138
Tabell 8-17 Oppsummering driftsfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	139
Tabell 8-18 Gearingfordel drift til AUSS i perioden 2010-2015.....	139
Tabell 8-19 Samlet driftsfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	140
Tabell 8-20 Finansieringsfordel finansiell gjeld til AUSS i perioden 2010-2015 .....	142
Tabell 8-21 Finansieringsfordel finansielle eiendeler til AUSS i perioden 2010-2015 .....	143
Tabell 8-22 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld til AUSS i perioden 2010-2015 .....	145
Tabell 8-23 Finansieringsfordel minoritetsinteresser til AUSS i perioden 2010-2015 .....	146
Tabell 8-24 Samlet finansieringsfordel til AUSS i perioden 2010-2015.....	146
Tabell 8-25 Oppsummering av strategisk fordel til AUSS i perioden 2010-2015 .....	147
Tabell 9-1 Normalisert historisk egenkapitalvekst til AUSS i perioden 2010-2015 .....	152
Tabell 9-2 Driftsinntektsvekst til AUSS i perioden 2016-2027 .....	157
Tabell 9-3 Utvikling i netto driftsresultat til AUSS i perioden 2016-2027 .....	159
Tabell 9-4 Utvikling i netto finansiell gjeld til AUSS i perioden 2016-2027 .....	161
Tabell 9-5 Utvikling i netto finanskostnad til AUSS i perioden 2016-2027.....	162
Tabell 9-6 Utvikling i minoritetsinteresser til AUSS i perioden 2016-2027 .....	163
Tabell 9-7 Netto driftseiendeler til AUSS i perioden 2016-2027 .....	165
Tabell 9-8 Utvikling i minoritetsresultat i AUSS i perioden 2016-2027 .....	165
Tabell 9-9 Fremtidsregnskapet til AUSS i perioden 2016-2027.....	166
Tabell 9-10 Fremtidsbalanse til AUSS i perioden 2016-2027 - Sysselsatt kapital.....	166
Tabell 9-11 Fremtidsbalanse til AUSS i perioden 2016-2027 - Netto driftskapital .....	167
Tabell 9-12 Fri kontantstrøm til egenkapital til AUSS i perioden 2016-2027 .....	167
Tabell 10-1 Risikofri rente etter skatt i perioden 2016-2027.....	170
Tabell 10-2 Markedsrisikopremie etter skatt i perioden 2016-2027 .....	170
Tabell 10-3 Årlig egenkapitalbeta til AUSS i perioden 2016-2027 .....	171
Tabell 10-4 Egenkapital- og minoritetskrav til AUSS i perioden 2016-2027 .....	171
Tabell 10-5 Syntetisk rating til AUSS i perioden 2016-2027.....	172
Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2016-2027 .....	173
Tabell 10-7 Finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2016-2027 .....	173
Tabell 10-8 Finansielt eiendelskrav til AUSS i perioden 2016-2027 .....	173
Tabell 10-9 Finansiell eiendelsbeta til AUSS i perioden 2016-2027 .....	174
Tabell 10-10 Netto finansielt gjeldskrav til AUSS i perioden 2016-2027.....	174
Tabell 10-11 Netto finansiell gjeldsbeta til AUSS i perioden 2016-2027.....	174
Tabell 10-12 Netto driftskrav til AUSS i perioden 2016-2027 .....	175
Tabell 10-13 Sysselsatt kapitalkrav til AUSS i perioden 2016-2027 .....	175
Tabell 10-14 Oppsummering fremtidskrav til AUSS i perioden 2016-2027 .....	175
Tabell 10-15 Strategisk fordel til AUSS i perioden 2016-2027 .....	176
Tabell 10-16 Superrentabilitet til AUSS i perioden 2016-2027 .....	177
Tabell 11-1 Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – EK-metoden .....	181
Tabell 11-2 Superprofittmodellen – EK-metoden .....	181
Tabell 11-3 Superprofittvekstmodellen – EK-metoden.....	181
Tabell 11-4 Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – NDK-metoden .....	182



Tabell 11-5 Superprofittmodellen – NDK-metoden .....	182
Tabell 11-6 Superprofittvekstmodellen – NDK-metoden.....	182
Tabell 11-7 Fri kontantstrøm-modellen/Utbyttmodellen – SSK-metoden .....	182
Tabell 11-8 Superprofittmodellen – SSK-metoden .....	182
Tabell 11-9 Superprofittvekstmodellen – SSK-metoden .....	182
Tabell 11-10 Oppsummering av første verdiestimat til AUSS .....	183
Tabell 11-11 Konvergeringsprosessen fra steg 0 til steg 11 med %-vis avvik .....	184
Tabell 11-12 Driftsinntektsvekst i de ulike budsjettpunktene .....	188
Tabell 11-13 Netto driftsmargin i de ulike budsjettpunktene.....	189
Tabell 11-14 Minoritetsrentabilitet i de ulike budsjettpunktene.....	190
Tabell 11-15 Omløpet til netto driftseiendeler i de ulike budsjettpunktene .....	191
Tabell 11-16 Øvrige risikofaktorer.....	191
Tabell 11-17 Statistiske data fra Monte Carlo-simuleringen.....	192
Tabell 11-18 Forklaring av usikkerhet i simuleringen ved ulike budsjett drivere .....	193
Tabell 12-1 Finansielle tall for de komparative virksomhetene .....	207
Tabell 12-2 P/B-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene .....	208
Tabell 12-3 Verdiestimat per aksje basert på P/B-multiplikator.....	209
Tabell 12-4 P/E-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene.....	209
Tabell 12-5 Verdiestimat per aksje basert på P/E-multiplikator .....	209
Tabell 12-6 EV/EBIT-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene .....	210
Tabell 12-7 Verdiestimat per aksje basert på EV/EBIT-multiplikator.....	210
Tabell 12-8 EV/EBITDA-multiplikator til AUSS og de komparative virksomhetene.....	211
Tabell 12-9 Verdiestimat per aksje basert på EV/EBITDA-multiplikator .....	211
Tabell 12-10 Endelig verdiestimat til AUSS basert på de fire multiplikatorene .....	212



## 16 Forkortelser

AUSS	Austevoll Seafood ASA	fer	Finansiell eiendelsrentabilitet eller rente
AFR	Annet fullstendig resultat	FF	Finansieringsfordel
AM	Anleggsmidler	FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
BFD	Bransjefordel drift	FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
BRBI	Br Birkeland AS	FFMI	Finansieringsfordel minoritetsinteresser
CAPM	Kapitalverdimodellen	FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
DAFR	Driftsrelatert annet fullstendig resultat	FFR	Fullstendig finansresultat før skatt
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	FG	Finansiell gjeld
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	fgd	Finansiell gjeldsdel
DDSP	Driftsrelatert Dirty surplus	fgg	Finansiell gjeldsgrad
DE	Driftsrelaterte eiendeler	fgk	Finansielt gjelskrav
DF	Driftsfordel	fgr	Finansiell gjeldsrente
DG	Driftsrelatert gjeld	FI	Finansinntekt
DI	Driftsinntekter	fiss	Finansinntektsskattesats
div	driftsinntektsvekst	FK	Finanskostnad
DK	Driftskostnader	FKD	Fri kontantstrøm fra drift
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital
DR	Driftsresultat	FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
DSP	Dirty surplus	fkss	Finanskostnadsskattesats
dss	Driftskattesats	FNR	Fullstendig nettoresultat
EBIT	Earnings before interest and taxes (Driftsresultat fra egen virksomhet)	FOM	Finansielle omløpsmidler
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger)	FOR	Fordringer
EK	Egenkapital	GFD	Gearingfordel drift
EK*	Justert egenkapital	IAS	International Accounting Standards
ekk	Egenkapitalkrav	IFRS	International Financial Reporting Standards
EK-metoden	Egenkapitalmetoden	ilp	Illikviditetspremie
ekp	Egenkapitalprosent	INV	Investeringer
ekr	Egenkapitalrentabilitet	KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
eku	Egenkapitalutdelingsgrad	KFG	Kortsiktig finansiellgjeld
ekv	Egenkapitalvekst	KG	Kortsiktig gjeld
EV	Enterprise value	KON	Kontanter
FAFR	Finansielt annet fullstendig resultat	KR	Kravfordel
FAM	Finansielle anleggsmidler	krp	Kreditrisikopremie
FC	Foodcorp S.A.A	LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
FDR	Fullstendig driftsresultat	Lerøy	Lerøy Seafood Group ASA
FDSP	Finansielt Dirty surplus	LFG	Langsiktig finansiell gjeld
FE	Finansielle eiendeler	LG	Langsiktig gjeld
fed	Finansiell eiendelsdel	LVEK	Likvidasjonsverdi av egenkapital
feg	Finansiell eiendelsgrad	MF	Marginfordel
fek	Finansielt eiendelskrav	MI	Minoritetsinteresser
		mid	Minoritetsdel
		mig	Minoritetsgrad
		mik	Minoritetskrav



mir	Minoritetsrentabilitet	RDF	Ren driftsfordel
MR	Minoritetsresultat	rdg	Rentedekningsgrad
mrd	Markedets risikodel	rf	Risikofri rente
Mrp	Markedets risikopremie	RF	Rentabilitetsfordel drift
MMI	Miller-Modigliani teorem 1	RFD	Ressursfordel drift
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	s	Skattesats
NBU	Netto betalt utbytte	SF	Strategisk fordel
NDE	Netto driftseiendeler	SK	Skattekostnad
NDK	Netto driftskapital	SK-metoden	Selskapsmetoden
ndk	Netto driftskrav	SPE	Superprofitt til egenkapitalen
ndm	Netto driftsmargin	SSE	Sysselsatte eiendeler
NDR	Netto driftsresultat	SSK	Sysselsatt kapital
ndr	Netto driftsrentabilitet	sss	Selskapskattesats
ndss	Normalisert driftskattesats	T	Budsjettthorison (2025)
NFG	Netto finansiell gjeld	TE	Totale eiendeler
nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad	TK	Totalkapital
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav	UNDR	Unormalt netto driftsresultat
NFI	Netto finansinntekt	UNFR	Unormalt netto finansresultat
NFK	Netto finanskostnad	UNMR	Unormalt netto minoritetsresultat
NMR	Netto minoritetsresultat	US GAAP	Generally Accepted Accounting Principles (Unites States)
NRE	Nettoresultat til egenkapitalen	VEK	Verdien til egenkapitalen
OCI	Øvrige resultatelementer	VMI	Verdien til minoritetsinteresser
OF	Omløpsfordel	VNDK	Verdien til netto driftskapital
OM	Omløpsmidler	VSSK	Verdien til sysselsatt kapital
onde	Omløpet til netto driftseiendeler	ÅRE	Rapportert årsresultat
OSEBX	Oslo Børs Hovedindeks	$\pi$	Superrentabilitet
p	Konkurssannsynlighet		