



Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av P/F Bakkafrost

Av Magnus Hjelseth Sunde og Joachim Muri

Veileder: Siri P. Strandenes

Masterutredning i fordypningsområdet:

Finansiell økonomi



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

Sammendrag

Formålet med utredningen er å estimere egenkapitalverdien og tilhørende aksjeverdi for P/F Bakkafrost per 31.12.2016. Dette gjøres på bakgrunn av en fundamental verdivurdering. Avslutningsvis blir det gjennomført en komparativ verdivurdering for å tilføre mer robusthet til verdiesimatet. Deretter blir estimatene basert på de ulike verdsettelsesteknikkene vektet, og sammenlignet med dagens børskurs. Dette blir gjort for å kunne avlegge en endelig handlingsstrategi.

Utredningen består av tre ulike deler, hvor *del 1* foretar en strategisk analyse av virksomheten og bransjen. Deretter vil vi analysere selskapets underliggende økonomiske forhold, hvor vi ser nærmere på historisk inntjening og strategisk fordel. Av den strategiske analysen kommer det frem at det foreligger en bransjefordel. Dette begrunnes hovedsakelig gjennom konsesjons- og kvotesystemet, som skaper høye etableringsbarrierer. I tillegg har Bakkafrost en varig konkurransefordel grunnet en mer optimal lokalisering i forhold til konkurrentene.

Del 2 presenterer først regnskapene for analyseperioden 2011 til 2016T. Deretter avdekkes ulike risikomål og historiske avkastningskrav, samt en kvantifisering av den strategiske fordel. Sistnevnte har over analyseperioden vært 40%. Denne kan igjen inndeles i en driftsfordel på 41% og en finansieringsulempe på 1%. Hovedårsaken til den høye driftsfordelen kan tilskrives Bakkafrost sine egne ressurser. Selv om disse utgjør 24%, så tilfører også bransjen en fordel på 6%. Dette reflekterer at selskapet opererer i en bransje med høy lønnsomhet.

Fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav er utarbeidet i *del 3*. De fremtidige størrelsene blir så benyttet i beregningen av egenkapitalverdien til Bakkafrost. Den strategiske fordel i fremtiden er estimert til 20%. Selv om dette er en stor reduksjon i forhold til den historiske, er fordel i fremtiden satt på et relativt høyt nivå. Dette begrunnes ved den varige konkurransefordelen selskapet har. Etter å ha foretatt en konvergeringsprosess og justert for konkurrisiko, er aksjeprisen på 287,47 DKK. Dette tilsvarer en aksjepris på 352,84 NOK.

Simulering- og scenarioanalyse av verdiestimatet viser at det er stor usikkerhet tilknyttet aksjeprisen. Den komparative verdivurderingen justerer opp verdiestimatet til 356,21 NOK per aksje. Dette skyldes at fundamental- og komparativ verdivurdering vektlegges med henholdsvis 70% og 30%.

Endelig verdiestimat er på **356,21 NOK** per aksje, noe som resulterer i en ***hold-anbefaling*** per 17.11.2016.

Forord

Masterutredningen inngår som en del av masterprofilen i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). I vår utredning ville vi benytte teori fra flere fagfelt, og da falt valget naturlig på regnskapsanalyse og verdsettelse. Samtidig anser vi oppgaven som svært relevant for fremtidig arbeidsliv.

Utredningen tar i stor grad utgangspunkt i rammeverket til Kjell Henry Knivsflå, som underviser i BUS440/MMR413A (Rekneskapsanalyse og verdivurdering). Samtidig har vi dratt stor nytte av kompetansen tidligere kurs og fag har gitt oss ved NHH. En fundamental verdsettelse krever en bred kunnskap om kvalitative og kvantitative forhold som påvirker en virksomhet. Arbeidet har derfor vært utfordrende, men samtidig spennende og svært lærerikt.

Det var flere årsaker til at vi valgte å verdsette P/F Bakkafrost. Vi var interesserte i å velge et selskap som ville gi oss en utfordring. Oppdrettsselskapet er stasjonert på Færøyene, og arbeider derfor under litt andre omstendigheter enn lignende norske selskaper. Samtidig er selskapet i en spennende bransje hvor faktorer som for eksempel laksepris, kostnadspress og sykdomsutbrudd er avgjørende. Bakkafrost har sammen med bransjen generelt opplevd en høy vekst de siste årene.

Avslutningsvis ønsker vi å takke Siri P. Strandenes for god veiledning gjennom hele semesteret.

Bergen, desember 2016

Magnus Hjelseth Sunde

Joachim Muri

INNHALDSFORTEGNELSE

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | Introduksjon | 1 |
| 1.1 | Formål..... | 1 |
| 1.2 | Bakgrunn og motivasjon..... | 1 |
| 1.3 | Avgrensning..... | 2 |
| 1.4 | Struktur..... | 3 |
| 2 | Presentasjon av Bakkafrost og bransje | 5 |
| 2.1 | Oppdrettsnæringen..... | 5 |
| 2.2 | Bransjespesifikke faktorer | 7 |
| 2.2.1 | Produksjonsprosessen..... | 7 |
| 2.2.2 | Innsatsfaktorer | 9 |
| 2.2.3 | Integrasjon..... | 10 |
| 2.2.4 | Eksport og markedsforhold | 11 |
| 2.2.5 | Prisdannelse og utvikling..... | 13 |
| 2.2.6 | Fiskemel..... | 17 |
| 2.3 | Makroforhold | 19 |
| 2.3.1 | Økonomiske forhold..... | 19 |
| 2.3.2 | Politiske forhold..... | 22 |
| 2.3.3 | Miljømessige forhold..... | 24 |
| 2.4 | Bakkafrost..... | 27 |
| 2.5 | Konkurrenter | 31 |
| 2.5.1 | Hvordan Bakkafrost skiller seg ut fra konkurrentene | 33 |
| 3 | Valg av verdsettelsesmetode | 34 |
| 3.1 | Fundamental verdsettelse..... | 34 |
| 3.2 | Komparativ verdsettelse | 35 |
| 3.3 | Opsjonsbasert verdsettelse..... | 36 |
| 3.4 | Valg av verdsettelsesmodell..... | 36 |
| 3.5 | Rammeverk for valgt modell | 37 |
| 4 | Strategisk analyse..... | 38 |
| 4.1 | Eksterne analyser | 38 |
| 4.1.1 | PESTEL..... | 38 |
| 4.1.2 | Porters fem konkurransekrefter..... | 46 |
| 4.1.3 | Oppsummering ekstern bransjeorientert analyse | 52 |
| 4.2 | Intern analyse..... | 54 |

| | | |
|-------|--|----|
| 4.2.1 | VRIO | 54 |
| 4.2.2 | Oppsummering intern ressursbasert analyse | 60 |
| 4.3 | Oppsummering strategiske analyser | 61 |
| 5 | Regnskapsanalyse | 62 |
| 5.1 | Rammeverk | 62 |
| 5.2 | Praktiske valg | 63 |
| 5.2.1 | Valg av analysenivå | 63 |
| 5.2.2 | Valg av analyseperiode | 64 |
| 5.2.3 | Valg av sammenlignbare virksomheter | 64 |
| 5.3 | Rapporterte tall og trailing | 65 |
| 5.3.1 | Trailing | 65 |
| 5.3.2 | Rapporterte tall | 70 |
| 5.4 | Omgruppering | 72 |
| 5.5 | Omgruppering av resultatregnskapet | 72 |
| 5.5.1 | Identifisere FNR | 73 |
| 5.5.2 | Fordele FNR | 73 |
| 5.5.3 | Identifisere normale og unormale poster | 75 |
| 5.5.4 | Fordeling av skattekostnad | 77 |
| 5.6 | Omgruppering av balansen | 78 |
| 5.6.1 | Eventuell avsatt utbytte flyttes til egenkapital i stedet for kortsiktig gjeld | 78 |
| 5.6.2 | Skape et skille mellom drift og finans i totalbalansen | 78 |
| 5.6.3 | Gå fra total kapital til sysselsatt kapital | 80 |
| 5.6.4 | Gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital | 81 |
| 5.7 | Analyse og justering av målefeil | 81 |
| 5.7.1 | Verdiendring biologiske eiendeler | 82 |
| 5.7.2 | Justering av målefeil | 83 |
| 5.8 | Omgruppert og justert resultat- og balanseregnskap | 84 |
| 6 | Analyse av risiko | 86 |
| 6.1 | Likviditetsanalyse | 86 |
| 6.1.1 | Likviditetsgrad 1 | 86 |
| 6.1.2 | Likviditetsgrad 2 | 88 |
| 6.1.3 | Rentedekningsgrad | 89 |
| 6.1.4 | Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm | 90 |
| 6.2 | Soliditetsanalyse | 91 |
| 6.2.1 | Egenkapitalprosent | 91 |
| 6.2.2 | Kapitalstruktur | 92 |

| | | |
|-------|--|-----|
| 6.2.3 | Netto driftsrentabilitet | 94 |
| 6.2.4 | Syntetisk rating..... | 95 |
| 7 | Historisk avkastningskrav | 97 |
| 7.1 | Litt teori for avkastningskrav..... | 97 |
| 7.1.1 | Faktormodellen | 97 |
| 7.1.2 | Kapitalverdimodellen | 98 |
| 7.2 | Krav til egenkapital og minoritet | 98 |
| 7.2.1 | Risikofri rente | 99 |
| 7.2.2 | Markedets risikopremie | 100 |
| 7.2.3 | Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden..... | 100 |
| 7.2.4 | Illikviditetspremie | 103 |
| 7.2.5 | Årlig egenkapitalbeta..... | 104 |
| 7.2.6 | Egenkapital- og minoritetskrav | 105 |
| 7.3 | Finansielle krav | 105 |
| 7.3.1 | Krav til finansiell gjeld..... | 106 |
| 7.3.2 | Krav til finansielle eiendeler | 108 |
| 7.3.3 | Krav til netto finansiell gjeld..... | 110 |
| 7.3.4 | Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital..... | 110 |
| 7.4 | Oppsummering av avkastningskrav..... | 112 |
| 8 | Analyse av lønnsomhet | 113 |
| 8.1 | Egenkapitalrentabilitet | 113 |
| 8.1.1 | Superrentabilitet | 114 |
| 8.2 | Strategisk drifts- og finansieringsanalyse..... | 116 |
| 8.3 | Driftsfordel | 116 |
| 8.3.1 | Ren driftsfordel..... | 117 |
| 8.3.2 | Bransjefordel drift | 117 |
| 8.3.3 | Ressursfordel drift | 118 |
| 8.3.4 | Oppsummering driftsfordel..... | 123 |
| 8.4 | Finansieringsfordel | 124 |
| 8.5 | Oppsummering strategisk fordel..... | 127 |
| 9 | Fremtidsregnskap..... | 128 |
| 9.1 | Vekstanalyse..... | 128 |
| 9.1.1 | Driftsinntektsvekst | 128 |
| 9.2 | Budsjettperiode..... | 129 |
| 9.3 | Valg av detaljnivå..... | 130 |
| 9.4 | Teknikk..... | 130 |

| | | |
|--------|--|-----|
| 9.5 | Budsjett drivere | 130 |
| 9.5.1 | Driftsinntektsvekst | 131 |
| 9.5.2 | Netto driftsresultat..... | 133 |
| 9.5.3 | Netto driftseiendeler | 135 |
| 9.5.4 | Netto finansiell gjeld | 136 |
| 9.5.5 | Netto finanskostnad | 137 |
| 9.6 | Fremtidsregnskap | 138 |
| 10 | Fremtidskrav..... | 140 |
| 10.1 | Egenkapital- og minoritetskrav | 140 |
| 10.1.1 | Risikofri rente | 141 |
| 10.1.2 | Markedsrisikopremie..... | 142 |
| 10.1.3 | Årlig egenkapitalbeta..... | 142 |
| 10.1.4 | Illikviditetspremie..... | 143 |
| 10.1.5 | Egenkapital- og minoritetskrav | 143 |
| 10.2 | Finansielle krav | 143 |
| 10.2.1 | Syntetisk rating..... | 144 |
| 10.2.2 | Finansielt gjeldskrav | 144 |
| 10.2.3 | Finansielt eiendelskrav | 145 |
| 10.2.4 | Netto finansielt gjeldskrav..... | 146 |
| 10.2.5 | Selskapskrav | 147 |
| 10.3 | Fremtidig strategisk fordel | 148 |
| 11 | Fundamental verdsettelse..... | 150 |
| 11.1 | Egenkapitalmetoden | 150 |
| 11.2 | Selskapskapitalmetoden..... | 151 |
| 11.3 | Første verdierstatimant | 151 |
| 11.4 | Konvergeringsprosess..... | 152 |
| 11.5 | Usikkerhet | 154 |
| 11.5.1 | Konkursrisiko | 154 |
| 11.5.2 | Simuleringsanalyse | 155 |
| 11.5.3 | Usikre drivere | 155 |
| 11.5.4 | Simuleringsanalyse | 157 |
| 11.5.5 | Sensitivitetsanalyse | 158 |
| 11.5.6 | Downside risk | 159 |
| 11.5.7 | Upside potential | 160 |
| 11.6 | Oppsummering fundamentalt verdierstatimant og sensitivitetsanalyse | 161 |
| 12 | Komparativ verdsettelse | 162 |

| | | |
|--------|---|-----|
| 12.1 | Komparative virksomheter | 163 |
| 12.2 | Multiplikatorer | 163 |
| 12.2.1 | P/B-multiplikator | 165 |
| 12.2.2 | P/E-multiplikator | 166 |
| 12.2.3 | EV/EBIT-multiplikator | 166 |
| 12.2.4 | EV/EBITDA | 166 |
| 12.3 | Mulige feilkilder ved bruk av multiplikatormodellen | 167 |
| 12.4 | Komparativt verdiestimat..... | 168 |
| 12.4.1 | Verdiestimat basert på P/B-multiplikator | 168 |
| 12.4.2 | Verdiestimat basert på P/E-multiplikator | 170 |
| 12.4.3 | Verdiestimat basert på EV/EBIT | 171 |
| 12.4.4 | Verdiestimat basert på EV/EBITDA..... | 172 |
| 12.4.5 | Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse..... | 174 |
| 13 | Oppsummering og handlingsstrategi | 176 |
| 13.1 | Oppsummering..... | 176 |
| 13.2 | Handlingsstrategi..... | 177 |
| 14 | Referanseliste | 179 |
| 14.1 | Faglitteratur..... | 179 |
| 14.2 | Forelesningsnotater | 179 |
| 14.3 | Årsrapporter og øvrig publisering fra selskaper | 180 |
| 14.4 | Offentlige kilder | 181 |
| 14.5 | Andre kilder | 183 |
| 15 | Tabell- og figuroversikt..... | 188 |
| 15.1 | Tabelloversikt | 188 |
| 15.2 | Figuroversikt | 190 |

1 Introduksjon

I dette kapitlet vil vi presentere formålet med oppgaven, bakgrunnen og motivasjonen for valget av P/F Bakkafrost. Videre vil vi presentere avgrensninger, samt oppgavens struktur og oppbygning.

1.1 Formål

Formålet med masterutredningen er å gjennomføre en fundamental verdsettelse og strategisk analyse av P/F Bakkafrost (heretter Bakkafrost). Dette gjøres på bakgrunn av å beregne egenkapitalverdien til selskapet per 31.12.2016, ved å benytte både strategiske analyser og regnskapsanalyser. Analysene gir solid innsikt i virksomheten og bransjen, og danner grunnlaget for beregninger av fremtidsverdier. I tillegg vil vi utarbeide en komparativ verdsettelse, for å tilføre mer robusthet til verdiestimatet.

Verdiestimatet vil bli sammenlignet med den observerte markedsverdien på verdsettelsestidspunktet, hvor vi vil vurdere eventuelle avvik. Videre vil vi utrede en anbefalt handlingsstrategi basert på om aksjen er over- eller underpriset. Det er også knyttet usikkerhet til vårt verdiestimatet, noe som vil bli utdypet i analysen.

1.2 Bakgrunn og motivasjon

Masterutredningen inngår som en del av vår hovedprofil innenfor finansiell økonomi (FIE) ved Norges Handelshøyskole. Utredningen er basert på kurset BUS440 (Regnskapsanalyse og verdivurdering) undervist av professor Kjell Henry Knivsflå. Formålet til kurset er å kunne lage en god strategisk regnskapsanalyse av virksomheten, benytte innsikt fra fundamentalanalysen til å lage fremtidsregnskap, fremtidskrav og et godt estimat på nettoverdien, samt synliggjøre usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Gjennom også andre verdsettelseskurs har begge forfatterne opparbeidet seg en stor interesse for masterutredningens faglige område. Utredningen gir oss dermed muligheten til å benytte opparbeidet faglig kunnskap i en utfordrende praktisk orientert oppgave.

Valget av oppdrettsbransjen skyldes at det er en svært viktig bransje i norsk næringsliv, og det er gode grunner til at dette vil være en av de viktigste bransjene Norge skal leve av fremover. I tillegg har næringen opplevd en enorm vekst den siste tiden, og myndighetene ønsker å øke denne veksten ytterligere i tiden fremover. Likevel står bransjen ovenfor store miljøutfordringer for en bærekraftig utvikling, som må løses for å muliggjøre fremtidig vekst. Derfor ønsker vi å tilegne oss en dypere innsikt i nettopp oppdrettsbransjen.

Bakkafrost ble valgt fordi selskapet har utmerket seg med en meget høy lønnsomhet og solid utvikling de siste årene. Aksjeprisen har mer enn tidoblet seg siden børsnoteringen på Oslo Børs i 2010. Virksomheten skiller seg også ut ved at driften foregår på Færøyene, i motsetning til de andre lakseselskapene på Oslo Børs, hvor mesteparten av driften finner sted i norsk farvann. Derfor er det meget interessant å vurdere hvilke faktorer som gjør at Bakkafrost presterer så bra, og om lokaliseringen har en avgjørende innvirkning på lønnsomheten.

1.3 Avgrensning

Verdiestimatet vi kommer frem til er preget av subjektive vurderinger. De fleste av forutsetningene som er gjort, er på bakgrunn av tilgjengelig informasjon og tidsbegrensning.

Informasjonsgrunnlaget benyttet i oppgaven er i sin helhet basert på eksterne kilder som er tilgjengelig for alle. Vi har valgt å verdsette hele konsernet Bakkafrost i stedet for datterselskapene individuelt. Informasjonsgrunnlaget for alle datterselskapene er ikke like lett tilgjengelig. Dette ville samtidig gjort analysen mer kompleks, og følgelig vært vanskelig med tanke på den gitte tidsbegrensningen. At vi begrenser det til konsernnivå vil også innebære at vi ikke følger opp det heleide datterselskapet P/F Havsbrun. Selskapet produserer fiskefôr, -olje og -mel, og opererer derfor i en litt annen bransje sammenlignet med de andre datterselskapene, som har kjernevirksomhet i oppdrett. Det kan nevnes at P/F Havsbrun kun eksporterer 11% av fiskeforet, resten benyttes internt i Bakkafrost sin kjernevirksomhet. Vi mener derfor at en analyse av konsernet P/F Bakkafrost er tilstrekkelig for analysens formål.

Videre benytter vi en historisk tidsperiode på seks år, når vi sammenligner tall med bransjen. I perioden fra 2011 til 2016 har Bakkafrost vokst mye på grunn av oppkjøpet av P/F Havsbrun. Dette kan følgelig gi en overvurdering av selskapet om man ser på lønnsomhet og ulike risikomål. Dette stabiliseres imidlertid utover tidsperioden, ettersom oppkjøpet fant sted i 2011. I tillegg består tidsrommet av flere «gode» enn «dårlige» år, noe som kan føre til en overvurdering av hele bransjen. Likevel, mener vi at tidsperioden er representativ og ikke vil påvirke verdsettelsen av Bakkafrost i stor grad.

Bransjen vil bestå av kun tre komparative selskaper, og disse er Marine Harvest, Austevoll Seafood og SalMar. Austevoll består av flere datterselskap inkludert oppdrettsselskapet Lerøy Seafood. I analysen har vi valgt å benytte oss av hele konsernet, Austevoll, som komparativt grunnlag. Dette innebærer at vi også sammenligner med tall fra pelagisk fiske (herunder fiskemel). Årsaken til at dette velges, er fordi Bakkafrost selv har lignende virksomhet gjennom P/F Havsbrun. Samtidig er informasjonsgrunnlaget til selskapet bedre på konsernnivå.

Årsaken til at det ikke inkluderes flere, er i hovedsak på grunn av tidsbegrensning og tilgjengelig informasjon. Bakkafrost er den klart minste virksomheten i størrelse i forhold til de sammenlignbare selskapene. Å sammenligne med selskap som er av omtrent samme størrelse som Bakkafrost, byr på informasjonsutfordringer da slike selskaper ikke er børsnoterte. De valgte selskapene er likevel Bakkafrost sine største konkurrenter med tanke på hvilke marked produktene blir solgt til. Videre er det kun Marine Harvest som også har oppdrett på Færøyene. Bakkafrost står selv for 77% av produksjonen på Færøyene, og sammenlignbare selskaper i samme geografiske område er derfor vanskelig å finne.

1.4 Struktur

Strukturen i oppgaven er basert på rammeverket til i kurset BUS440. Oppgaven er inndelt i tre hoveddeler. Konklusjon og referanseliste blir presentert avslutningsvis.

Del 1 består av kapittel 2-4, hvor kapittel 2 presenterer Bakkafrost og de komparative virksomhetene, samt en bransjebekrivelse. Kapittel 3 inneholder ulike verdsettelsesmetoder og

begrunnelsen for valg av verdsettelsesteknikk. Videre vil vi foreta en strategisk analyse i kapittel 4, som inneholder en ekstern bransjeanalyse og en intern ressursorientert analyse.

Del 2 omfatter kapitlene 5-8, hvor kapittel 5 tar for seg en historisk regnskapsanalyse av Bakkafrost og de komparative virksomhetene. Kapittel 6 vurderer risikoen til virksomheten på både kort og lang sikt. Kapittel 7 beregner historisk avkastningskrav, mens kapittel 8 analyserer historisk lønnsomhet.

Del 3 tar for seg kapittel 9-12. I kapittel 9 beregnes fremtidsregnskapet og tilhørende kontantstrømmer basert på informasjon fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Kapittel 10 inneholder fremtidskravene og fremtidig strategisk fordel. Endelig verdiestimat basert på både egenkapital- og selskapskapitalmetoden beregnes i kapittel 11. Det vil også bli gjennomført en Monte Carlo-simulering for å analysere usikkerheten knyttet til verdiestimatet og dens forutsetninger. Kapittel 12 består av en komparativ verdivurdering basert på ulike multipler.

Avslutningsvis vil vi presenterer en handlingsstrategi i kapittel 13. Denne er basert på det endelig verdiestimatet beregnet gjennom den fundamentale og komparative verdivurderingen.

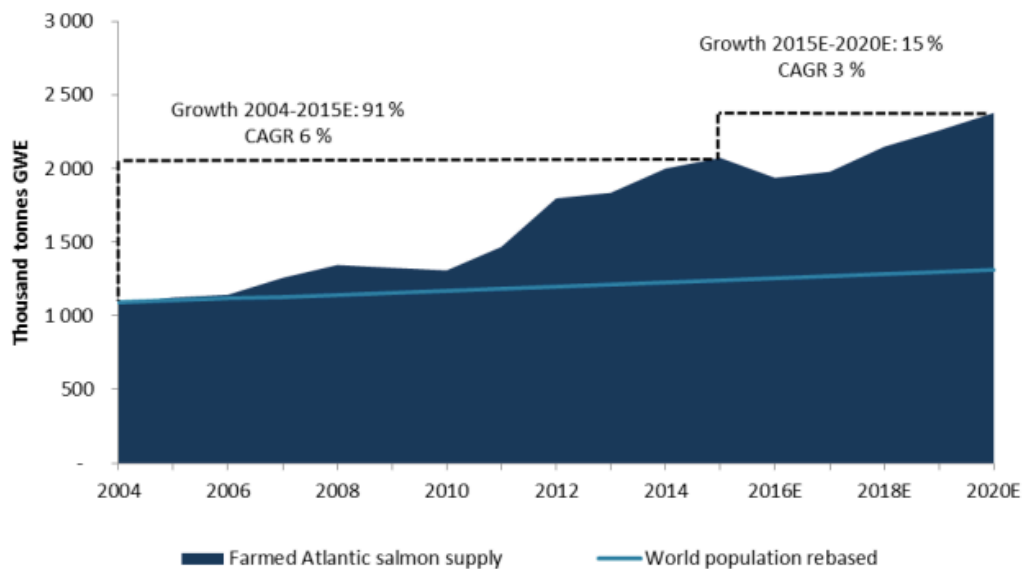
2 Presentasjon av Bakkafrost og bransje

2.1 Oppdrettsnæringen

Laks er et fellesnavn for ulike fiskearter innenfor laksefiskefamilien. Dette gjelder blant annet atlantisk laks og stillehavslaks, mens andre arter i familien er betegnet som ørret. Til tross for at flere av disse artene er tilgjengelige i både vill tilstand og gjennom oppdrett, er den mest kommersielle arten atlantisk laks basert på oppdrett. Laks lever i Atlanterhavet, Stillehavet, Great Lakes (Nord-Amerika), og andre landfaste innsjøer. Den er en typisk anadrom fiskeart, hvilket betyr at gyting forekommer i ferskvann der den er født, selv om den lever i havet. Omtrent 70 % av verdens lakseproduksjon er basert på oppdrett. Produksjonen forekommer i store fiskenett innaskjærs, typisk i fjorder eller bukter (Marine Harvest, 2016B). Oppdrettslaksen er et allsidig produkt, og omsettes både i fersk og frosset form, enten som rund fisk, i skiver eller filet. Laks er ansett som en matkilde som gir utmerket ernæringsverdi. Den inneholder store mengder omega-3-fettsyrer, inkludert ett bredt spekter av viktige vitaminer og mineraler. Bevis fra ulike studier konkluderer med at å inkludere laks i kostholdet forbedrer ett individs totale ernæringsstatus, og kan i tillegg gi signifikante helsefordeler. Den reduserer blant annet hjerte- og karsykdommer. I tillegg er laksen en god proteinkilde, og anses som en høykvalitets fiskesort.

Utvikling

I Norge ble det satt ut laksesmolt i merder i sjøen i 1969. Dette gav umiddelbar positiv virkning allerede første året, og gjennombruddet for lakseoppdrett kom i begynnelsen av 1970-årene. Det var likevel ikke før slutten av 1980-årene i Norge, og i 1990-årene i Chile at oppdrett av laks fikk stort omfang (SNL, 2015).



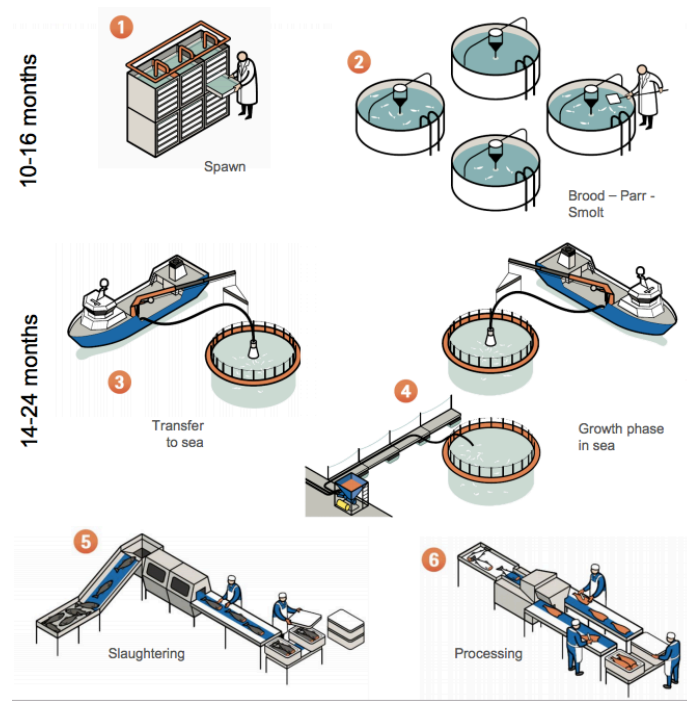
Figur 2-1 - Utvikling og prognose for verdens lakseproduksjon 2004 - 2020E (Marine Harvest, 2016B, s. 18)

Figur 2-1 viser at den totale verdensproduksjonen av atlantisk oppdrettslaks har økt med 417% siden 1995. Dette tilsvarer en årlig vekstrate på 9%. Tallene er oppgitt pr tusen tonn GWE¹. Volatiliteten i vekst skyldes biologiske tilbakeslag og finansielle begrensninger grunnet sykliske priser (Bakkafrost, 2016C). Den årlige vekstraten har vært avtakende gjennom de siste årene, og fra perioden 2004-2015 er vekstraten på 6%. Kontali Analyse (Marine Harvest, 2016B) forventer at den nedgående utviklingen i produksjon fortsetter, og projeksjoner med en årlig vekstrate på 3% for perioden 2015-2020. Årsaken for denne negative trenden skyldes at industrien har nådd et produksjonsnivå der biologiske grenser presses. Derfor er det forventet at framtidig vekst ikke kan drives av beslutninger fra industrien eller gjennom reguleringer alene, men også av implementering av midler for å redusere industriens biologiske fotspor. Dette krever progresjon i teknologi, utvikling av farmasøytiske produkter, forbedrede reguleringer og samarbeid mellom virksomheter. En for høy vekstrate der disse forholdene ikke blir overholdt, vil medføre negativ innvirkning på biologiske indikatorer, kostnader og deretter produksjon (Marine Harvest, 2016B).

¹ Gutted Weight Equivalent – vekten målt etter at innvollene til fisken er fjernet.

2.2 Bransjespesifikke faktorer

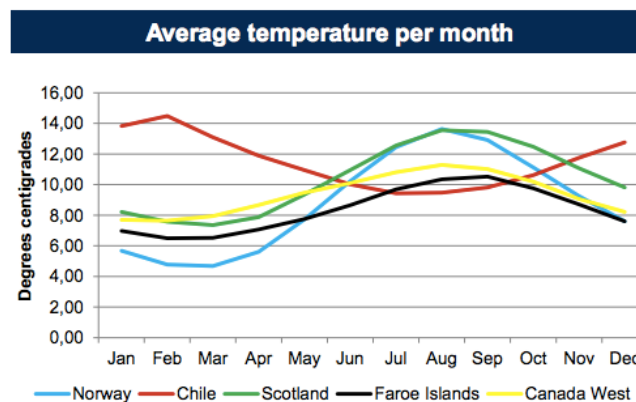
2.2.1 Produksjonsprosessen



Figur 2-2 - Produksjonsprosess for oppdrettslaks (Marine Harvest, 2016B, s.30)

Prosesen for å produsere laks tar omtrent 2-3 år (Marine Harvest, 2016B). Det første året av laksens livssyklus foregår i kontrollerte ferskvannsmiljø på såkalte settefiskanlegg, der egg utvikles til yngel og videre til parr. Etter mellom 10-16 måneder i ferskvann blir laksen transportert videre til saltvannsbur. Før laksen plasseres i saltvann gjennomgår den en smoltifiseringsprosess. Dette innebærer at laksen forbereder seg på et liv i saltvann. Når laksen er ferdig smoltifisert og klar for sjøvann kalles den smolt. Videre blir smolten transportert til et sjøanlegg ved hjelp av brønnbåter, som er spesielt tilpasset for å frakte levende fisk (Marine Harvest, 2016B). Laksen tilbringer deretter en periode fra 14-24 måneder i sjøanlegget, hvor den vokser til en størrelse på rundt 4-5kg. Ved slakteklar størrelse fraktes den til slakteri, før den selges hel eller transporteres til videreforedlingsanlegg. Mesteparten av laksen er solgt ferdigsløyd på is.

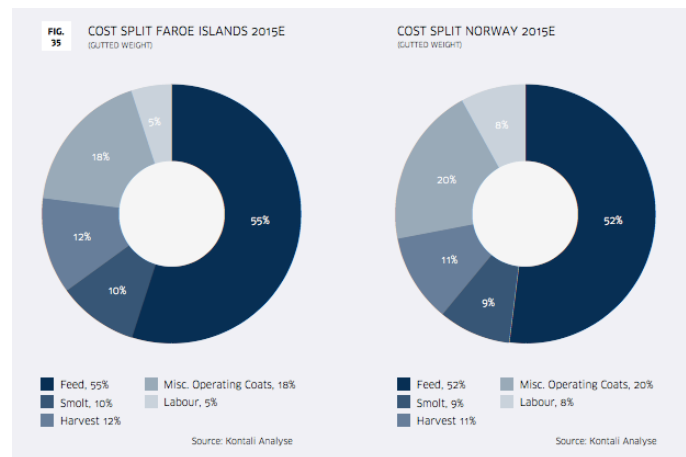
Kystlinjene som egner seg for oppdrettslaks er avgrenset innenfor gitte breddegradsbelter på den nordlige og sørlige halvkule. I tillegg må områdene være i besittelse av ulike forutsetninger for optimal produksjon av oppdrettslaks. Oppdrettslaksen krever blant annet visse nivå av strømminger i vannet, og slike forhold eksisterer typisk der kystlinjen er beskyttet av skjærgårder eller i fjorder. I tillegg må det eksistere ulike biologiske parametere i vannet, samt en tilfredsstillende vanntemperatur, noe som er en nøkkelfaktor. Det må også være politisk vilje for produksjon av oppdrettslaks og reguleringer av industrien. Det benyttes konsesjonssystemer i samtlige områder der lakseoppdrett praktiseres. Disse forutsetningene medfører at kun et smalt spekter av verdens kystlinjer er egnet for industrien, hvor Norge, Chile, Canada, Skottland og Færøyene dominerer lakseproduksjonen (Marine Harvest, 2016B).



Figur 2-3 - Gjennomsnittlig havtemperatur i ulike produksjonsområder (Bakkafrost, 2016B, s.47)

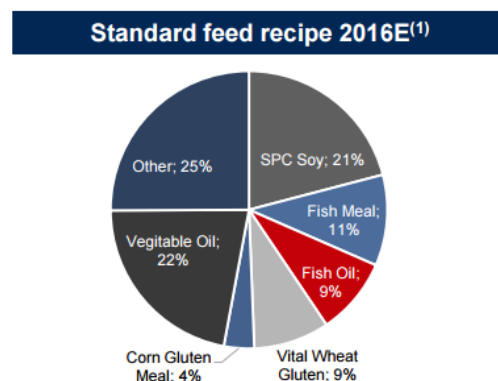
Laks er en kaldblods fiskeart og havtemperaturen spiller derfor en viktig rolle i vekstutviklingen. Optimal temperatur for atlantisk laks er 8-14 grader celsius (Bakkafrost, 2016B). Havtemperaturen på den nordlige halvkule har større grad av variasjon gjennom året for de fleste av produksjonsområder, bortsett fra Færøyene. Chile har høyest gjennomsnittstemperatur på 12 grader celsius, og har derfor historisk sett redusert produksjonstiden med et par måneder. Høye havtemperaturer medfører også økt sykdomsrisiko. Dette er ett problem Chile har stått ovenfor gjennom lakseviruset ILA, og siden juni 2007 har lakseoppdrettsindustrien måtte håndtere et omfattende utbrudd av viruset, som enda ikke er bragt til fullstendig kontroll. Dette har vært hovedårsaken for nedgangen i produksjon for industrien i perioden 2008-2010 (The Fish Site, 2009).

2.2.2 Innsatsfaktorer



Figur 2-4 - Kostnadsfordeling oppdrettslaks på Færøyene og i Norge (Bakkafrost, 2015, s.58)

Figuren ovenfor viser kostnadssplitten for atlantisk laks for 2015E. Fôrkostnad utgjør mellom 50-60 prosent av totalkostnaden for å produsere 1kg atlantisk laks. Denne kostnaden avhenger av to faktorer: Prisen på fiskefôr, og innsatsen av fôr som er nødvendig for at 1kg fisk oppnår riktig slaktestørrelse. Gjennom de siste tiårene er det hovedsakelig prisen på fiskefôr som har ført til økning i totalkostnadene. Biologiske utfordringer og tiltak for å motvirke lakselus har gjennom de siste 5 årene økt lønns- og operasjonelle kostnader. Sammenlignet med norsk lakseoppdrett er gjennomsnittlig produksjonskostnader noe lavere på Færøyene. Dette skyldes blant annet bedre biologiske prestasjoner på Færøyene; lavere fôrfaktor og høyere utnyttelse/utbytte av smolt, noe som medfører økt gjennomsnittsvekt for slakteklar laks og reduserte tapsrater. I tillegg er det forekomst av et generelt høyere kostnadsnivå i Norge relativt til Færøyene (Bakkafrost, 2015).

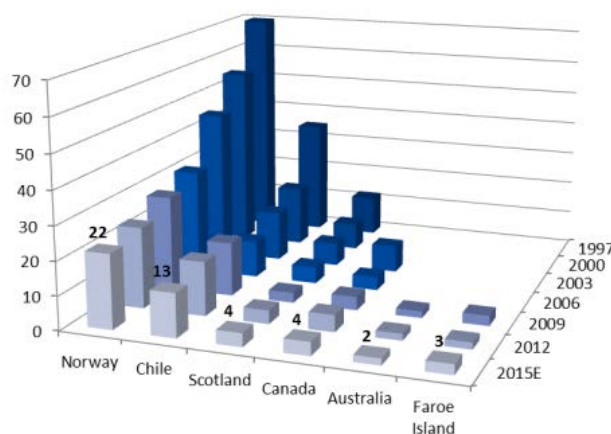


Figur 2-5 - Standard oppskrift for fiskefôr (Bakkafrost 2016B, s.41)

Andelen av marine råvarer, som fiskeolje og –mel, i dagens produksjon av fiskefôr har i stor grad blitt redusert det siste tiåret. Dette har blitt erstattet av vegetabiliske råvarer. Figur 2-5 illustrerer standard oppskrift for fiskefôr i 2016, hvor vi ser at vegetabiliske råvarer utgjør hele 43 %. Til sammenligning utgjorde disse kun 17% i 1990, mens marine råvarer stod for 83% av innholdet (Marine Harvest, 2016B). Likevel har prisen på disse marine råvarene fortsatt innvirkning på fôrkostnaden for oppdrettslaks. Peru er verdens største produsent av fiskeolje og –mel. I Norge finner vi Skretting, BIOMAR og EWOS som største produsenter av fiskefôr (Marine Harvest, 2016B).

2.2.3 Integrasjon

Oppdrettsnæringen har i de senere årene hatt en solid fremvekst av vertikal integrasjon, fra smolt til slakting, blant de store aktørene. Kontroll av verdikjeden er ansett som viktig ettersom det medfører økt grad av tilgjengelighet, sporbarhet og kontroll av vareflyten på en daglig basis (Bakkafrost, 2015).

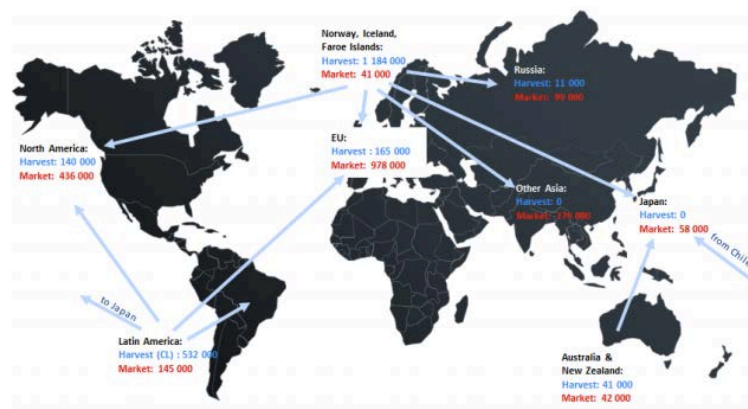


Figur 2-6 - Antall aktører i ulike lakseproduserende land (Marine Harvest, 2016B, s.28)

Historisk sett har oppdrettsnæringen bestått av mange små selskaper. Det siste tiåret har næringen vært i gjennom en konsolidering i samtlige regioner. Bransjen består i dag av færre og større aktører, der Marine Harvest har størst markedsandel. Den høyere fragmenteringen i Norge sammenlignet med f.eks. Chile, skyldes Statens fokus på desentralisering av strukturer

og lokale eierskap (Marine Harvest, 2016B). Ettersom hver enkelt aktør i Norge kun beråder et visst antall konsesjoner, vokser de store aktørene gjennom oppkjøp. Det finnes i dag omkring 100 selskaper i norsk lakseoppdrett, som igjen eies av 80 aktører. De fem største aktørene eier omtrent 50% av tillatelsene, mens de ti største aktørene kontrollerer til sammen rundt to tredjedeler av den tildelte biomassen (Regjeringen, 2015A).

2.2.4 Eksport og markedsforhold

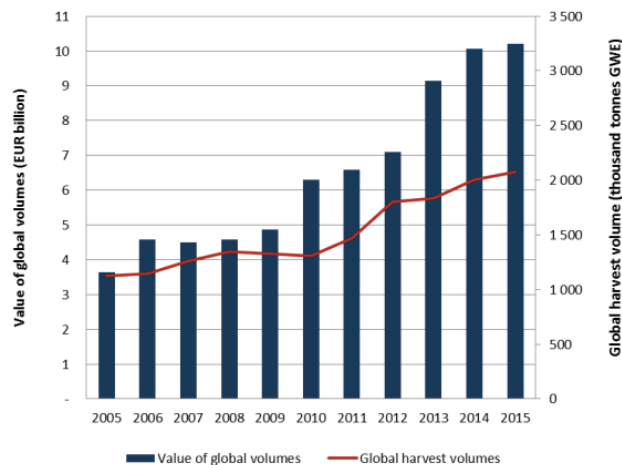


Figur 2-7 - Global handelsbalanse av oppdrettslaks (Marine Harvest, 2016B, s.20)

Som nevnt, er det svært begrensede områder i verden der sjøtemperaturer, strømforhold med mer, muliggjør effektiv produksjon av laks. Norge er verdens største produsent og eksportør av atlantisk laks. Deretter følger Chile, Skottland og Canada. Figur 2-6 illustrerer den globale handelsbalansen av oppdrettslaks. Historisk sett har de ulike produksjonsregionene fokusert på nærliggende markeder. Ettersom laks primært distribueres i fersk form (med holdbarhet i 3 uker), kreves det derfor relativt høye prisforskjeller for at det skal være lønnsomt å transportere laks over lengre distanser. Slik handel forekommer i perioder ved kortsiktig mangel i ulike markeder, eller ved overkapasitet hos produsentene. Nordiske produsenter transporterer hovedsakelig til EU, Russland og deler av Asia, mens Chile har Nord-Amerika, Sør-Amerika og Asia som sitt hovedmarked. Produksjonen til Canada og Skottland eksporteres i liten grad, og benyttes mest på hjemmemarkedet. Det asiatiske markedet er generelt sett fordelt mellom samtlige produsentland, grunnet relativt like transportkostnader fra de ulike regionene.

Distribusjonsfordelingen av frosset laks innehar naturligvis større grad av frihet, men dette er et klart mindre marked.

Europa og Nord-Amerika er de desidert største markedene for atlantisk laks. Likevel øker fremvoksende markeder i vesentlig større grad sammenlignet med disse tradisjonelle markedene. Verdien av solgt laks har nesten tredoblet seg siden 2005, mens det underliggende volumet i tilsvarende periode har kun økt med 84% (Marine Harvest, 2016B). Dette eksemplifiserer den sterke etterspørselen av produktet og er illustrert i grafen under.



Figur 2-8 - Utvikling av verdi og volum (Marine Harvest, 2016B, s.22)

På verdensbasis ble det eksportert over 2,2 millioner tonn atlantisk laks i 2015, der Norge stod for omlag 50% av eksporten. Dette er en økning på 9% fra 2014 for norsk lakseeksport, og en verdi på 47,7 milliarder kroner som gir den høyeste eksportverdien av laks noensinne (Norsk Sjømatråd, 2016). Rekordåret skyldes en kraftig etterspørselsvekst i nærmarkedene i EU, i samspill med en svekket norsk krone i forhold til euro og amerikanske dollar.

Russland har siden begynnelsen av 2000-tallet kjempet med Frankrike om å være Norges største eksportmarked av sjømat (Norsk Sjømat, 2014). Men et ettårig eksportforbud til Russland for norsk sjømat, som inntraff siste halvdel av 2014, har gitt økning av eksportandelen av norsk laks til EU. Omlag 77% av all norsk lakseeksport gikk nettopp til disse nærmarkedene, noe som

gir en økning på 5% fra fjoråret, hvor de viktigste laksemarkedene var Polen og Frankrike (Norsk Sjømatråd, 2016).

Utenfor Norges landegrenser eksisterer det klare begrensninger i forhold til hvor raskt og hvor mye produksjonen kan utvikle seg. Manglende tilgang på areal er en generell utfordring mange steder, dette medfører at Norge trolig har størst potensiale for vekst der tettheten av oppdrettsanlegg er lav. Sør i Chile finnes det arealer som er godt egnet for lakseoppdrett, men grunnet manglende infrastruktur er det vanskelig å utnytte disse. Canada besitter tilgjengelige arealer, men disse har ikke vært godt nok utnyttet (Bakkafrost, 2015). Likevel vil vi trolig se forsøk på lakseoppdrett i mindre optimale produksjonsforhold grunnet dagens situasjon med høy lønnsomhet. Oppdrett har utviklet seg til å bli en svært kapitalintensiv bransje, der det kreves store investeringer for å lykkes (Regjeringen, 2015A).

2.2.5 Prisdannelse og utvikling

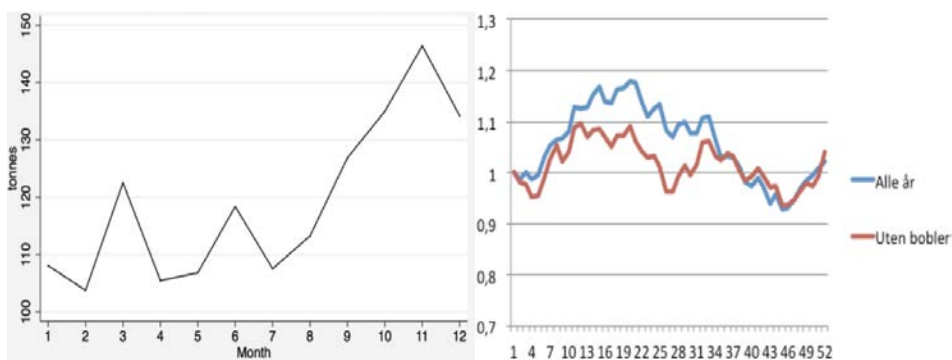
Volatiliteten i lakseprisen er den største økonomiske risikoen i oppdrettsnæringen (Bakkafrost, 2015). Dette skyldes naturligvis av at det er laks som dominerer produksjonssiden til de ulike aktørene, og siller derfor en viktig rolle i lønnsomheten. Som tidligere nevnt har prisen på fiskemel og –olje fortsatt en sentral innvirkning. Videre vil prisdannelse og utvikling for disse faktorene presenteres for å gi et forsterket inntrykk av lønnsomheten i bransjen.

2.2.5.1 Laksepris

I prosesseringen er det vanlig å skille mellom primær og sekundær prosessering (Bakkafrost, 2015). Primærprosessering gjelder slakting og sløyning av fisken. Det er ved dette punktet i verdikjeden hvor standard prisindekser er relatert til oppdrettslaks. Produkter som gjennomgår en sekundærprosessering i form av ulike produktvarianter kalles verdiøkende produkter «value added products» (VAP). Vi vil i følgende avsnitt fokusere på lakseprisen per kilo hel laks, etterfulgt av en kort oppsummering angående prisdynamikken til VAP.

Lakseprisen bestemmes av markedsmekanismene tilbud og etterspørsel (Guttormsen, 2013). I tillegg «tilpasses» markedet hvert enkelt land gjennom valutautvikling. Manglende produksjonskapasitet har ført til høye priser de siste årene. Det er også lite som tyder på at det vil forekomme reduksjoner i kostnader for å muliggjøre en prisnedgang. Etterspørselen styres av hvor mye laks konsumentene er villig til å kjøpe til forskjellige priser. Laksenæringen har opplevd en betydelig drahjelp gjennom økende etterspørsel. Årlig etterspørselsvekst de siste ti årene har gjennomsnittlig vært 11%. Dette er høyere enn produksjonsveksten og forklarer bakgrunnen for prisveksten.

Etterspørselen er som nevnt en avgjørende faktor for pris. Isolert sett vil en reduksjon i pris alltid øke etterspørsel. Likevel ser vi altså en motstridende tendens i næringen. Økt etterspørsel har presset prisnivået opp, men konsumentene fortsetter å kjøpe produktet til tross for økte priser (Guttormsen, 2013). Økningen i etterspørsel skyldes hovedsakelig eksponering til nye geografiske markeder og at stadig flere produktformer av laks blir gjort tilgjengelig for konsumentene. Tilbudet av laks er sesongbasert, noe som følgelig påvirker pris og etterspørsel. Figur 2-8 illustrerer at slaktevolumet av laks er størst om høsten på årsbasis, dette medfører at prisene er høyere på våren sammenlignet med høsten grunnet lavere tilbud.



Figur 2-9 - Sesongbaserte slaktevolum og pris (Guttormsen, 2013, s. 38)

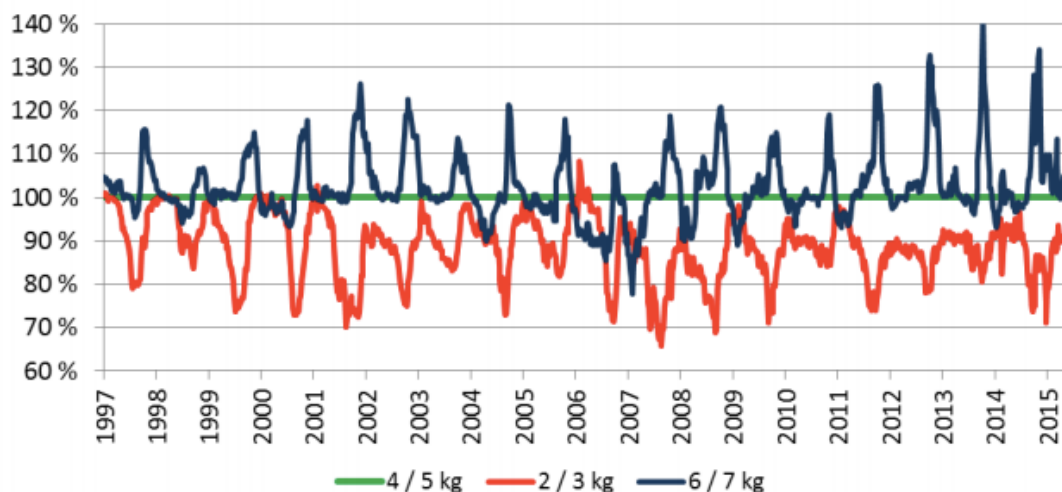
I figur 2-9 er utviklingen av lakseprisen i perioden 1988-2015 illustrert. Så lenge ingen med tilstrekkelig presisjon kan predikere produktivitetsvekst, priser på innsatsfaktorer, etterspørselsvekst, valutakurser etc. vil det forekomme prissvingninger (Guttormsen, 2013). Den store prisvolatiliteten kan også skyldes produksjon og investering i bransjen. I perioder med høye priser vil det være attraktivt å øke produksjonen. Ettersom det tar mellom 2-3 år å

produsere slakteklar laks, vil det kunne forekomme tilbudsoverskudd og prisen blir presset nedover ved dette tidspunktet. I motsatt tilfelle vil reduserte priser kunne resultere i tilbudsunderskudd 2-3 år senere, som vil gi perioder med prisvekst. På kort sikt er produksjonsnivået vanskelig og justere ettersom produksjonssyklusen er på 2-3 år. Tilbudet av laks er derfor svært uelastisk på kort sikt, mens etterspørselen er i noe grad sesongjustert. I tillegg selges laksen hovedsakelig som ferskt produkt og all produksjon i en periode må derfor konsumeres i tilsvarende periode. Dette har en stor effekt på prisvolatiliteten i markedet (Marine Harvest, 2016B).



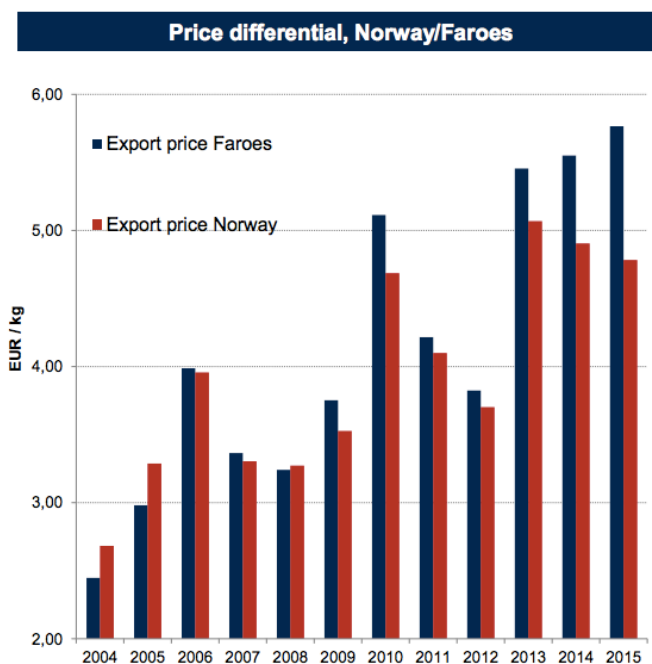
Figur 2-10 - Utvikling i gjennomsnittlig eksportpris fersk hel laks i perioden 1980-2015 (Regjeringen, 2015A)

Figur 2-10 illustrerer utviklingen i gjennomsnittlig eksportpris av fersk laks i perioden 1997-2015. Gjennomsnittlig markedsstørrelse for laksen er 4-5 kg (Marine Harvest, 2016B). Årsaken til ulikheter blant laksestørrelse skyldes hovedsakelig at lakseoppdrett er en biologisk produksjonsprosess, der fisken har ulike vekstsykluser og biomassen representerer en normalfordelt variasjon i størrelse. På generell basis handles små fisk til en rabatt, mens stor fisk er solgt med en prispremie.



Figur 2-11 - Relative priser av ulike laksestørrelser (Marine Harvest, 2016B, s. 26)

Prisen på færøysk laks har tilknytning til prisen på norsk laks, hvor den historisk sett har blitt handlet til en liten rabatt i forhold til norsk laks. Men grunnet geopolitiske hendelser de siste årene har færøysk laks mottatt en premie sammenlignet med norsk laks i utvalgte markeder (Marine Harvest, 2016B). Blant annet har en konsistent andel av større fisk skapt grunnlaget for prispremie for færøyske selskaper. Prisforskjeller mellom norsk og færøysk laks i perioden 2004-2015 følger i figur 2-12.

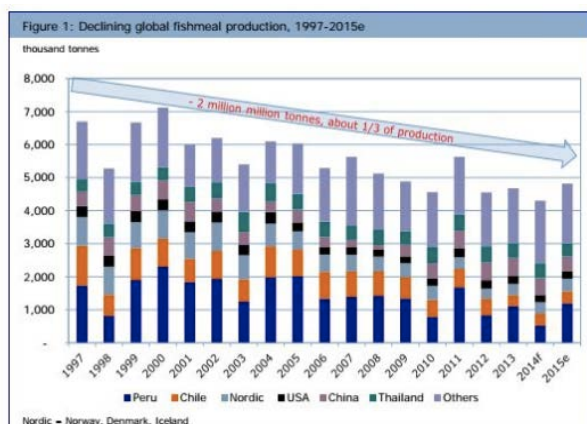


Figur 2-12 - Prisforskjeller mellom norsk og færøysk oppdrettslaks (Bakkafrost, 2016B, s. 39)

VAP-segmentet kan fungere som en stabilisator for virksomhetenes inntjening, ettersom salget er basert på fastpriskontrakter. Kontraktene er ikke like volatile som prisene i spotmarkedet for fersk laks. Normalt sett eksisterer det en tidsforsinkelse mellom økningen i spotprismarkedet og tilsvarende økning i kontraktspriser for VAP segmentet. I motsatt tilfelle vil det også være en tidsforsinkelse for nedgangen i pris blant fastpriskontrakter når prisene i spotmarkedet faller (Bakkafrost, 2015).

2.2.6 Fiskemel

Fallende tilbud av fiskemel og -olje i sammenheng med økt etterspørsel har resultert i økende priser på disse produktene (Villegas, 2015). Nedgangen på tilbudssiden skyldes hovedsakelig økt direkte konsum av de små pelagiske fiskeartene brukt i produksjon av fiskemel og -olje, i tillegg til lavere villfangst av disse artene. Veksten i etterspørsel skyldes den økende veksten i havbruksnæringen. Den pelagiske fiskearten anchoveta utgjør mellom 30% og 35% av fiskemel og fiskeoljeproduksjonen (Iffo, 2009). Dette er en raskt voksende og kortlevende fiskeart, hvor størrelsen på populasjonen varierer veldig i forhold til klimatiske hendelser. På kort sikt er derfor tilbudet av anchoveta svært volatil, og vil avta på lang sikt grunnet overnevnte faktorer. Andre pelagiske arter som benyttes i produksjonen er makrell, sardiner, kolmule, lodde og sandål (Villegas, 2015). Figur 2-12 viser reduksjonen av den globale fiskemelproduksjonen i periode 1997-2015 fordelt mellom ulike regioner. Produksjonsutviklingen i sammenheng med økt etterspørsel har som nevnt medført prisvekst på fiskemel. Prisutviklingen av fiskemel og soyamel er illustrert i figur 2-13.

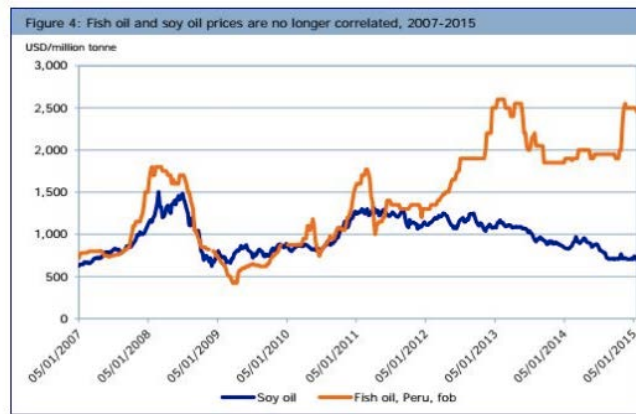


Figur 2-13 - Global fiskemelproduksjon i perioden 1997 - 2015E (Villegas, 2015)



Figur 2-14 - Pristutvikling fiskemel og soyamel i perioden 2007 - 2015 (Villegas, 2015)

Figur 2-14 viser pristutviklingen av soyaolje og fiskeolje. Fra rundt 2012 har prisene for vegetabiliske-oljer og marine-oljer utviklet seg i motsatt retning (Villegas, 2015). Dette avløste en priskorrelasjon som har vært tilstede for flere tiår. Havbruksnæringen og menneskelig konsum, gjennom produsenter av omega-3 kapsler, konkurrerer om den begrensede tilgangen av fiskeolje. Konsumet er henholdsvis 74% og 22% av tilbudssiden. Vegetabiliske-oljer produseres i store mengder, og forventes å bli enda mer synlig i fiskemelmarkedet i tiden fremover. Siden 2014 har prisene på fiskemel og soyamel vist tilsvarende prisdynamikk som for soyaolje og fiskeolje. Som tidligere nevnt, har andelen av marine råstoffer i fôrproduksjonen blitt gradvis erstattet av de vegetabiliske alternativene grunnet de store prisforskjellene. Dette er en utvikling som er forventet å vedvare.



Figur 2-15 - Prisutvikling fiskeolje og soyaolje i perioden 2007-2015 (Villegas, 2015)

2.3 Makroforhold

Makroforhold eller eksterne forhold er ukontrollerbare faktorer som påvirker organisasjoners beslutningstaking, samt deres strategier og prestasjoner. Disse forholdene vil være like for alle virksomheter innenfor en bransje. Videre er makroforholdene delt inn i økonomiske, - politiske, - og miljømessige forhold for oppdrettsbransjen.

2.3.1 Økonomiske forhold

Det eksisterer mange ulike økonomiske forhold som utgjør en risiko for aktørene i oppdrettsbransjen. De viktigste finansielle risikoene aktørene i næringen er eksponert mot er; renterisiko, valutarisiko, kredittrisiko, og likviditetsrisiko (Bakkafrost, 2015). De to førstnevnte påvirkes hovedsakelig av makroøkonomiske forhold, og vi vil derfor fokusere på disse.

2.3.1.1 Rentenivå

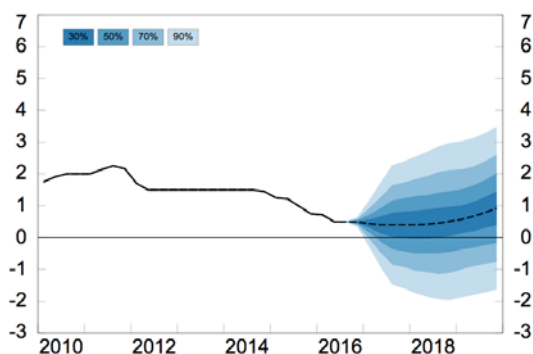
Oppdrettsnæringen har utviklet seg til å være en svært kapitalintensiv bransje. Det kreves store investeringer i form av kunderelasjoner, slaktekapasitet, brønnbåter, smolt-kapasitet og markedsføring (Regjeringen, 2015A). I tillegg binder man opp store mengder kapital ettersom produksjonstiden av oppdrettslaks er på 2-3 år. Kapitalintensive bransjer forbindes ofte med høy gjeld, noe som gjør at de er eksponert mot risiko relatert til renteendringer. Kapitalstrukturen vil derfor avgjøre i hvor stor grad virksomheter er utsatt for denne risikoen.

Økninger i rentenivå vil gi negativt utslag for lønnsomheten til virksomheter med høy gjeldsgrad. Perioder med lave laksepriser i tillegg, vil medføre ytterligere økonomiske utfordringer for disse virksomhetene.

Etter finanskrisen i 2008 har verdensøkonomien vært preget av ustabilitet, og dette har blant annet gitt høy arbeidsledighet og statsgjeld, samt lav prisvekst og lavt rentenivå. Til tross for at mange land har beveget seg i positiv retning, er rentenivåene på verdensbasis generelt sett lave. Sentralbankene holder et slikt rentenivå for å gi økt økonomisk aktivitet og prisvekst, noe som har vært tilfelle for USA og Eurolandene (E24, 2014A).

Følgene av finanskrisen rammet Norge i langt mindre grad sammenlignet med andre industriland. Oljesektoren til Norge var av stor betydning for å dempe nedgangen i norsk økonomi. Mot slutten av 2014 og gjennom hele 2015 har oljeprisen opplevd en drastisk nedgang, og den norske oljeindustrien befinner seg nå i en krisetilværelse (Bloomberg, 2016). Dette har tvunget sentralbanken til å redusere styringsrenten ytterligere, med tidenes laveste notering på 0,5 % i mars 2016. Ifølge prognoser kan man forvente en lav rente i årene fremover også (Norges Bank, 2016A).

Når det gjelder Danmark har de operert med en negativ styringsrente i nesten 4 år målt i mai 2016 (E24, 2016A). I dag ligger rentenivået på -0,65%.



Figur 2-16 - Historisk utvikling og prognose for styringsrenten (Norges Bank, 2016A)

For å sikre seg mot renterisiko er det vanlig å benytte rentederivater og fastrentekontrakter blant aktørene i lakseoppdrett. På denne måten er de mindre eksponert for svingninger i gjeldskostnader med tanke på renteendringer. Mange benytter en kombinasjon av flytende rente og renteswaper for den langsiktige gjelden. Renteswap -eller rentebytteavtaler- er en avtale mellom to parter om bytte av rentebetingelser på lån i samme valuta. Den ene parten gis mulighet til å konvertere sin flytende rente mot fast rente, mens den andre parten får flytende rente i bytte mot fastrente (DNB, 2016A). Dette gir økt fleksibilitet i forhold til fastrentekontrakter ettersom man kan oppnå merverdier ved et fall i markedsrenten. Det er også mulig å inngå en rente- og valutaswap der partene bytter både rente- og valutabetingelser. Normalt byttes valuta kun ved forfall av kontrakten (Skatteetaten, 2016).

2.3.1.2 Valutarisiko

Oppdrettsnæringen baserer store deler av sin inntektskilde gjennom eksport av produksjonen. Ettersom laks er en ferskvare, eksporteres mesteparten av produksjonen til nærmarkedene. For eksempel er norske eksportører av laks mest eksponert mot EUR, da 77% av all norsk lakseeksport gikk til Europa i 2015. Videre er den nest størst handlede valutaen amerikanske dollar (USD). Russland er også ett viktig laksemarked, men grunnet handelssanksjoner er man ikke lenger eksponert mot den russiske valutaen RUB. Eksportører fra andre land har derfor nylig økt sin direkte eksponering til dette markedet. Det er vanlig å redusere valutarisiko gjennom finansiering av egen virksomhet i lokal valuta, da kundefordringer stort sett består av utenlandsk valuta (Marine Harvest, 2016B).

Det utgjør altså en valutarisiko ved å operere i ulike valutaer, og mange av de største aktørene i bransjen sikrer seg mot valutarisiko gjennom valutaderivater og opptrekk/innskudd på flervalutakonti.

2.3.2 Politiske forhold

2.3.2.1 Konesesjoner

For alle lakseproduserende regioner benytter de respektive myndighetene et konsesjonssystem. Bruken av konsesjoner er en nøkkelforutsetning for produksjon av oppdrettslaks. Konsesjonene inneholder en kvote for maksimum produksjon blant de ulike virksomhetene og industrien som helhet. Dette gir etableringshindringer for nykommere i bransjen. Konsesjonssystemene varierer mellom jurisdiksjoner (Marine Harvest, 2016B).

Bakkafrost er den største lakseprodusenten på Færøyene. De eier totalt 50% av de totale konsesjonene, som er det maksimalt tillatte eierskapet. Videre sto de for 77% av produksjonen i 2015 (Bakkafrost, 2015). I 2016 annonserte Bakkafrost 100% oppkjøp av selskapet P/F Faroe Farming, som eier tre oppdrettslisenser sør på Færøyene (Bakkafrost, 2016A). Samtlige konsesjoner på Færøyene eies nå av de tre selskapene Bakkafrost, Luna og Marine Harvest Faroe. Umhvørvisstovan (miljøbyrå på Færøyene) er ansvarlig for miljøgodkjennelse som kreves for å få konsesjon, samt konsesjonstildeling (Kontali Analyse, 2013). De eksisterende konsesjonene opererer på et tolvårig levetidssystem. De blir automatisk fornyet dersom visse kriterier angående miljøvern og dyrevelferd overholdes. Det eksisterer i prinsippet ingen produksjons- eller biomassebegrensning.

I Norge er det Nærings- og Fiskeridepartementet som kontrollerer utdelingen av konsesjoner, som igjen er administrert av Fiskeridirektoratet (Marine Harvest, 2016B). Siden 1982, har nye konsesjoner kun vært tildelt i utvalgte år. Dette har en sammenheng med at man ønsker å opprettholde en bærekraftig utvikling. Konsesjonene i Norge er regulert som «maksimalt tillatt biomasse» (MAB), og definerer maksimal mengde fisk virksomhetene kan ha i merdene hele tiden. En konsesjon er satt til en MAB av 780 tonn, slik at produksjonskapasiteten per konsesjon er begrenset. Konsesjoner i samspill med interne og eksterne faktorer avgjør maksimal produksjon for virksomhetene. En konsesjon kan oppnås gjennom tildeling hvor den selges til fastpris, eller i annenhåndsmarkedet, der virksomheter kan selge konsesjoner seg imellom. Ingen aktør kan eie mer enn 50% av total biomasse i de ulike regionene til Fiskeridirektoratet.

I 2013 igangsatte myndighetene en konsesjonsrunde med hensikt å stimulere løsninger for å redusere miljøutfordringene i havbruksnæringen, gjennom 45 nye «grønne» tillatelser. (Marine Harvest, 2016B) Forskriftene er forankret i akvakulturloven om å legge til rette for en bærekraftig og konkurransedyktig havbruksnæring. Søkere måtte forplikte seg til å ta bruk løsninger som stimulerer til formålet. I november 2015 ble det annonsert en ny kategori i form av utviklingstillatelser. Disse legger til rette for store prosjekter for innovasjon og utvikling av ny teknologi (Regjeringen, 2015B).

Peru har verdens største fiskeri av den pelagiske fiskearten anchoveta, som brukes i produksjonen av fiskemel og –olje. I likhet med oppdrettsbransjen eksisterer det kvoter for maksimalt tillatt fangst av anchoveta, men er bygd opp på års og sesongbasis. Både for Peru og Chile er fangsten delt opp i to ulike sesonger. Årsaken til dette er for å ivareta gjenoppretning av bestanden, eksempelvis har fiske vært stengt flere ganger i 2015 og 2016. Kvotefastsettelsen avgjøres i forkant av hver sesong, og vil ha stor innvirkning på prisen av fiskemel og –olje, som igjen øker kostnadene på fiskefôr (Fishsource, 2016).

2.3.2.2 Handelsrestriksjoner

Norske oppdrettere eksporterer laks til over 100 land i hele verden, mens Bakkafrost selger sine lakseprodukter til over 20 land (Bakkafrost, 2015). Av ulike årsaker kan virksomhetene være gjenstand for eksportrestriksjoner til land og regioner. Dette kan medføre en betydelig innvirkning for virksomhetenes lønnsomhet og kontantbeholdning.

I august 2014 innførte Russland ett ettårig importstopp av norsk sjømat, som i 2013 var det viktigste eksportmarkedet av norsk fisk (iLaks, 2015A). Dette medførte at Chile og Færøyene har tatt over store deler av markedet. Det russiske markedet utgjorde eksempelvis 42% av totalsalget av fersk laks for Bakkafrost i 2015 i forhold til 31% i 2014. Da Norge tildelte Nobels fredspris til den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo i 2014, reagerte Kina med å bryte all politisk kontakt, noe som fikk særlige konsekvenser for lakseeksporten (DN, 2016A). I senere tid har også Kina varslet importstans grunnet fare for ILA-viruset.

I 2014 innførte EU importforbud av makrell og sild fra Færøyene grunnet beskyldninger om overfiske (The Guardian, 2013). Slike tilfeller er likevel mindre sannsynlig for lakseoppdrett. I mars 2015 innførte Kina i utgangspunktet importstopp av all norsk laks, grunnet antagelser om brudd på de internasjonale dyrehelsetilstandene for handel. Dette forbudet ble likevel opphevet kort tid i etterkant (Aftenposten, 2015).

2.3.3 Miljømessige forhold

2.3.3.1 Rømming av oppdrettsfisk

Den viktigste årsaken for at rømming av laks er problematisk, skyldes risikoen for at rømt laks gyter med villaksen (Laksefakta, 2016A). Dette kan dermed gi en negativ effekt på stedegne bestander av fisk. Dette er også årsaken for at rømmingssikring krever stort fokus ved alle oppdrettsanlegg. I tillegg påvirkes virksomheter indirekte av rømming gjennom risiko for spredning av sykdommer, statlige sanksjoner og offentlig omdømme (Bakkafrost, 2015). De påvirkes også direkte gjennom økonomisk tap ved rømt laks. Norsk oppdrettsnæring har en nullvisjon for rømming av laks, men rømming er fortsatt en utfordring for næringen (Laksefakta, 2016A).

Det eksisterer ulike årsaker for at laksen rømmer fra anlegg, men teknisk svikt, feil bruk av utstyr eller fartøy, og propeller som skader nota er blant de vanligste (Laksefakta, 2016A). Kraftig uvær kan også forårsake skade på anlegg som gjør at laksen kan slippe ut. For alle som driver oppdrett er det i dag strenge regler og kontroller knyttet til lokaliteten for å redusere rømming av laks. Akvakulturdriftsforskriften for norsk oppdrettsnæring har krav til kunnskap for å hindre, oppdage og begrense rømming av fisk blant ansvarlige på anleggene. Det skal også foreligge en beredskapsplan for blant annet hvordan rømming skal oppdages, begrenses og for gjenfangst av rømt fisk.

2.3.3.2 Lakselus

Lakselus er et lite krepsdyr og lever som parasitt på laksefisker, gjennom slimet på huden og blodet til fisken (Miljødirektoratet, 2015). Den økende andelen av lakselus i sjøen, som følge

av økt mengde oppdrettsfisk, er en av største utfordringene for næringen på globalt nivå. Lakselusen slipper larvene sine fritt i vannet, som videre driver med strømmen og fester seg på villaks. En del steder er det fare for at lakselusen vil kraftig redusere, og i verste fall utrydde bestander av vill laksefisk.

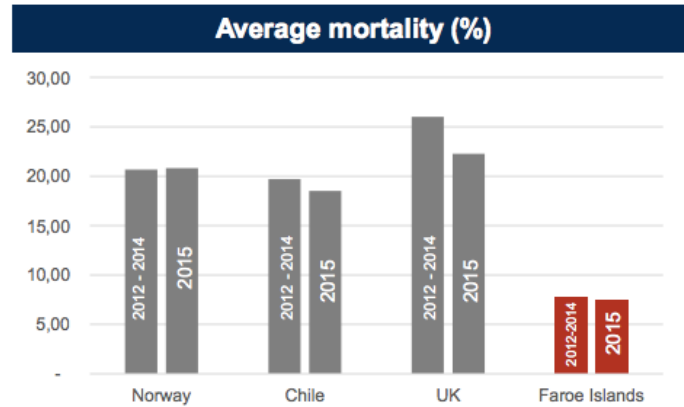
Aktørene benytter ulike prosedyrer for å redusere andelen lakselus. Dette kan gjøres ved preventive tiltak, som kjemikalier og leppefisk (Marine Harvest, 2016B). I Norge har oppdretterne selv ansvaret for å holde nivået av lakselus under en bestemt grense, hvor de jevnlig må rapportere inn andelen lakselus til Mattilsynet. Ved overskridelse må de iverksette ulike behandlingsmetoder for å tilfredsstille kravet. Dette kan løses gjennom redusert produksjon eller slakting av fisken. Lakselusen har utviklet en resistens mot de vanligste behandlingsmetodene i oppdrett (Miljødirektoratet, 2015). Økt produksjonsvolum og mangel på alternative bekjempelsesmetoder skaper en stor utfordring. Derfor forskes det mye på metoder for avlusning, eksempelvis gjennom ferskvannsavlusning i brønnbåter (Bakkafrost, 2015).

2.3.3.3 Sykdommer

Sykdomsutbrudd blant laksen utgjør en stor finansiell risiko for oppdretterne. Historisk sett har lakseoppdrett vært igjennom flere perioder med omfattende sykdomsproblemer (Marine Harvest, 2016B). Felles for disse er at løsninger har blitt funnet gjennom bedre oppdrett og helsepraksis- og politikk. Forebygging av flere sykdommer er oppnådd ved utvikling av effektiv vaksinerings på et tidlig tidspunkt og i ferskvannsprosessen. Bruken av vaksinerings har medført at mange bakterielle helseutfordringer kontrolleres i større grad. Dette har også gjort at bruken av medisiner som antibiotika har blitt kraftig redusert. Norsk lakseoppdrett har oppnådd en betydelig reduksjon av bruk av antibiotika siden tidlig 90-tallet (Marine Harvest, 2016B). Vaksiner kombinert med forbedrede operasjonsrutiner har medført nullbruk av antibiotika på Færøyene (Bakkafrost, 2015).

Gjennom de siste to tiårene har andelen av dødelighet stabilisert seg for Norge, Skottland og Canada, grunnet overnevnte virkemidler. Utviklingen i Chile de siste årene skyldes infeksjonspresset fra sykdommen SRS, og utilstrekkelig beskyttelse fra dagens vaksiner mot

SRS (Marine Harvest, 2016B) Figur 2-16 viser gjennomsnittlig prosentvis dødelighet av produksjonen de siste fire årene for Norge, Chile, Storbritannia og Færøyene.



Figur 2-17 - Gjennomsnittlig fiskedødelighet (Bakkafrost, 2016B, s.37)

ILA-viruset er en av de mest kjente sykdommene, og har vært påvist hos laks ved oppdrettsanlegg til samtlige av de største produksjonsregionene (Marine Harvest, 2016B). Videre er den ansett som en alvorlig smittsom sykdom i Norge. Under gitte vilkår har det eksempelvis vært tilfeller i Nord-Norge med tap av over 90% av bestanden (Mattilsynet, 2016). ILA-epidemien som fant sted i perioden 2007-09 hos Chile medførte dramatiske konsekvenser for lakseoppdrettsnæringen og førte til sosial nød blant folket (Vike, 2014).

2.3.3.4 Utslipp av næringssalter og organisk stoff

Lakseoppdrett gir utslipp av næringssalter og organiske stoffer. Utslipp av næringssaltene fosfor og nitrogen har økt som følge av den økte produksjonen i oppdrettsnæringene de siste 20-30 årene (Miljødirektoratet, 2016). Organisk materiale i form av fôrspill og ekskrementer fra fisken samles i liten grad opp, mens slippes direkte ut i vannforekomstene. For områder som innehar god vannkvalitet- og utskifting, vil ikke fiskeoppdrett som oftest utgjøre et forurensningsproblem. Men i områder hvor de naturlige forutsetningene ikke er like god, kan dette få alvorlige konsekvenser for både bunnfauna og fisk.

Ved høy tilførsel av næringssalter kan algeproduksjonen øke. Når algene dør, synker de ned på bunnen og brytes ned. Det samme gjelder for organisk materiale som slippes ut. Denne nedbrytningsprosessen krever oksygen, noe som reduserer oksygeninnholdet på havbunnen. Dermed blir vannkvaliteten redusert, noe som medfører et forurensningsproblem for det omkringliggende miljøet og miljøtilstanden i oppdrettsanlegget (Bellona, 2006). Norske fjorder har hovedsakelig god vannutskiftning, noe som forhindrer opphopning av næringssalter og organisk stoff. Likevel vet en ikke med sikkerhet hvor mye næringssalter fjordene tåler (Miljødirektoratet, 2016)

Tidligere var lokal forurensning et stort problem for norske oppdrettsanlegg. Myndighetene har iverksatte forebyggende tiltak gjennom endringer i fôrsammensetningen og bedre fôringsrutiner. Dette har medført reduserte utslipp per tonn produserte fisk de siste 15-20 årene (Miljødirektoratet, 2016). I tillegg stilles det økte krav til overvåkning av miljøforholdene på bunnen og i vannmassen ved oppdrettsanleggene.

2.4 Bakkafrost

Det børsnoterte oppdrettsselskapet Bakkafrost er den ledende produsenten av atlantisk laks på Færøyene. Selskapet kontrollerer alle stegene i verdikjeden, fra produksjon av laksefôr til salg av både ferske og ferdiglagde produkter. I 2015 hadde Bakkafrost en omsetning på nærmere 2,9 milliarder DKK, og ved utgangen av året hadde de 725 fulltidsansatte. De to største aksjonærene er Oddvør og Regin Jacobsen, med henholdsvis 9,4 prosent og 9,2 prosent.

Målet til Bakkafrost er å gi aksjonærene en konkurransedyktig avkastning på deres investering, både gjennom utbytte og gode resultater. Et langsiktig mål er å betale ut 30-50% i utbytte av justert resultat pr. aksje (Bakkafrost, 2015). Aksjeprisutviklingen fra 2011 til desember 2016 i figur 2-18. under, viser at aksjonærenes totale avkastningen har vært nærmere 940%.



Figur 2-18 - Aksjeprisutvikling Bakkafrost

Bakkafrost ble etablert i 1968 av brødrene Hans og Róland Jacobsen. Forretningsplanen den gang var i hovedsak sildefisking, men også pakking av flyndrefisk for andre produsenter. Sistnevnte ble gjort for å understøtte virksomheten, ettersom sildefangsten for selskapet var avtagende. I 1979 var Bakkafrost et av de første selskapene på Færøyene til å starte oppdrettsfiske med kolmule. De neste årene var preget av et stort fall i kolmulebestanden, noe som førte til en sammenslåing i 1986. Selskapet skiftet da navn til Sp/f Faroe Salmon, og produksjon av oppdrettslaks og smolt startet (Bakkafrost, 2015).

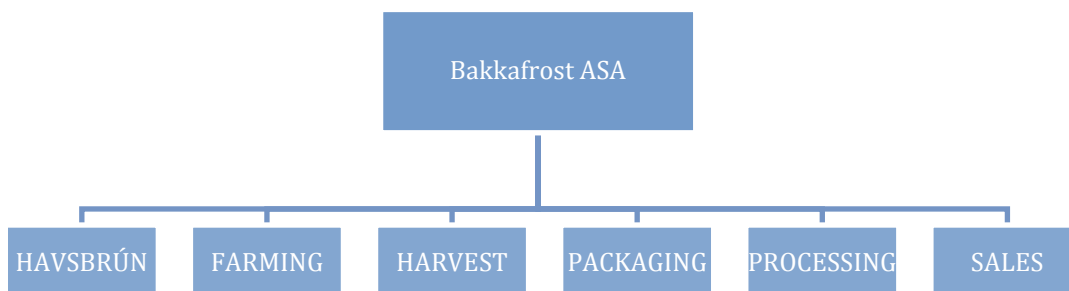
90-tallet var preget av en ny restrukturering, hvor blant annet nåværende CEO, Regin Jacobsen, spilte en sentral brikke. Det førte til etableringer av nye fabrikker, inkludert en egen VAP-fabrikk. Fokuset de neste årene lå på kapasitetsøkninger i VAP-fabrikken, og det største skiftet kom etter flere sammenslåinger i 2006. Dette gav tilgang til flere fjorder og fabrikker for produksjon (klekking) av laks og yngel. Oppdrettskapasiteten økte med 15.000 t_{gw}² til totalt 18.000 t_{gw}, og som resultat av tunge investeringer, nådde VAP-fabrikken en økning i kapasitet fra 22 t_{gw} til 55 t_{gw} per dag (Bakkafrost, 2015).

I 2010 oppstod en ny fusjon, denne gangen mellom Bakkafrost og Vestlax. Sistnevnte hadde en kapasitet på 11.000 t_{gw} av laks og ørret, og sammenslått utgjorde de det største

² Total Gross Weight = Vekten inkludert emballasje

oppdrettsselskapet på Færøyene med 55% av den høstede vekten. Senere samme år ble det konsoliderte selskapet børsnotert på Oslo Børs. Året etter kjøpte de den internasjonale fiskefôrprodusenten P/F Havsbrún som er stasjonert på Færøyene. Årsaken var for å oppnå en full vertikal integrert verdikjede. I tillegg økte de kapasiteten ytterligere ettersom P/F Havsbrun hadde minoritetsinteresser i blant annet P/F Faroe Farming. I 2013 annonserte selskapet en 5-årig investeringsplan som skal effektivisere driften, øke den organiske veksten og redusere den biologiske risikoen. I den sammenheng har de blant annet ervervet en ny brønnbåt for fisketransport og avlusing, Hans á Bakka. Samtidig har de opprettet en egen fabrikk for pakking av varer, samt planlagt en sentralisering av både slakterier og smoltfabrikker. I tillegg fikk de i 2015 ASC-sertifisering, mye på grunn av fiskeoljen de har startet å bruke i laksefôret (Bakkafrost, 2015).

De forskjellige virksomhetsområdene er etablert som seks selvstendige datterselskaper. Følgende viser dette også den overordnede verdikjeden til selskapet.



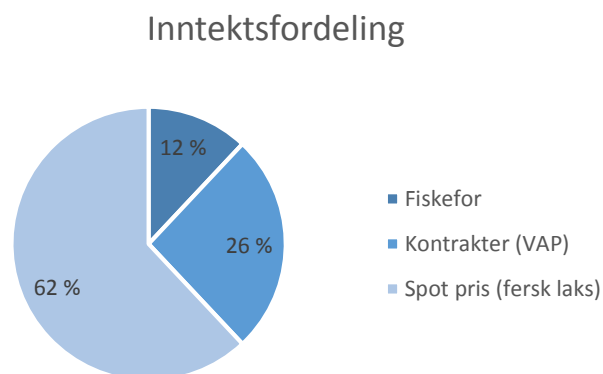
Figur 2-19 – Datterselskapene til Bakkafrost (Bakkafrost, 2015)

Havsbrún P/F

Etter at det færøyske selskapet ble oppkjøpt i 2011, har Bakkafrost vært selvforsynt med fiskefôr. Prosessen strekker seg fra fangst av råmateriale som blir omgjort til fiskemel og –olje som igjen er ingredienser i fiskefôret. Råmaterialet består av det samme som laksen livnærer seg på i sitt naturlige habitat. I 2015 produserte de ca. 49 000 tonn fiskemel og nærmere 8 000 tonn fiskeolje. Fiskefôret blir både eksportert og brukt internt. Produksjonen opplevde en økning fra 2014, men total eksport til andre markeder falt ettersom Bakkafrost benyttet 89% i egen produksjon mot 80% året før. Det eksporterte kvantumet står for 12,3% av driftsinntektene til Bakkafrost i 2015 (Bakkafrost, 2015).

Bakkafrost Farming P/F

Selskapet kjøper lakseegg/rogn fra forskjellige færøyske og islandske leverandører. Strategien er å velge ut de eksterne tilbyderne som leverer produkter av høy kvalitet, ettersom fiskens resistensegenskaper mot sykdommer er viktig. Selskapet eier totalt syv klekkerier, men opererer selv i seks av dem. Den totale produksjonskapasiteten er 12 millioner smolt årlig. For å sikre seg mot forurensing, er fabrikkene lokalisert på en slik måte at de alene har tilgang på ferskt vann uten konkurranse fra andre industrier og tettsteder. Tidligere har de satt ut smolt i saltvann på 50-60 gram, men venter nå til størrelsen har nådd 100g. Der oppholder den seg til den er mellom 6,0 -6,5kg, som er den ønskelige vekten. Selskapet har totalt 19 oppdrettslisenser på Færøyene, og satt ut 11,3 millioner smolt i 2015 (Bakkafrost, 2015).



Figur 2-20 - Fordeling driftsinntekter Bakkafrost

Bakkafrost Harvest P/F

Når fisken er slakteklar fraktes den til oppdrettsanleggene ved hjelp av brønnbåter. Fisken som er mindre enn den ønskelige vekten fraktes til VAP-fabrikkene, mens de resterende utgjør kvantumet som går under ferskvare. Selskapet benytter fire båter for frakting til de tre forskjellige slakteriene deres. Det totalt slaktede kvantumet økte fra 2014 med 15%, til 50 565 tonn i 2015. Salg av ferskvarer eksternt utgjorde 1 763 948 DKK, ca. 62% av de totale driftsinntektene (Bakkafrost, 2015).

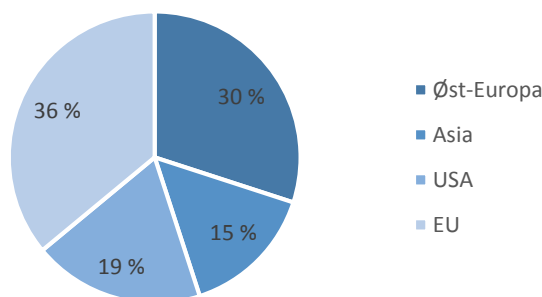
Bakkafrost Processing P/F

Av den totale vekten ble 16 900 tonn solgt internt til de to VAP-fabrikkene. På lengre sikt har Bakkafrost en strategi om å produsere 40-50% av det høstede kvantumet som VAP-produkter. Årsaken er at potensielle kontrakter innenfor dette markedet fører til en mer stabil inntektsstrøm, ettersom salg av fersk fisk er betydelig eksponert mot en volatil laksepris. I 2015 solgte VAP-produktene for 736 657 DKK, dette utgjør ca. 26% av selskapets totale driftsinntekter (Bakkafrost, 2015).

Bakkafrost Sales P/F

Strategien til salgsselskapet er å balansere miksen mellom forskjellige geografiske markeder og produktsegment. De viktigste markedene er EU, Storbritannia, Kina og Russland. VAP-produktene blir solgt på kontrakter og ferskvarer i spot-markedet. Distribueringen foregår ved skip til EU-land og Russland, og med fly til USA og Kina fra Storbritannia (Bakkafrost, 2015).

Salg fordelt på marked



Figur 2-21 - Salg fordelt på ulike marked

2.5 Konkurrenter

Videre vil det være hensiktsmessig å velge ut sammenlignbare selskaper for å danne et bransjegjennomsnitt. Selskapene vi har valgt å se nærmere på er SalMar ASA, Lerøy Seafood (under Austevoll ASA) og Marine Harvest. Selskapene ansees som Bakkafrost sine største konkurrenter i oppdrettsbransjen.

SalMar ASA

Det børsnoterte selskapet SalMar er Norges tredje største oppdrettsprodusent av atlantisk laks. Det totale slaktede volumet i 2015 var 136 400 tonn. Virksomheten besitter 100 lisenser i hovedsakelig Midt- og Nord-Norge. Samtidig har de en stor eierinteresse i Norskott Havbruk AS som igjen eier den nest største produsenten i Storbritannia. I følge årsrapporten i 2015 har de 1182 fulltidsansatte. Sett bort i fra produksjon av fiskefôr, så er verdikjeden til SalMar vertikalt integrert. Den strekker seg fra å være selvforsynt med smolt til salg av ferske og ferdiglagede produkter. Selskapets kommuniserte visjon er at den skal sikre seg posisjonen som den mest kostnadseffektive produsenten i verden (SalMar, 2015).

Austevoll ASA

Lerøy Seafood, som er under Austevoll ASA, er Norges nest største oppdrettsprodusent. Konsernet ble børsnotert i 2002 og har mer enn 2 300 ansatte. Sammen med SalMar ASA har de eierinteresser i Norskott Havbruk AS på 50%. Det totalt slaktede volumet i 2015 var 171 200 tonn, og de besitter totalt 148 lisenser i Norge. Verdikjeden til selskapet strekker seg fra smolt til salg og distribuering av fersk og ferdiglagede produkter (Austevoll, 2015).

Marine Harvest

Gjennom en rekke fusjoner og oppkjøp har Marine Harvest gått fra å være en liten gründerbedrift til å bli verdens ledende produsent av atlantisk laks. Den siste sammenslåingen kom i 2006 da de kjøpte opp Pan Fish. Selskapet har over 12 454 ansatte fordelt på 23 land. De driver blant annet virksomhet i Storbritannia, Nord- og Sør-Amerika og på Færøyene. På verdensbasis er det totale slaktede volumet 407 500 tonn. Av dette utgjør de en fjerdedel av det norske markedet og en tredjedel av det nord-amerikanske og britiske markedet. De senere årene har virksomheten vokst vertikalt. I hovedsak har de drevet med lakseoppdrett, men i tillegg har de fått mer kontroll over hele verdikjeden. Oppkjøpet av videreforedlingselskapet Morpol ASA i 2013 og oppstart av fiskefôrproduksjon i 2014 er et bevis på dette (Marine Harvest, 2015).

2.5.1 Hvordan Bakkafrost skiller seg ut fra konkurrentene

Den største forskjellen på Bakkafrost og konkurrentene er størrelsen og lokaliseringen for oppdrettsproduksjonen. Som man ser av tallene så har Bakkafrost den desidert laveste, totale slaktede vekten av alle selskapene. Videre produserer selskapet kun på Færøyene, mens de komparative er noe mer geografisk spredt. Dette gjelder spesielt Marine Harvest, mens SalMar og Lerøy i hovedsak produserer i Norge. Av konkurrentene er det kun Marine Harvest som sammen med Bakkafrost har fiskefôrproduksjon i verdikjeden. Av produksjonen så er Bakkafrost selvforsynt, og utgjør total 89% av volumet til datterbedriften P/F Havsbrún. Marine Harvest er forøvrig ikke fullstendig selvforsynt (Marine Harvest, 2015).

3 Valg av verdsettelsesmetode

Verdsettelsesmodeller blir benyttet for å regne ut en verdi av en bedrifts egenkapital. Videre vil selve verdien avhenge av valg av modell, situasjon og fra hvilket ståsted man legger til grunn, kjøper eller selgers synspunkt (Dahl et. al, 2004, s. 4). De ulike modellene kan passe for forskjellige typer bedrifter, bransjer og faser i livssyklusen. Man må også ta hensyn til om bedriften regner med fortsatt drift eller om den skal avvikles (Kaldestad og Møller, 2011, s.34). Damodaran (2012, s.11) opererer med tre tilnæringer innen verdsettelse; fundamental-, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Ofte blir disse benyttet som supplement til hverandre, og de er ikke gjensidig utelukkende (Damodaran, 2012, s. 25).

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse analyserer de underliggende økonomiske og strategiske forholdene til et selskap, med den hensikt å utarbeide et fremtidsregnskap og-krav. Verdien til selskapet finnes ved å ta utgangspunkt i nåverdien av de estimerte, fremtidige kontantstrømmene. Metoden er grunnlaget for de andre nevnte tilnærmingene til verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 11). Både for å kunne benytte komparative- og opsjonsbaserte modeller på en god måte, må man ha innsikt i de fundamentale forholdene til et selskap. Dahl et. al (2004, s. 37) mener at ulempen med denne tilnærmingen er usikkerheten rundt estimering av de budsjetterte kontantstrømmene, som kan føre til unøyaktige estimat.

Man skiller gjerne mellom å finne verdien på egenkapitalen direkte gjennom egenkapitalmetoden (EK-metoden), eller indirekte ved selskapskapitalmetoden (SK-metoden). Ved konsistent bruk, inkludert å benytte verdivektede avkastningskrav, skal metodene gi et likt verdiesimat (Damodaran, 2012, s. 14). EK-metoden neddiskonterer de fremtidige kontantstrømmen til egenkapitalen, gitt avkastningskrav til egenkapitalen. Innenfor denne metoden finnes det fire modeller; fri kontantstrøm-, superprofitt-, superprofittvekst- og utbyttmodellen. For å finne verdien av egenkapitalen i SK-metoden benytter man verdien av hele selskapet, såkalt «Enterprise Value» (EV). Deretter trekkes den rentebærende gjelden ut. De ulike modellene i denne metoden skilles gjennom kapitalmål; totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. De to sistnevnte er mest benyttet, og forskjellen er at i netto driftskapital

skiller man mellom drift og finans. De ulike modellene skal gi likt verdiestimat innenfor begge metodene (Knivsfå, 2016, F1, s. 84).

3.2 Komparativ verdsettelse

Denne tilnærmingen verdsetter verdien av en virksomhet på bakgrunn av sammenlignbare virksomheter. Dette forutsetter at det finnes selskaper som er sammenlignbare, og at markedet priser de korrekt (Damodaran, 2012, s. 19). Metoden er fordelaktig med tanke på ressursbruk. Ulempen med modellene er forutsetningene, der ofte markedets holdning til bransjen påvirker verdiestimatene. Det må følgelig ofte foretas justeringer for å oppnå sammenlignbarhet. I hovedsak skiller man mellom to modeller; multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen har vært mye brukt ved verdsettelse av selskaper. Mye av årsaken er at den er enkel, kostnadseffektiv og kvalitetssikrer andre metoder. Grunnlaget for verdsettelsen med multiplikatorer er markedsverdiene til andre sammenlignbare selskaper (Dyrnes 2004, s. 43). «Bruken av multiplikatorer ved verdsettelse innebærer at man finner verdien av det selskapet hvis aksjer man skal verdsette, ved å multiplisere en skaleringsfaktor med en tilhørende multiplikator.» (Dyrnes 2004, s. 44). Det finnes flere modeller, og ofte brukte eksempler er; pris/bok, pris/fortjeneste, EV/EBITDA, EV/Sysselsatt kapital (Damodaran, 2012, s. 19). Det finnes begrensninger ved modellen. Forhold som bransje, teknologi, vekstforutsetninger og finansiering påvirker gyldigheten til modellen. Modellen vil også ha liten verdi jo mer særegent et selskap er (Kaldestad og Møller 2011, s.32).

Substansverdi fremkommer ved markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld, inkludert latent skatt når dette er relevant (Dahl et.al, 2004, s.13). Modellen tar utgangspunkt i hva eiendelene i selskapet kan selges for i markedet i dag. Det forutsettes derfor at det finnes et aktivt marked for eiendelene. Det er en viss risiko for at verdien undervurderes ettersom fokus er på eiendelene og deres selvstendige verdi. Prosesser og selve aktiviteten i selskapet vil ikke bli fanget opp. Dette kan for eksempel være kompetanse og relasjoner med kunder og leverandører (Kaldestad og Møller 2011, s. 32). Disse modellene er vanlige innenfor eksempelvis eiendom og shipping (Kaldestad og Møller, 2011, s. 34).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En tradisjonell fundamentalanalyse kan i enkelte tilfeller undervurdere verdien. Dette skyldes at man overser verdien av å sitte på en rettighet, men som ikke er en plikt, til for eksempelvis å avhende, utvikle eller utsette et prosjekt. (Kaldestad og Møller, 2011, s. 33). I litteraturen blir dette sett på som realopsjoner, dvs. en opsjon relatert til en driftseiendel og ikke en finansiell eiendel. Denne tilnærmingen prøver å legge til denne fleksibiliteten i verdsettelsen. Rent teknisk blir nåverdien av en eller flere fleksibiliteter lagt til den statiske verdien av selskapet. Ettersom metoden vil bygge på en fundamental tilnærming, vil en opsjonsbasert modell være et godt supplement og spesielt for bedrifter i fortsatt voksende bransjer (Kaldestad og Møller, 2011, s. 34).

3.4 Valg av verdsettelsesmodell

Valg av verdsettelsesmodell avhenger av flere faktorer. Vårt valg av modell faller på bakgrunn av type selskap, bransjekarakteristika og -tilhørighet, tid til disposisjon og tilgjengelig informasjon.

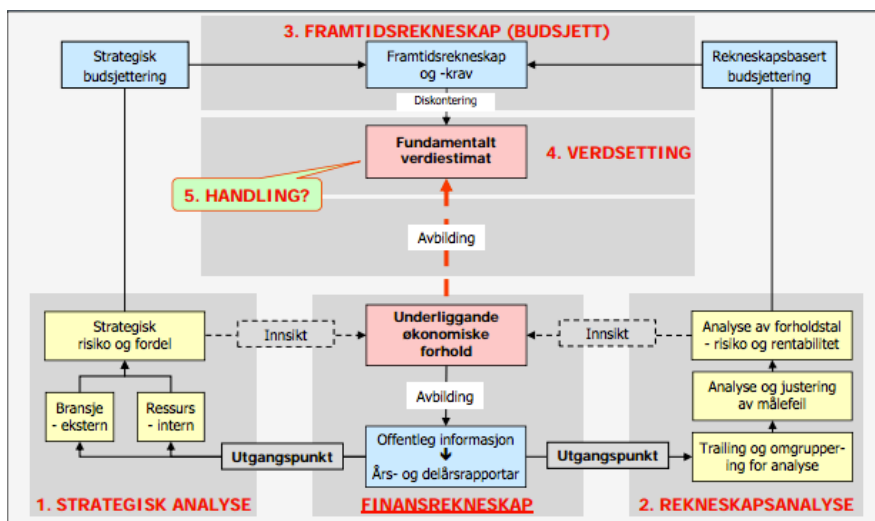
Oppdrettsbransjen har opplevd vekst over lengre tid, men med dagens konsesjonslovgivning kan det by på problemer for ytterligere vekst. I løpet av de siste årene har det derfor vært en rekke virksomhetssammenslåinger. Dette kan tyde på at bransjen er inne i en moden fase. Samtidig er vekstutsiktene fremover forventet å være lavere. Dette tilsier at en fundamental verdsettelse og komparativ metode kan egne seg. Et potensielt problem med den fundamentale tilnærmingen i oppdrettsbransjen, vil være at bransjen er ganske konjunkturutsatt. Derfor kan det være vanskelig å lage prognoser for fremtidige kontantstrømmer.

Bakkafrost har vært børsnotert siden 2010. Dette gir oss god og detaljert historisk data i form av årsrapporter og kvartalsrapporter, noe som vil være påkrevd ved en fundamental tilnærming. De andre selskapene i bransjen vi vil bruke som sammenligningsgrunnlag er også børsnoterte. Til forskjell rapporterer de i norske kroner. En god regnskapsinformasjon om virksomhetene vil være fordelaktig for en fundamental verdsettelse.

Med bakgrunn i diskusjonen ovenfor velges en fundamental verdsettelse som hovedteknikk i denne oppgaven. Selv om en fundamental metode ansees som en tidkrevende prosess, mener vi at tiden vi har fått til disposisjon gir oss muligheten til å benytte denne tilnærmingen. Samtidig vil vi benytte en komparativ tilnærming i form av multiplikatormodellen som supplement.

3.5 Rammeverk for valgt modell

Penman (2013, s. 84) mener at når man skal gjennomføre en fundamental verdsettelse må man analysere informasjon, predikere fremtidige økonomiske størrelser basert på informasjon og til slutt komme med en verdsettelse basert på predikeringen. I tråd med Penman sitt rammeverk har Knivsflå (2016, F2, s.2) utviklet figur 3-1. Dette rammeverket vil videre bli fulgt under verdsettelsen av Bakkafrost.



Figur 3-1 - Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2016, F2, s.2)

4 Strategisk analyse

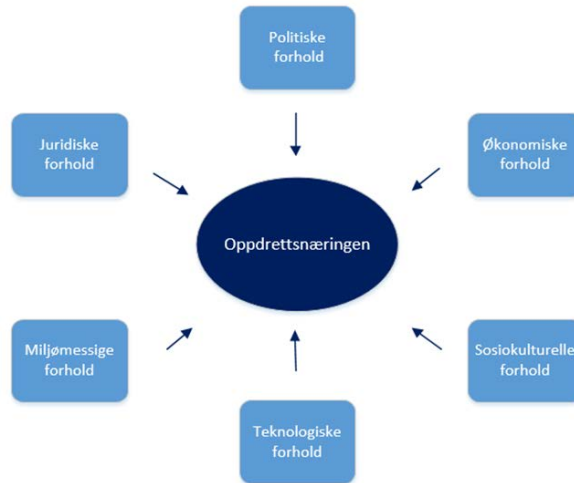
Ved å utarbeide strategiske analyser får man et større innblikk i hva som driver lønnsomhet og skaper meravkastning for en virksomhet og for bransjen totalt sett. Sammen med en mer kvantitativ tilnærming i form av regnskapsanalyse og fremtidsregnskap, vil det være hensiktsmessig å se på de kvalitative faktorene som styrer de underliggende økonomiske forholdene (Kaldestad og Møller, 2015, s. 72). Vi kan dele den strategiske delen vår inn i to deler; ekstern bransjeorientert analyse og intern ressursbasert analyse.

En strategisk posisjon er definert som evnen et selskap har til å generere en strategisk fordel ovenfor resten av bransjen. Ved virksomhetens egne strategiske valg kan den skape en rentabilitet utover dens krav. Denne rentabiliteten blir kalt superrentabilitet og måles ofte som egenkapitalrentabiliteten utover egenkapitalkravet. Kravet blir fastsatt av kapitalmarkedene, mens egenkapitalrentabiliteten skapes av bedriften selv. Superrentabiliteten kan måles både for eierne og for selskapet (Palepu, Healey, Peek, 2013, s. 47).

4.1 Eksterne analyser

4.1.1 PESTEL

PESTEL-rammeverket gir opplysninger om viktige makroøkonomiske forhold. En gjennomgang av disse faktorene kan hjelpe bedriften til å fokusere på de mest kritiske faktorene i dag og i fremtiden. Navnet på modellen er et akronym på politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, miljømessige- og juridiske faktorer (Johnson, Whittington, Scholes, 2012, s. 21).



Figur 4-1 - PESTEL-rammeverk (Johnson, Whittington, Scholes, 2012, s.21)

4.1.1.1 Politiske faktorer

Konsesjoner

Oppdrettsnæringen er i stor grad politisk regulert gjennom ulike konsesjon- og kvotesystem utviklet av de respektive myndighetene. Dette begrenser vekstmulighetene for selskaper, da det eksisterer kun et visst antall tilgjengelige konsesjoner fordelt mellom aktørene. Selskaper øker antall konsesjoner gjennom nye tildelinger eller oppkjøp av konkurrenter. Bakkafrost kontrollerer totalt 50% av tilgjengelige konsesjoner på Færøyene, noe som er maksimalt tillatt eierandel av en enkelt aktør, forankret i Færøysk lov.

I Norge har regjeringen en visjon om betydelig vekst i oppdrettsnæringen. NHO mener at oppdrett kan bli så essensiell for distriktene og landet, at næringen kan erstatte oljen i framtiden (NRK, 2015). Nye konsesjoner har derfor blitt vektlagt med fokus på teknologi og miljø for å opprettholde en bærekraftig utvikling, gjennom såkalte grønne tillatelser og utviklingstillatelser. Disse har til formål å legge til rette for utvikling av ny teknologi og redusere miljøutfordringene bransjen står ovenfor. I tillegg er kravet om eierskapspredning fjernet. Samlet sett vil dette bidra til den omstillingen næringen trenger. Dette har gitt økte muligheter for organisk vekst, men samtidig er det strengere krav for ervervelser av nye konsesjoner. Endringene påvirker framtidsutsiktene for bransjen, og dermed aktørens strategiske tilpasning.

I Peru og Chile eksisterer det i likhet med oppdrettsbransjen kvoter for maksimal tillatt fangst for den pelagiske fiskearten anchoveta, men den er fordelt på to sesonger i løpet av året. Arten er essensiell i produksjonen av fiskemel og –olje, og har stor innvirkning på førkostnaden blant oppdretterne. Kvotefastsettelsen er avhengig av nivået på tilgjengelig biomasse, og blir fastsatt i forkant av hver sesong. Dette medfører usikkerhet for produsentene, da det er knyttet stor usikkerhet angående tillatt produksjonsvolum på lang sikt. For andre sesong i 2014 ble eksempelvis kvoten for anchoveta satt til null (Fishsource, 2016). Dette medfører at bransjen er utsatt for svingninger i førkostnader, ettersom det allerede eksisteres et etterspørselsbehov for fiskemel og –olje. Både Bakkafrost og Marine Harvest er nærmest selvforsynt av fiskefôr gjennom egen produksjon, og reduserer nettopp denne risikoen.

4.1.1.2 Handelspolitiske konflikter

Oppdrettsbransjen eksporterer mesteparten av produksjonen sin, og er derfor avhengig av at myndighetene inngår handelsavtaler for å tilfredsstille produksjonen. Færøyene har inngått særegne handelsavtaler med EU i forbindelse med handel av fiskevarer, og har hatt frihandelsavtale med EU siden 1997 (The Government of Faroe Island, u.d). Dette har hatt en positiv innvirkningskraft for eksportmarkedet til Færøyene. Nettopp hensynet til fiskeriet gjennom å unngå underleggelse av EUs felles fiskeripolitikk, har vært en viktig faktor for deres beslutning om å være utenfor EU³. Havbruk- og fiskerinæringen er en svært viktig inntektskilde for eksporten til både Færøyene og Norge. Derfor har myndighetene gode insentiver for å legge til rette for utvikling av bransjen.

Handelsrestriksjonene fra Russland og Kina mot norske eksportvarer, er tilfeller som ikke er kontrollerbare for bransjen. Slike potensielle restriksjoner vil alltid være en risikofaktor for aktørene, og påvirker eksportfordelingen. Året før importstansen var Russland det viktigste eksportmarkedet for norske lakseprodusenter, noe som gjør at de må finne nye mottakere av norsk laks. På motsatt side økte Bakkafrost salget av laks til Russland betraktelig, som følge av

³ For ordens skyld, så er Færøyene normalt sett tilknyttet internasjonale avtaler gjennom Danmark (Innovasjon Norge, 2016)

importforbudet av norsk laks. Chile og Færøyene har overtatt store deler av markedet, men det er likevel usikkerhet knyttet til hvor lenge dette vil vare (Bakkafrost, 2015).

Ettersom Bakkafrost utelukkende produserer sin oppdrettslaks på Færøyene, vil en eventuell handelsrestriksjon kunne medføre store økonomiske konsekvenser. Derfor tilfaller det en klar fordel til virksomheter som opererer i ulike land, da de ikke rammes av handelsblokader i samme grad.

4.1.1.3 Økonomiske faktorer

Konjunkturer og etterspørsel

Laks er en handelsvare, og det er derfor naturlig å anta at markedsprisen vil følge et syklisk mønster. Lakseprisen bestemmes i stor grad av markedsmechanismene tilbud og etterspørsel. En økning på tilbudssiden vil normalt være korrelert med reduserte priser, men utviklingen i bransjen den siste tiden tilsier at etterspørselen har økt til tross for prisvekst. Tendensen skyldes hovedsakelig eksponering til nye geografiske markeder og stadig nye produktvarianter av laks.

På kort sikt er det vanskelig å tilpasse produksjonsnivået i forhold til etterspørselen da produksjonssyklusen er på 2-3 år, noe som medfører at tilbudet er svært uelastisk på kort. Ergo er det etterspørselen som er prissetteren i dette tidsperspektivet. Videre selges mesteparten av laksen i fersk form, noe som gjør at tilbudet må konsumeres i et kort tidsrom. Volatiliteten i lakseprisen kan i stor grad forklares gjennom perioder med tilbudsunderskudd- eller overskudd. Bakkafrost sikrer seg mot prisvolatiliteten i spotmarkedet ved å fokusere på VAP-segmentet. Dette skyldes at disse produktene normalt sett er solgt til ulike faste kontrakter i perioder opptil 12 måneder. Dette stabiliserer inntektssiden, da endringer i lakseprisen kan ha vesentlig innvirkning på lønnsomheten.

Rentenivå

Kapitalintensive bransjer som lakseoppdrett er ofte forbundet med høy gjeld, noe som øker risikoen relatert til renteøkninger. Dagens styringsrente i Norge og Danmark er på rekordlave

nivåer, hvor prognosene tilsier at denne utviklingen vil vedvare i årene framover. Dette gjør det dermed attraktivt å hente kapital i lånemarkedet for øyeblikket, men bransjen er likevel eksponert for risikoen angående renteøkninger. Mange virksomheter har derfor valgt å sikre seg mot renterisikoen gjennom å handle i rentederivater, eller inngå fastrentekontrakter. Flytende rente og renteswaper er en populær kombinasjon hos aktørene som blant annet også benyttes av Bakkafrost (Bakkafrost, 2015). Dette gir økt fleksibilitet til sammenligning med fastrentekontrakter, da en kan fange opp merverdier med rentefall.

Valutarisiko

Ettersom mesteparten av oppdrettslaksen eksporteres til forskjellige markeder med ulike valutaer oppstår det en valutarisiko blant oppdrettsselskapene. Eurolandene stod for 77% av samlet norsk lakseeksport i 2015, noe som gjør norske oppdrettere spesielt utsatt for valutarisiko rettet mot euro. Det er derfor vanlig å redusere valutarisikoen ved å benytte ulike sikringsinstrumenter, hvor opsjoner, valutakonto og valutaterminkontrakter er de mest utbredte. På denne måten sikrer de seg mot framtidige valutasingninger. I tillegg er virksomheten ofte finansiert i lokal valuta, noe som reduserer eksponeringen mot utenlandsk valuta ytterligere. Bakkafrost har inngått en valutaswap for obligasjonslånet sitt denominert i NOK, med hensikt om å beskytte seg mot valutaendringer. Ettersom Bakkafrost mottar inntekter fra et bredt spekter av segmenter oppnår de en form for diversifiseringseffekt, noe som har resultert i at de ikke ønsker å sikre seg på valutaendringer for transaksjoner gjeldende kjøp og salg.

4.1.1.4 Sosiokulturelle faktorer

Både verdensbefolkningen og konsum per innbygger har historisk sett vært i vekst, og forventes å øke ytterligere også i tiden framover. Som et resultat vil dette bidra til å skape økt etterspørsel blant de viktigste proteinkildene som kylling, svin, storfe og fisk. I tillegg tyder indikatorer på at fisk vil få en viktigere posisjon som proteinkilde i framtiden, grunnet lav førfaktor og knapphet blant landbaserte proteinkilder (Marine Harvest, 2016B).

Videre er laksen instrumental i det økte fokuset rundt kosthold og helse i spesielt den vestlige verden. Helsedirektoratet (2016) anbefaler å spise fisk 2-3 ganger i uken, hvor minst halvparten

av inntaket bør være fet fisk, som laks og øret. Konsumentene har også fått økt bevissthet rundt miljøkonsekvensene av matproduksjon, der fisk har en vesentlig lavere påvirkning enn andre proteinkilder. Laksen fremstilles i stadig nye produktvarianter, hvor særlig populariteten rundt sushi har økt. Den norske laksen spiller derfor en sentral rolle i sushi som en global og voksende trend. Slike fisketrender kan derfor forventes å utvikles også i framtiden. Likevel forventes en redusert vekst i oppdrettsbransjen, ettersom bransjen har nådd et punkt der biologiske faktorer setter en begrensning på produksjonsveksten. Økt vekst krever mindre miljøavtrykk og bedre kontroll av sykdommer. Derfor er det nødvendig med fokus på teknologiutvikling.

4.1.1.5 Teknologiske forhold

Utvikling av nye teknologiske løsninger i oppdrettsbransjen er en nødvendighet for å stimulere den økende etterspørselen av laks. Tildelingen av grønne konsesjoner i 2013, i tillegg til de nylige utviklingskonsesjonene viser at Norge har en visjon om å tilføre det teknologiløftet næringen trenger for å løse miljø- og arealutfordringene bransjen står ovenfor. I september 2015 ble det introdusert nyutviklet teknologi for å identifisere hver enkelt individ av laks i en merd (Jerver, 2016). Når en kan følge utviklingen på individnivå er det mulig å eksempelvis identifisere laks som er slakteklar eller laks som inneholder lus. Slik kan man bedre ivareta fiskevelferden og iverksette nødvendige tiltak for fisk etter behov. Oppdrettsselskapet Cermaq har nylig søkt om utviklingskonsesjoner for å gjøre konseptet til et industrielt produkt.

Selskapet Pure Atlantic satser hardt på å bygge verdens lengste skip designet for oppdrett, og har søkt rekordhøye 45 utviklingskonsesjoner (iLaks, 2016A). Tiltaket omtales som en potensiell «game changer» i industrien. Konseptet hvor den beveger seg på vann og får dermed tilgang til oksygen, friskt vann, gjør den særdeles godt egnet til oppdrett. Skipet vil være utstyrt med en mengde teknologi, hvor de mener en kan senke produksjonssyklusen, rømming vil ikke lenger være en risiko, og de åtte tankene på skipet er lukket for smitteeffekt.

Marine Harvest har kvalifisert for fire utviklingskonsesjoner av Fiskeridirektoratet angående teknologikonseptet som kalles «egget» (E24, 2016B). Konseptet vil dra fordeler ettersom det minimerer miljøpåvirkningen med hensyn til lus og rømming, samt reduserer kostnadene.

Laksen skal produseres i eggeformede merder, noe som avlaster ytre krefter. På denne måten skal de revolusjonere norsk lakseoppdrett ved å produsere bedre og billigere laks.

I senere tid har det blitt drevet konstant forskning og utvikling av landbaserte oppdrettsanlegg, hvor laks avles i kjempestore tanker på land. Fordelene som trekkes fram er at man fjerner problemet med rømming, spredning av lus til villaks, og redusert spredning av sykdommer. Nærings- og fiskeridepartementet har åpnet forslag for løpende og vederlagsfri tildeling av tillatelser til landbasert oppdrett (Regjeringen, 2015B).

Oppdrettsnæringen har ytret skepsis til lukkede anlegg på land. Bakgrunnen skyldes blant annet stor usikkerhet til lønnsomheten, hvor flytting av fiskeoppdrett til land vil kreve store investeringer for oppdretterne. I tillegg frykter norske produsenter å miste viktige konkurransefortrinn som mottas gjennom oppdrett i havet. Det er tvilsomt at det vil forekomme en rask overgang til landbaserte oppdrettsanlegg i stor skala, men på lenger sikt kan det bli et reelt alternativ (Myrseth, 2015).

4.1.1.6 Miljømessige faktorer

I 2009 lanserte regjeringen en strategi for en miljømessig bærekraftig havbruksnæring. Det ble trukket frem hovedsakelig fem faktorer som påvirker miljøet; rømming, forurensning, sykdom, arealforbruk og fôrressurser (Regjeringen, 2009). I dag er rømt oppdrettsfisk og lakselus regnet som de største miljøutfordringene for oppdrettsnæringen, mens næringen også får kritikk internasjonalt for sin bruk av fôrstoff basert på overbeskattede bestander av villfisk (Intrafish, 2013). Videre vil klimaendringer i norske havområder få større effekt gjennom varmere vann og hyppigere tilfeller av ekstremvær. Høyere sommertemperaturer, økt nedbør og mer ferskvann i fjordene vil muligens påvirke strømforhold, spredning av lus og andre sykdomsfremkallende mikroorganismer. På den andre siden vil varmere hav muliggjøre oppdrett lengre nord. Dette vil si at det både er positive og negative konsekvenser av klimaendringene. De nye konsesjonene i Norge gir klare insentiver for bransjen til å løse de miljøutfordringene næringen står ovenfor for å muliggjøre framtidige vekstmuligheter.

ILA-virus har historisk sett vært en stor utfordring for oppdrettsnæringen gjennom sine enorme konsekvenser for bestanden. Færøyene opplevde blant annet en ILA-krise i 2001-2005, og viruset satte oppdrettsnæringen i Chile ut av spill i 2008 (iLaks, 2015C). Likevel har næringen fått bedre kontroll over sykdommen i senere tid. I 2014 påviste Bakkafrosts viruset på en av sine lokaliteter, men gjennom gode behandlingsmetoder ble den potensielle trusselen avverget (Bakkafrost, 2015). I tillegg til økonomisk tap kan også oppdretterne ilegges miljø sanksjoner og få svekke omdømme grunnet de miljømessige forholdene.

4.1.1.7 Juridiske faktorer

Myndigheter, forskningsmiljøer og virksomhetene samarbeider for at havbruk- og fiskerinæringen skal drives innen bærekraftige rammer. Oppdrettsnæringen blir dermed regulert gjennom en rekke juridiske lover og forskrifter som må overholdes i forhold til miljø, fiskevelferd, mattrygghet og det lokale økosystemet.

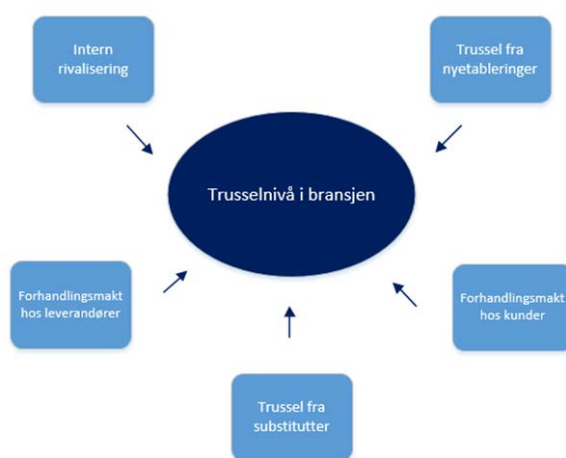
Norsk oppdrett sitt forhold til miljøet reguleres gjennom akvakulturloven og laksetildelingsforskriften, regulert av Nærings- og Fiskeridepartementet. Akvakulturloven presiserer at havbruk skal driftes på en miljømessig forsvarlig måte. Den stiller blant annet krav til miljøovervåking, tiltak for rømte organismer og beskyttelse av ulike områder. I tillegg bestemmer den konsesjonskrav for å kunne drive oppdrett, antall tillatelser som skal tildeles i konsesjonsrunder, og størrelse på biomasse per konsesjon (Laksefakta, 2016B).

Videre eksisterer det en rekke forskrifter hjemlet i akvakulturloven, Matloven og Forurensningsloven som angår regulering av miljøpåvirkning og drift av oppdrettslokalitet (Laksefakta, 2016B). Mattilsynet kan eksempelvis kreve produksjonskutt eller slaktning av fisk ved for høy andel av lakselus, eller gi overtredelsesgebyr dersom oppdretterne ikke sørger for god fiskevelferd (Sysla, 2016A).

Brudd på lover og regler som gjelder for en bærekraftig utvikling av lakseoppdrett kan få enorme konsekvenser for virksomhetene. Dette gir derfor klare insentiver for aktørene til å følge rammeverket angitt for lakseoppdrett.

4.1.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter hjelper til med å identifisere hvor attraktiv en bransje er ved hjelp av fem konkurransekrefter. Analysen hjelper oss med å klargjøre hvem som har makt i bransjen og til å forstå lønnsomheten ved å identifisere aktørene som opererer i den. De fem kreftene er illustrert i modellen under. Hovedbudskapet til Porter er at i bransjer hvor disse kreftene er sterke, vil det være for mye konkurranse og press til å kunne oppnå en fornuftig profitt (Barney, 2011, s. 48).



Figur 4-2 - Porters fem konkurransekrefter (Barney, 2011, s.48)

4.1.2.1 Trussel fra nyetableringer

Nyetableringer er virksomheter som potensielt sett kan etablere seg i bransjen. Inngangsbarrierer avgjør i hvilken grad det er mulig å etablere seg i bransjen, og påvirker dermed trusselnivået.

Typiske inngangsbarrierer er juridiske reguleringer, grad av kapitalintensivitet, stordriftsfordeler, differensierte produkter eller tilgjengelighet av teknologiske løsninger. Kravet om konsesjoner i oppdrettsbransjen utgjør en klar juridisk barriere for nyetableringer. For å ivareta en bærekraftig utvikling er det anslått en reduksjon i fremtidig vekst, frem til næringen har løst noen av miljøutfordringene den står ovenfor. I tillegg er det full

kapasitetsutnyttelse blant de fleste produksjonsregionene. Myndighetene er derfor motvillig til å utstede nye konsesjoner, noe som utgjør en ytterligere etableringsbarriere for nye virksomheter. Nye konsesjoner kreves også et høyt vederlag, mens markedsprisen på en konsesjon i dag ligger på mellom 60-70 millioner NOK (Sysla, 2016B). De nye utviklingstillatelsene tildeles vederlagsfritt, men disse har krav om prosjekter som bidrar til utvikling av teknologi og innovasjon. Dette vil kreve betydelige investeringer og økt risiko. Juridiske inngangsbarrierer utgjør en stor trussel for nyetableringer.

Oppdrettsbransjen er svært kapitalintensiv og volatil, hvor det krever store investeringer for å lykkes (Marine Harvest, 2016B). Dette er blant annet knyttet til investeringer i form av konsesjoner, fiskefôr, oppdrettsanlegg, og tilhørende fartøy og fasiliteter. I tillegg er oppdrett av laks en biologisk prosess som er påvirket av mange eksterne faktorer som kan kreve påvirke kontantstrømmen betydelig. Dette gjør det utfordrende for nykommere å etablere seg i bransjen. Den lange produksjonssyklusen medfører også at virksomhetene ikke vil genere store deler av inntekspotensialet før etter 2-3 år. Økonomiske barrierer er dermed store i oppdrettsbransjen.

Grunnet biologiske begrensninger, krav til sjøtemperaturer og andre naturlige forhold er det kun et begrenset område i verden som egner seg til lakseoppdrett. I tillegg kan tettheten av eksisterende oppdrettsanlegg være stor ved tilpassede områder, noe som gjør det vanskelig å oppdrive gode lokasjoner for havbruk. Det har også vært en utvikling mot skjerpede krav til lokaliteter og lokalitetsstruktur, kombinert med en restriktiv holdning blant mange lokale kommuner mot å avsette areal til oppdrett (Kontali Analyse, 2013). Lokalisering/teknologi utgjør derfor en lav trussel for nyetableringer.

Laks er et relativt standardisert produkt, noe som gjør at det er enkelt for konsumenter å bytte mellom leverandører uten at det får særlige konsekvenser for dem. Laksen fremstilles i stadig nye produktvarianter i henhold til produktdifferensiering, men det er likevel begrenset hvor mye en faktisk kan differensiere produktet. Dette øker muligheten for at nyetableringer kan tilegne seg markedsandeler, og har en negativ innvirkning på trusselnivået for de etablerte aktørene.

Utviklingen av potensielle oppdrettsanlegg på skip og landbasert oppdrett utgjør en fremtidig trussel for bransjen. Forskning henviser til prognoser der lønnsomheten til slike løsninger er bedre sammenlignet med dagens oppdrettsanlegg, men de store kostnadene knyttet til omstillingen skaper fortsatt usikkerhet. Dette vil betraktelig øke trusselen i bransjen, ettersom dagens lakseoppdrett profiterer stort på det snevre mulighetsområdet for drift av oppdrettslaks.

Samlet sett er trusselen lav fra nyetableringer basert på dagens markedssituasjon.

4.1.2.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som dekker konsumentens behov på omtrent samme måte som produktet tilført av den aktuelle virksomheten (Barney, 2014, s.63). Det er i hovedsak produkt differensiering og byttekostnad som avgjør tilbøyeligheten for konsumenten for å endre kjøpsatferd til et annet substitutt. Det er videre knyttet usikkerhet til hva som skal defineres som et substitutt for laks. I utgangspunktet fungerer laks som en proteinkilde for konsumentene, og er sammen med andre fiskearter, svin, storfe og fjærkre, inkludert blant de fire vanligste proteinkategoriene. Derfor kan alle disse kildene anses som substitutter for laksen. Likevel skiller laks seg ut i forhold til andre proteinkilder, ettersom de tilfører helsemessige fordeler i form av omega 3 fettsyrer, mineraler og vitaminer. Sjømat er i tillegg en viktig del av den vestlige utviklingen mot et sunnere kosthold. Videre anbefaler Mattilsynet å spise fisk 2-3 ganger for uken. Derfor kan det argumenteres for at kun annen fiskesort defineres som et tilstrekkelig substitutt for laksen.

Substitutter for oppdrettslaks vil være villfisk, ettersom andre arter innenfor havbruk er av utilstrekkelig størrelsesorden. Prisnivået på ulike villfiskarter korrelerer likevel sterkt med prisen for oppdrettslaks, noe som gjør dem mindre attraktive substitutter. I tillegg har laks mer smak i seg enn en del hvite fiskearter. Derfor kan det tenkes at mange vil foretrekke laks. Videre er sushibølgen en viktig bidragsyter for det voksende laksemarkedet, hvor det er vanskelig å erstatte laks, som er den mest brukte fiskearten i nigiri-sushi (iLaks, 2016B). Den kraftige prisveksten av laks kan resultere i at konsumentene blir tvunget til å avstå den til fordel for andre proteinkildene grunnet pris.

Det har også vært en signifikant nedgang i bruken av fiskemel- og olje i fiskefôr grunnet endringer i oppskriften. Redusert tilgjengelighet og økte priser har resultert i at det er vanlig å benytte rimeligere og ikke-marine produkter, i form av vegetabilsk mel- og olje. Likevel er marine råstoff forbundet med bedre kvalitet, og eksperter hevder at det mest sannsynlig vil være nok fiskemel- og olje i framtiden (iLaks, 2015B). Dette gjør at det er vanskelig å predikere om disse marine råstoffene utelukkende vil bli erstattet i fôrproduksjonen. Bakkafrost sverger til høy andel av sine marine råstoffene, men selger kun en liten andel av produksjon til det eksterne markedet.

Fiskemel- og olje innehar høyere trusselnivå enn oppdrettslaksen når det kommer til substitutter, men samlet sett har de et moderat trusselnivå.

4.1.2.3 Forhandlingsmakt hos leverandører

Leverandørene tilfører oppdretterne med ulike råmaterialer og andre nødvendige driftsrelaterte produkter. De utgjør en trussel for bransjen ettersom de kan øke prisnivået eller redusere tilbudssiden (Barney, 2014, s.64). Forhandlingsmakten påvirkes videre gjennom antall leverandører i bransjen og antall substitutter, samt deres grad av differensiering. Hvor viktig kundene er for leverandørene og muligheten for vertikal integrasjon har også påvirkningskraft.

Fôrkostnadene utgjør om lag halvparten av kostnadene knyttet til lakseoppdrett. Fôrleverandørene blir dermed den viktigste leverandøren for oppdrettsbransjen. På bakgrunn av dette vil andre leverandører ikke bli analysert nærmere, da de individuelt sett utgjør en liten andel av total kostnadene knyttet til produksjon.

Gjennom det siste tiåret har fiskefôrindustrien opplevd en kraftig konsolidering, og i Norge kontrollere Skretting, EWOS, Biomar (og i nyere tid Marine Harvest) hovedsakelig hele tilbudssiden. En slik sammensetning gjør at leverandørene besitter stor forhandlingsmakt. Fiskefôr er et sammensatt produkt, og grunnet knapphet på marine råvarer har det vært

nødvendig med investeringer i utvikling og forskning, for å finne løsninger som gir tilnærmet like gode produksjonsresultater. Derfor er det også vanskelig å finne gode substitutter. Dette forsterker leverandørenes forhandlingsmakt ytterligere.

Både Bakkafrost og Marine Harvest opererer med en fullt integrert verdikjede. Bakkafrost er selvforsynt av fiskefôr fra egen produksjon, mens 87% av fôrbehovet til Marine Harvest blir dekket av deres produksjon. Dette gir indikasjoner på at vertikal integrasjon kommer til å bli mer utbredt i bransjen på lengre sikt, grunnet økt lønnsomhet. Oppdrettsbransjen har også vært gjennom en konsolideringsprosess som nå består av færre og større aktører. Dette medfører gjensidig avhengighet mellom oppdretterne og leverandørene. Disse faktorene vil dermed svekke forhandlingsmakten til leverandører.

Leverandørene har totalt sett en moderat forhandlingsmakt.

4.1.2.4 Forhandlingsmakt hos kundene

Kundenes forhandlingsmakt er deres evne til å påvirke pris eller betingelser, som påvirker lønnsomheten til bransjen (Barney, 2014, s.66). Indikatorer som påvirker trusselen fra denne gruppen er antall kunder, grad av differensiering, viktigheten av produktet, samt vertikal integrasjon.

Laks er blant de viktigste proteinkildene for konsumentene. Økt etterspørsel og konsum av laks i senere tid, gjør at det eksisterer en stor kundegruppe. Likevel er det nok leverandører til at disse blir betegnet som pristakere. Ettersom majoriteten av laks blir eksportert som fersk fisk, utgjør den korte holdbarheten økt forhandlingsmakt hos kundene ved å kunne påvirke prisen. Til tross for at laks stadig framstilles i flere produktvarianter, blir mesteparten av den eksporterte fisken ikke videreforedlet, noe som begrenser muligheten for differensiering.

Oppdrettslaksen er et relativt standardisert produkt. Kundene har derfor lave byttekostnader, noe som øker forhandlingsmakten til kundene. Laksen har oppnådd stor popularitet grunnet konsumentenes bevissthet om blant annet sunnere kosthold, helsefordeler og miljøutslipp. I

tillegg har de fått økt kjøpekraft, med en internasjonal økonomisk vekst. Dette gjør at laksen er et relativt viktig produkt som proteinkilde for mange av konsumentene, noe som reduseres deres forhandlingsmakt.

Basert på overnevnte informasjon tildeles kundene en moderat forhandlingsmakt.

4.1.2.5 Intern rivalisering

Intern rivalisering defineres som konkurranseintensiteten mellom etablerte virksomheter i bransjen. Barney (2014, s.62) påpeker ulike forhold som har innflytelse på intensiteten i konkurransen blant aktørene i bransjen. Dette kan være antall konkurrerende selskap, lav vekst i industrien og mangel på produktdifferensiering. Høy grad av rivalisering kjennetegnes også ved jevnlig priskutt, intense markedsføringskampanjer og kontinuerlige konkurrerende handlinger og reaksjoner i bransjen.

Grunnet kravet om en bærekraftig utvikling estimeres det en lavere vekst i oppdrettsbransjen sammenlignet med tidligere. Dette skyldes som nevnt at bransjen står ovenfor store biologiske restriksjoner og miljøproblemer. Etersom bransjen er juridisk regulert gjennom konsesjoner og kvoter, er det tvilsomt at disse vil øke før nye løsninger som bekjemper utfordringene til bransjen er presentert. Dette medfører at vekst i de nærmeste årene hovedsakelig må oppnås gjennom økte markedsandeler av eksisterende konsesjoner. Reduserte vekstmuligheter indikerer i utgangspunktet intern rivalisering i bransjen, men konsesjons- og kvotesystemet bidrar likevel til at rivaliseringen i bransjen er begrenset.

Oppdrettsnæringen har i den siste tiden gjennomgått en konsolideringsprosess, hvor bransjen nå domineres av færre og større aktører. En slik utvikling indikerer en lav intern rivalisering i bransjen. Videre anses laks som et standardisert produkt, ettersom VAP-segmentet i øyeblikket utgjør en lav andel av totalt eksportert laks. Mangelen på differensierte produkter gjør at konsumentene tar prisen for gitt. Dette taler for at det foreligger en intern rivalisering i oppdrettsbransjen, men effekten av konsolideringen med færre aktører har større innvirkning. Dette forsterkes også av større vekst i etterspørsel enn tilbud.

Intern rivalisering utgjør dermed en moderat trussel.

4.1.3 Oppsummering ekstern bransjeorientert analyse

Under følger en oppsummering av den eksterne bransjeanalysen med hensikt å predikere bransjefordelen til oppdrettsnæringen. Bransjefordelen vil øke dersom det eksisterer muligheter for bransjen, men vil i motsatt tilfelle reduseres dersom det eksisterer potensielle trusler fra miljøet eller bransjen isolert sett.

4.1.3.1 Makroforhold

Det eksisterer ulike avgjørende forhold som påvirker dagens situasjon og framtidsutsiktene til bransjen. Størst innvirkning har gjerne konsesjonssystemet, som begrenser mulighetene for vekst i bransjen. Dette er en nødvendighet å opprettholde, grunnet målsetningen om en bærekraftig utvikling. På en annen side drar oppdrettsselskapene fordel av konsesjonssystemet gjennom en høy laksepris siden det foreligger et etterspørselsbehov i markedet.

I Norge har regjeringen ambisjoner om en betydelig vekst i oppdrettsnæringene i framtiden. Dette har medført at det legges stor vekt på forskning og utvikling i tildelingen av konsesjoner for å løse utfordringene rundt en bærekraftig vekst. Dette gir indikasjoner på at bransjen kan forvente økte muligheter for vekst og lønnsomhet i framtiden. Likevel gjør det økte fokuset på forskning og utvikling bransjen ytterligere kapitalintensiv.

Utviklingen av nye teknologiske løsninger for oppdrettsbransjen, gjør at det kan forekomme store strukturelle endringer for bransjen i framtiden. Dette gjelder spesielt gjennom den konstante forskningen og utviklingen av landbaserte oppdrettsanlegg. Dette vil løse viktige utfordringer bransjen står ovenfor, og legge til rette for vekstmuligheter. Videre er rømt oppdrettslaks og lakselus regnet som de viktigste miljøutfordringene for oppdrettsnæringen.

Oppdrettsnæringen blir regulert gjennom en rekke juridiske lover og forskrifter som må overholdes. Brudd på disse kan føre til vesentlige negative konsekvenser for virksomhetene. Derfor er det svært viktig for bransjeaktørene å overholde rammeverket angitt for lakseoppdrett.

4.1.3.2 Bransjeforhold

Trusselen fra nyetableringer er forholdsvis lav basert på bransjeanalysen, dette er hovedsakelig grunnet konsesjons- og kvotesystem for bransjen. I tillegg er bransjen svært kapitalintensiv, og krever omfattende investeringer. Likevel kan trusselen øke i framtiden grunnet forskning og utvikling av alternative oppdrettsanlegg, som kan redusere presset på miljøet og dermed gi grunnlag for flere konsesjoner. Det er vanskelig å finne perfekte substitutter for laksen, noe som taler for en lav *trussel fra substitutter*. Likevel kan det høye prisnivået føre til at konsumentene blir tvunget over til andre proteinkilder. Når det gjelder olje- og fiskemel er trusselen noe større da vegetabiliske alternativer har fått større omfang i fôrproduksjonen. Men Bakkafrost er selvforsynt av marine produkter og selger kun en liten andel videre. Samlet sett er det derfor en svak moderat trusselen.

Leverandørene av fiskefôr er sammensatt av få og store aktører, noe som gir dem økt forhandlingsmakt. Likevel eksisterer det en gjensidig avhengighet mellom oppdretterne og leverandørene, slik at *forhandlingsmakten til leverandørene* utgjør en moderat trussel. Ettersom oppdrettslaksen er et standardisert produkt og kundene har relativt lave byttekostnader, har *kundene også en moderat forhandlingsmakt*. *Intern rivalisering* tildeles en moderat trussel grunnet konsesjonssystemet, begrensede differensieringsmuligheter og antall markedsaktører som har blitt færre. Porters fem konkurransekrefter for bransjen er oppsummert i tabell 4-1.

| 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 - Konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen

Basert på Porters fem konkurransekrefter hevder vi at det foreligger moderate muligheter for å tilegne seg konkurransefordeler i bransjen. Det eksisterer derfor muligheter, men disse er vanskelig å oppnå.

4.2 Intern analyse

En intern ressursbasert analyse gir oss et grunnlag om hvorvidt bedriftens ressurser danner en superrentabilitet som er høyere enn bransjens. Drøftingen rundt Bakkafrost sine styrker og svakheter tar utgangspunkt i VRIO-rammeverket.

4.2.1 VRIO

En VRIO-analyse skal finne de ressursene som en virksomhet har eller kan utvikle for å skape varige konkurransefortrinn. Den avdekker samtidig hvor godt virksomheten utnytter ressursene sine. VRIO er en engelsk forkortelse av verdifull (V), sjelden (R), kopierbar (I) og om organisasjonen er effektivt organisert (O) (Barney, 2014, s. 136).

| Verdifull | Sjelden | Ikke-imiterbar? | Effektivt organisert? | Konkurransevilkår |
|-----------|---------|-----------------|-----------------------|--------------------|
| Nei | - | - | Nei | Ulempe |
| Ja | Nei | - | - | Paritet |
| Ja | Ja | Nei | - | Midlertidig fordel |
| Ja | Ja | Ja | Ja | Varig fordel |

Figur 4-3 - Illustrasjon VRIO-rammeverk (Barney, 2011, s.136)

I vår analyse vil vi se på fire faktorer; verdikjeden, lokalisering, innovasjonsevne og produktutvikling.

4.2.1.1 Verdikjede

Bakkafrost oppnår kostnadsbesparelser, ettersom de kontrollerer hele verdikjeden av oppdrettsproduksjonen. Som nevnt, eier de og har kontroll på alt fra produksjon av fiskefôr til salg av fersk laks samt VAP-produkter. Ser man på resten av bransjen, er det ikke mange av selskapene som har dette integrert i verdikjeden. I 2014 startet Marine Harvest fôrproduksjon, mens de øvrige konkurrentenes verdikjede strekker seg fra smoltproduksjon til salgavdeling.

Skal de øvrige derimot starte med produksjon av eget laksefôr, vil det være nærliggende å tro at investeringene vil være tid- og ressurskrevende.

Bakkafrost er fullstendig selvforsynt med fôr og bruker 89% av den totale kapasiteten til heleide P/F Havsbrún. I følge investeringsplanen skal de bruke 380 millioner DKK på en ny laksefôr-fabrikk og maskiner som vil øke kapasiteten ytterligere. Marine Harvest er 86% selvforsynte i deres operasjoner i Norge, noe som vil si at de er avhengige av å kjøpe fra andre leverandører både til innenlandske og utenlandske operasjoner. Selskapet kommuniserer videre at de ønsker å bli fullt ut selvforsynte, og har derfor investert i en ny fôrfabrikk i Skottland som vil dekke fôrbehovet i deres operasjoner i Europa. Denne skal tas i bruk fra og med første halvdel av 2018. Likevel opererer de både i Sør- og Nord-Amerika hvor de må benytte eksterne leverandører (Marine Harvest, 2016B).

Laksefôr står for omtrent 30-50% av kostnaden i oppdrettsproduksjonen i de fleste land (Marine Harvest, 2016B), og utgjør som regel den største kostnadsposten i regnskapet. I 2015 utgjorde denne kostnaden 48% for Bakkafrost (Bakkafrost, 2015). Ved full vertikal integrering unngår man transaksjoner på det åpne markedet, noe som vil være fordelaktig med tanke på at det kan knyttes usikkerhet rundt råvareprisen på laksefôret. Fortjenestemarginene til leverandørene kan de da beholde selv, men det betinger høy kapasitetsutnyttelse over tid.

Videre satte selskapet i gang et stort investeringsprosjekt i 2013. Dette innebærer en sentralisering av de ulike delene av verdikjeden. Dette vil integrere verdikjeden ytterligere, og en del av de planlagte investeringene stod klare i 2016. Det vil være nærliggende å tro at dette vil føre til ytterligere kostnadsbesparelser for selskapet på sikt. Verdikjeden sees på som en konkurransefordel for Bakkafrost, men kun av midlertidig karakter ettersom det kan tenkes at de andre aktørene kan tilegne seg imiterbare fasiliteter.

4.2.1.2 Lokalisering

Ettersom laks er en kaldblodsart vil havtemperaturer spille en viktig rolle. Under presentasjonen av bransjen kom det frem at Færøyene har de laveste, men også de mest stabile temperaturene blant verdens største produsenter. Selv om en kald temperatur kan forlenge produksjonstiden

så vil det forekomme en lavere dødelighetsrate. I tillegg vil en stabil temperatur føre til at man i større grad kan sette ut smolt i løpet av hele året, uansett årstid. Dette fordi spesielt smolt og smålaks virker å være veldig temperatursensitiv i forhold til inntak av fôr (iLaks, 2013). Temperaturer er derfor viktig når det kommer til vekstforutsetninger for fisken og antall tonn slaktet. Det er en klar fordel for Bakkafrost å kunne øke omløpet på denne måten, i forhold til den øvrige bransjen som produserer i områder med mer varierende temperaturer. Det skal sies at forholdene i for eksempel Norge og Chile også er optimale, med tanke på at de er de to største produsentene i verden.

På den andre siden vil det nok være naturlig å anta at det er arealmessige utfordringer ved å produsere på Færøyene på lengre sikt. I Norge og Chile har de mye lengre kystlinje som gjør det enklere å oppnå volumvekst, selv om konsesjonslovgivning allerede begrenser muligheter. Dette vil tvinge Bakkafrost til å måtte utnytte konsesjonene på en bedre måte. Selskapet har i den forbindelse investert og skal investere mye i nye smoltanlegg. Dette skal bidra til større smolt ved sjøsetting, som igjen vil føre til kortere produksjonstid i sjø. SalMar på sin side er ventet å følge Bakkafrost sin strategi.

All produksjonen av fiskefôr og laks for Bakkafrost er stasjonert på Færøyene. Ved at de er så lite geografisk diversifisert kan i enkelte tilfeller skape utfordringer. Det kan tenkes at et større sykdomsutbrudd vil ramme selskapet hardt ettersom det geografiske produksjonsområdet ikke er så stort. Konkurrenter som for eksempel Marine Harvest har produksjon i flere land og vil ikke bli rammet like hardt ved et lignende sykdomsutbrudd i Norge. Lengre kystlinjer vil også kunne begrense konsekvensene av et utbrudd ved hjelp av strategisk plassering av oppdrett. En annen risikofaktor vil være handelssanksjoner. Som nevnt, innførte Russland sanksjoner mot blant annet Norge og EU i 2014. Generelt kan årsaken til sanksjoner være mange. Ved eventuell utestengelse, kan det å drive produksjon fra et land gå utover lønnsomheten til selskapet. Ser man for eksempel på norske selskaper som Marine Harvest og Cermaq og forbudet fra Russland, så gikk det ikke utover distribuering av produksjon deres i Chile, men kun Norge, Skottland etc. (E24, 2014B). Ser man på konkurrentene til Bakkafrost er det Marine Harvest som er mest geografisk spredt, mens Lerøy og SalMar kun har kjernevirksomhet i Norge.

Selv om Bakkafrost ikke er geografisk diversifisert, så anser vi fordelene angående de gode klimatiske forholdene på Færøyene til å gi et varig konkurransefortrinn. I 2015 så hadde Bakkafrost 77% av produksjonen på Færøyene (Bakkafrost, 2015), og i tillegg har de kjøpt de resterende aksjene i det færøyske selskapet P/F Faroe Farming i 2016. Med tanke på konsesjonslovgivning, så er det ikke lett for andre selskaper å starte oppdrett i dette området.

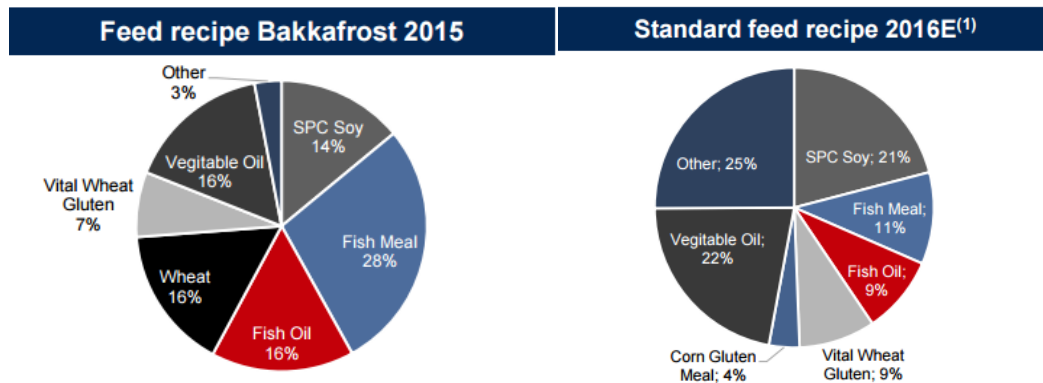
4.2.1.3 Innovasjonsevne

Bakkafrost sitt mål når det kommer til bærekraftig utvikling er å minske innvirkningen driften har på dyrelivet og miljøet (Bakkafrost, 2015). Innovasjonsevne vil således være en viktig kilde, og i denne bransjen vil det handle mye om fiskedødelighet.

En av de største utfordringen for oppdrettsbransjen sett under ett, er forekomsten av sykdommer. De senere årene har Bakkafrost hatt en langt lavere dødelighet enn sine konkurrenter (DN, 2016B). Selv om havtemperatur kan spille en viktig rolle her, så har også selskapet benyttet seg av andre metoder for behandling og forebygging av sykdommer. Når det kommer til lakselus har Bakkafrost benyttet seg av ferskvannsmetoder i brønnbåter, i tillegg til den mer vanlige metoden ved å benytte rognkjeks (Bakkafrost, 2015). Ferskvannsmetoden har gitt positive resultater, og selskapet har investert i avlusningsinstrumenter på flere av båtene sine. Den største båten de har investert i, Hans á Bakka, stod klar i 2015 og kostet selskapet 250 MNOK. I tillegg til å bekjempe lakselus kan den frakte opptil 450 tonn fisk (Bakkafrost, 2015). Ved å benytte seg av ferskvannsmetoder unngår man kjemikalier for behandling. Nye metoder for avlusing og annen sykdomsbekjempelse er et stort fokusområdet blant aktørene i bransjen (Marine Harvest, 2016B).

En annen måte å bekjempe sykdommer på er å sette ut større smolt i merdene. Som nevnt utnytter man konsesjonene på en bedre måte, men det viser seg også at robustheten og overlevelsesraten til fisken øker (iLaks, 2015D). Bakkafrost setter ut smolt på 100g, men de vil øke størrelsen til 300g på kort og 500g på lengre sikt. Ved en større smolt kan man oppnå kostnadsbesparelser i form av færre behandlinger, men på den andre siden vil det også koste mer å produsere. I tillegg til mer ferskvann vil fisken også trenge mer fôr. Det vil derfor være viktig å oppnå en lav fôrfaktor. Bakkafrost er helt i toppen når det kommer til dette, fôrfaktoren

de to siste årene har ligget mellom 1,13 og 1,17. Årsaken til den lave faktoren kan skyldes næringsinnholdet i fôret som Bakkafrost benytter seg av, dette er illustrert i figur 4-4. Som det eneste selskapet i bransjen bruker de en større andel av marine råvarer som innsatsfaktor i produksjon av fiskefôr (Bakkafrost, 2015). Selv om de tidligere har vært innenfor forurensningsrammene til EU, har ervervelsene av P/F Havsbrun gitt rom for forskning på dette området og bidratt til en enda sunnere fisk.



Figur 4-4 - Sammenligning av fôropskrift (Bakkafrost, 2016B, s. 41)

Både ferskvannsavlusing og fiskeolje i produksjon av fiskefôr viser at både innovasjonsevnen og -villigheten til Bakkafrost er stor. Innovasjonsevnen virker effektivt organisert og bidrar på denne måten til en mer lønnsom drift. Selv om Bakkafrost den siste tiden har gjort store fremskritt på flere fronter, så kan det tenkes at andre virksomheter vil bidra/ta over i større grad på andre fronter fremover. Mange andre selskaper har for eksempel utviklet stor og effektiv produksjon av rognkjeks. Generelt fremstår bransjen som innovasjonsorientert, og spesielt når det kommer til teknologier som kan bidra til en lavere fiskedødelighet. Konklusjonen vil være at Bakkafrost oppnår paritet i forhold til bransjen.

4.2.1.4 Produktutvikling

Som en følge av fortrinnene Bakkafrost har når det gjelder de andre ressursene, som havtemperatur og andre biologiske prosesser, oppnår de en større fisk enn konkurrentene. Selv om dette delvis kan være en strategi, så var gjennomsnittsvekten på færøysk laks 5,4 kilo i 2015. Dette er større enn gjennomsnittsvekten i de andre landene (Bakkafrost, 2015). For Bakkafrost sin del, som har produsert mye laks over seks kilo, har dette slått positivt ut på lønnsomheten. Prisforskjellen på ulike vektclasser av laks har de siste årene vært stor, og dette gjelder spesielt

laks på over seks kilo. Årsaken er det lave globale tilbudet av stor laks. Dette forsterker argumentet på hvorfor selskapet har et fortrinn når det gjelder lokalisering og den biologiske behandlingen av fisken fra laksefôr til slakting.

Videre driver selskapet med produktdifferensiering. De har uttalt at de vil satse mer på VAP-produkter enn tidligere. Dette vil være en utbredt tankegang i bransjen, og i hvert fall blant de største konkurrentene. For eksempelvis bearbeider Lerøy Seafood store deler av det årlige høstede volumet (Austevoll, 2015). Som nevnt under bransjebeskrivelse, så er prisdynamikken for VAP-produkter annerledes enn for fersk laks. Ved at Bakkafrost kun har 26% av driftsinntektene i VAP kan slå ekstra negativ ut hvis spotprisen faller betydelig. Ved å bearbeide en større andel vil man få en mer stabil inntektsstrøm. Det virker som konkurrentene er mindre eksponert mot denne risikoen.

Som nevnt, er det vanskelig å oppnå volumvekst i bransjen grunnet konsesjonslover. Det vil da være nærliggende å tro at å skape en sterk merkevare vil være høyt prioritert for Bakkafrost. Gjennom markedsføringsaktivitetene har selskapet valgt å fokusere på at fisken de tilbyr er spesifikt fra Færøyene. Globalt sett produserer Færøyene kun tre prosent av totalt produsert laks (Bakkafrost, 2015), og det kan tenkes at selskapet prøver å stemple dette som et kvalitetstegn. Ettersom Bakkafrost sverger til en høyere andel av marint fôr, medfører dette mindre fett enn for vegetabilsk fôr, samt mer muskelmasse på filetene og annen smak (iLaks, 2015B). Selv om selskapet har opparbeidet seg et godt renommé de siste årene, så er et sterkt merkenavn også tilfelle for de øvrige konkurrentene.

Produktutviklingen til Bakkafrost vil med andre ord gi konkurranseparitet. Produktene de tilbyr er ikke sjeldne, og de andre virksomhetene i bransjen fokuserer nok like mye på å skape et sterkt merkenavn, ettersom konsesjonslovgivning også gjelder for de øvrige landene som produserer laks.

4.2.2 Oppsummering intern ressursbasert analyse

| Ressurs | Verdifull | Sjelden | Ikke-imiterbar? | Effektivt organisert? | Konkurransvilkår |
|------------------------------|-----------|---------|-----------------|-----------------------|--------------------|
| Verdikjede | Ja | Ja | Nei | Ja | Midlertidig fordel |
| Lokalisering: | | | | | |
| - Havtemperatur | Ja | Ja | Ja | Ja | Varig fortrinn |
| - Geografisk diversifisering | Nei | - | - | - | Marginal ulempe |
| Innovasjonsevne | Ja | Ja | Nei | Ja | Paritet |
| Produktutvikling: | | | | | |
| - Produktdifferensiering | Ja | Nei | - | Ja | Paritet |
| - Merkenavn | Ja | Nei | - | Ja | Paritet |

Figur 4-5 - Oppsummering VRIO-analyse Bakkafrost

I VRIO-analysen har vi avdekket Bakkafrost sine styrker og svakheter. Den største styrken vil være helintegrasjonen av egen fôrproduksjon og lokaliseringen til selskapet. Førstnevnte har både ført til at selskapet oppnår kostnadsbesparelser og en lavere dødelighetsrate for laksen. Det eneste varige fortrinnet Bakkafrost har, er lokaliseringen. Dette skyldes primært den svært gunstige havtemperaturen, men lokaliseringen har også sin begrensning gjennom kortere kystlinje sammenlignet med Norge og Chile. Havtemperaturen fører til at fisken har vekstforutsetninger av ypperste kvalitet. I tillegg har selskapets innovasjonsevne ført til et lavere problem med lakselus enn hva konkurrentene deres opplever. Til sammen har også disse ulike ressursene bidratt til at Bakkafrost har oppnådd en prispremie i markedet ved å kunne selge en større fisk. Denne ser imidlertid ut til å bli lavere fremover (Akvaakta, 2016).

En svakhet ved selskapet er at de vil være eksponert for større sykdomsutbrudd og handelsboikotter på grunn av en liten geografisk diversifisert produksjon. Når det kommer til produktdifferensiering og merkenavn oppnår selskapet konkurranseparitet.

Generelt virker det som om de interne ressursene til Bakkafrost gir en midlertidig fordel. I analysen vektlegges spesielt verdikjeden til selskapet ettersom fôrkostnaden utgjør en stor del av de totale kostandene til selskapene i bransjen. På bakgrunnen av dette og prispremien de har oppnådd i markedet, forventer vi at selskapet vil ha en noe høyere avkastning enn de komparative konkurrentene. Dette blir sett nærmere på i den kvantitative analysen av strategisk fordel i kapittel 8.

4.3 Oppsummering strategiske analyser

For å få en bedre oversikt over alle trusler, muligheter, svakheter og styrker kan man benytte seg av SWOT-rammeverket (Barney, 2014, s. 10). Bransje- og makroforhold ble diskutert under Porter- og PESTEL-analysen. Dette vil utgjøre selskapets trusler og muligheter. Gjennom VRIO-analysen ble selskapet styrker og svakheter kartlagt. Ifølge Barney (2014, s.10) skal trusler elimineres ved hjelp av styrker. Videre må man finne en tilnærming for å utnytte mulighetene man står ovenfor, og forbedre de områdene som representerer svakheter.



Ekstern bransjeorientert analyse

Figur 4-6 - SWOT-analyse Bakkafrost

5 Regnskapsanalyse

Det andre nivået i Penman (2013, s.85) sin oversikt er å gjennomføre en regnskapsanalyse. Denne skal gi et bedre bilde av hvordan de underliggende økonomiske forholdene i Bakkafrost har vært tidligere år. Analysen gir oss et inntrykk av hvilke økonomiske tiltak som er gjort tidligere, og hvilke som kanskje bør gjøres i fremtiden. Resultatene av analysen kan i tillegg antyde hvordan bedriftens utvikling vil være i årene fremover. Dette vil være nyttig når vi skal utarbeide fremtidsregnskap og videre anslå en verdi av Bakkafrost sin egenkapital (Kaldestad og Møller 2011, s. 49).

5.1 Rammeverk

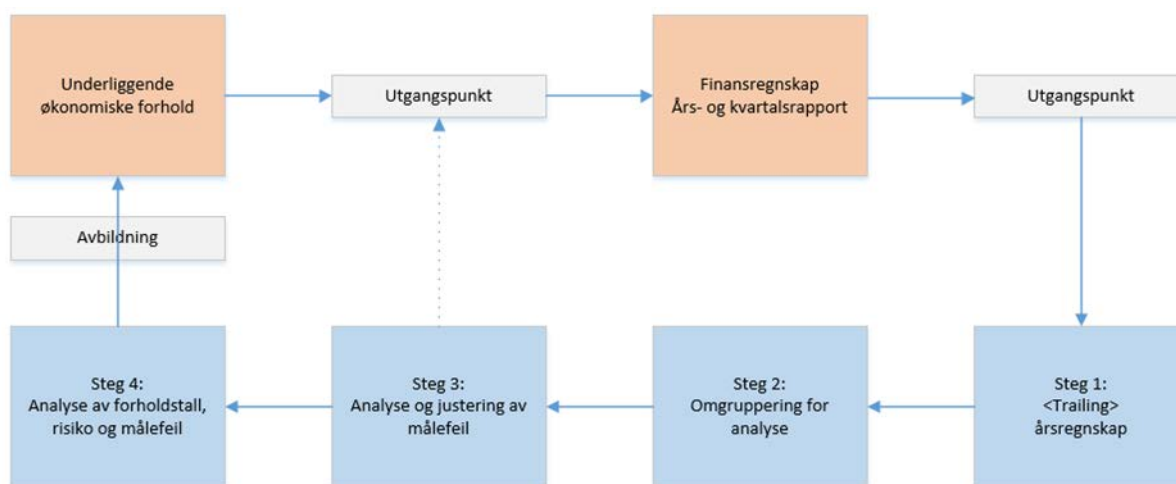
Vi velger å benytte oss av Knivsflå (2016, F3, s.15) sitt rammeverk for regnskapsanalyse. Denne vil være tilknyttet tilnærmingen Penman (2013) benytter. Videre vil vi bruke års- og kvartalsrapporter for Bakkafrost og de komparative virksomhetene.

Det første steget vil være ulike forberedelser til analysen. Formålet er som nevnt å verdsette egenkapitalen til selskapet den 31.12.16. Ettersom denne utredningen blir gjennomført i løpet av 2016, forutsetter dette en trailing av årsregnskapet basert på kvartalsrapporter. Dette gjøres for at datagrunnlaget skal bli fullstendig. Videre vil det bli tatt valg knyttet til analysenivå og periode, samt sammenlignbare virksomheter.

Det neste steget vil omhandle omgrupperinger av regnskapene. Hensikten er å gjøre regnskapet mer investororientert for eksisterende og nye aksjonærer. Et mer verdiorientert regnskap der man skiller mellom hva som utgjør drift/finans og unormale/normale poster bidrar til dette.

Videre må det tas høyde for at regnskapet kan inneholde målefeil. Dette må analyseres og eventuelt justeres for. Hensikten vil være at slike typer feil vil føre til at regnskapet ikke viser de sanne underliggende økonomiske forholdene. På den andre siden er ikke alltid disse justeringene fordelaktige, og de kan i enkelte tilfeller føre til mer støy i regnskapet.

Til slutt vil det være hensiktsmessig å foreta en forholdstallsanalyse av både risiko og lønnsomhet. Førstnevnte vil bli delt opp i en likviditets- og en soliditetsanalyse og til slutt lede til en syntetisk rating som vil påvirke fastsettelsen av avkastningskrav. En analyse av lønnsomhet og superrentabilitet vil føre til at vi får tallfestet en eventuell strategisk fordel, jamfør våre strategiske analyser.



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

5.2 Praktiske valg

5.2.1 Valg av analysenivå

Når man skal velge analysenivå kan man enten velge å se på de ulike forretningsområdene til et selskap eller se hele virksomheten under ett (Kaldestad og Møller, 2011, s. 53). Bakkafrost sine forretningsområder omhandler hovedsakelig produksjon, videreforedling og salg av laks. Sett bort i fra at de produserer fiskefôr under P/F Havsbrún (de eksporterer kun 11%, resterende brukes internt), så er områdene i selskapet tilknyttet og ganske lik i utforming. På den andre siden er et godt datagrunnlag for de ulike forretningssegmentene en mangel. Dette gjelder spesielt en oppsplitting av balansen, noe som Kaldestad og Møller (2015, s.54) mener kan være en utfordring. Av den grunn velges hele konsernet som analysegrunnlag.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Når man skal fastsette en analyseperiode må man både ta hensyn til stabiliteten til selskapet og bransjen den opererer i. Er selskapet stabilt over lengre tid, bør man benytte seg av en lengre horisont. Dette fordi regnskapet da vil reflektere dagens situasjon bedre. Motsatt, hvis situasjonen er mer ustabil (Knivsflå, 2016, F3 s.28). Når det kommer til bransjen, bør man velge horisont ut i fra hvorvidt den er syklisk eller ikke. En syklisk bransje representerer både oppgangs- og nedgangskonjunkturer, og disse bør fanges opp av den valgte perioden.

Jamfør bransjebeskrivelsen i kapittel 2, så defineres oppdrettsbransjen som en syklisk bransje. Årsaken er at lakseprisen er en sentral driver i markedsaktørenes resultat, og denne kan og har variert periodevis. Ettersom Bakkafrost i større grad har blitt en mer etablert aktør innen bransjen, følger også de denne syklusen. Dette bør reflekteres i valg av periode. Virksomheten har opplevd mange sammenslåinger i sin historie, inkludert to store de siste seks årene, både i kjølevannet av børsnoteringen i 2010 og ervervelsen av P/F Havsbrún i 2011. Dette vil tale for en kortere horisont. Perioden som blir lagt til grunn i vår analyse vil strekke seg fra 2010 til 2016, ettersom vi mener dette fanger opp både gode og dårlige år for bransjen og tar hensyn til sammenslåingstrenden i bransjen. Samtidig inkluderes balanseregnskapet for 2010, for å identifisere endringer.

5.2.3 Valg av sammenlignbare virksomheter

For å kunne vurdere om Bakkafrost sine prestasjoner er på et tilfredsstillende nivå må vi sammenligne med en benchmark. Ved å se på noen utvalgte virksomheter som er relativt like vårt selskap, kan vi danne en målestokk.

I vår analyse vil selskapene Marine Harvest, SalMar og Austevoll Seafood utgjør bransjegjennomsnittet. Måten disse skiller seg ut på i forhold til vårt selskap, kan være en svakhet. Samtlige er større i produksjon og opererer i andre geografiske områder, spesielt Marine Harvest. De er den desidert største (større enn både SalMar og Lerøy til sammen), men det kan tenkes at tapet ved å utelate en så stor markedsdeltaker er større enn gevinsten. Valg av komparative selskaper er mer utdypet i delkapittel 2-5. Samtidig vil vi inkludere Bakkafrost i bransjegjennomsnittet, ettersom de også tilhører bransjen. Knivsflå (2016, F3, s.32) påpeker at

det er forskjellige synspunkter angående dette, men ettersom en inkludering vil dempe Marine Harvest sin dominans velges dette for den videre analyse.

5.3 Rapporterte tall og trailing

Først vil vi presentere den utarbeidede «trailingen» for 2016. Denne blir så oppstilt sammen med de tidligere årene (2011-2015) når vi presenterer de rapporterte årsregnskapene, balanseregnskapene og endring i egenkapital.

5.3.1 Trailing

Som nevnt, for å kunne estimere verdien av Bakkafrost i 2016 må vi ta utgangspunkt i de to første kvartalsrapportene for dette året. Ved å kun benytte data fra tidligere perioder, øker usikkerheten rundt estimatet vårt og kan gi oss et skjevt anslag som muligens ikke vil være representativt (Damodaran, 2012, s. 3).

«Trailingen» baseres på de fire siste kvartalsrapportene justert for unormale poster og vekst. Med andre ord er den representert ved:

$$Trailing_{2016} = Q_1 2016 + Q_2 2016 + Q_3 2015 + Q_4 2015$$

Når det kommer til vekstjusteringen vil denne bli beregnet ut i fra følgende formel:

$$R_{2016T} = R_{Q1+Q2 2016} + (R_{Q1-Q4 2015} - R_{Q1+Q2 2015}) * (1 + g), \text{ hvor}$$

$$g = R_{Q1+Q2 2016} - R_{Q1+Q2 2015} / R_{Q1+Q2 2015}$$

Når man skal beregne veksten, g , kan man velge om denne skal baseres på driftsinntektsveksten mellom periodene eller manuelt for hver post i regnskapet. Ettersom vi befinner oss i en bransje hvor inntektene avhenger av lakseprisen velger vi å gå i gjennom post for post. Samtidig vil resultatene bli overstyrt hvis vi oppdager ekstremavvik.

En «trailet» balanseoppstillingen vil ta utgangspunkt i den sist kjente oppstillingen, dvs. den rapporterte i Q_2 . Denne vil være mindre omfattende enn den rapporterte i årsrapporten, og ved

eventuelle mangler vil det prosentvise delingsforholdet fra 2015 opprettholdes. Videre må vi behandle poster som blir ansett for å være unormale. En slik post er definert som midlertidig og/eller som har en ustabil trend (Gjesdal, 2007, s. 14). De vil med andre ord være vanskelige og predikere ettersom fortiden sier lite om fremtiden. Disse postene vil bli behandlet mer nøye under omgrupperingen. I trailingen vil vi kun ta utgangspunkt i unormale poster som har påløpt i 2016. Disse er markert i tabellen nedenfor.

| Trailing resultatregnskap | Q1-Q2 2015 | Q3-Q4 2015 | Q1-Q2 2016 | Vekstfaktor | Trailing uten vekst | Trailing med vekst |
|--|----------------|----------------|----------------|-------------|---------------------|--------------------|
| Driftsinntekter | 1413,144 | 1437,219 | 1694,24 | 1,20 | 3131,459 | 3417,344 |
| Varekjøp | -567,183 | -634,025 | -605,821 | 1,07 | -1239,846 | -1283,037 |
| Endr. i behold. av varer u. tilvirk. og ferd. tilvirk. varer | 196,088 | 228,055 | 25,045 | 0,13 | 253,1 | 54,173 |
| Lønnskostnader | -140,681 | -140,404 | -156,097 | 1,11 | -296,501 | -311,887 |
| Andre driftskostnader | -310,501 | -373,031 | -339,396 | 1,09 | -712,427 | -747,141 |
| Avskrivninger | -52,577 | -55,521 | -57,309 | 1,09 | -112,83 | -117,827 |
| Driftsresultat før unormale poster EBIT | 538,29 | 462,293 | 560,662 | 1,04 | 1022,955 | 1011,625 |
| Verdijustering biologiske eiendeler | -92,978 | 65,4 | 78,267 | | 78,267 | 78,267 |
| Realiserte tap/gevinst kontantstrømsikring | 0 | -51,004 | -89,276 | | -89,276 | -89,276 |
| Driftsresultat EBIT | 445,312 | 476,689 | 549,653 | | 1011,946 | 1000,616 |
| Inntekt fra tilknyttede selskaper | -13,663 | 20,42 | 9,752 | | 9,752 | 9,752 |
| Finansinntekter | 1,413 | 2,186 | 1,169 | | 2,338 | 2,338 |
| Finanskostnader | -13,926 | -10,736 | -12,989 | | -25,978 | -25,978 |
| Unormalt finansresultat | -15,777 | 32,513 | -15,438 | | -15,438 | -15,438 |
| Resultat før skatt og minoritetsinteresser | 403,359 | 521,072 | 532,147 | | 971,29 | 971,290 |
| Skattekostnad normal | -79,865 | -34,431 | -95,075 | | | -168,318 |
| Skattekostnad unormal | 0 | 0 | 0 | | | 0 |
| Årsresultat før minoritet | 323,494 | 486,641 | 437,072 | | | 802,972 |
| Netto minoritet normalt | 0 | 0 | 0 | | | 0 |
| Netto minoritet unormalt | 0 | 0 | 0 | | | 0 |
| Årsresultat | 323,494 | 486,641 | 437,072 | | | 802,972 |
| Andre driftsrelaterte resultatetelement | 20,96 | -29,199 | 13,229 | | | 13,229 |
| Andre finansielle resultatetelement | 0 | 0 | 0 | | | 0 |
| Årsresultat til majoritet | 344,454 | 457,442 | 450,301 | | | 816,201 |

Tabell 5-1 - Trailing resultatregnskap Bakkafrost 2016T

| EIENDELER | 2016 Q2 | 2015 | Prosentst | 2016T |
|---|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|
| Anleggsmidler | | | | |
| Immatrielle eiendeler | 294,675 | 294,675 | | 294,675 |
| Totale immatrielle eiendeler | 294,675 | 294,675 | | 294,675 |
| Tomter, bygninger og annen fast eiendom | | 585,741 | 0,38 | 685,703 |
| Maskiner og anlegg | 1792,855 | 797,45 | 0,52 | 933,541 |
| Annen driftsløsøre | | 44,094 | 0,03 | 51,619 |
| Forskuddsbetalinger av PP&E | | 104,208 | 0,07 | 121,992 |
| Sum varige driftsmidler | 1792,855 | 1531,493 | | 1792,855 |
| Finansielle anleggsmidler | | | | |
| Investeringer i tilknyttet selskap | | 105,785 | 0,81 | 110,0207 |
| Investeringer i aksjer og andeler | 136,134 | 25,108 | 0,19 | 26,1133 |
| Andre finansielle fordringer | | 0 | | 0 |
| Sum finansielle anleggsmidler | 136,134 | 130,893 | | 136,134 |
| Sum anleggsmidler | 2223,664 | 1957,061 | | 2223,664 |
| Omløpsmidler | | | | |
| Biologiske eiendeler | 1036,553 | 1060,273 | | 1036,553 |
| Andre varer | 485,187 | 421,966 | | 485,187 |
| Sum varer | 1521,74 | 1482,239 | | 1521,74 |
| Kunderfordringer | 240,698 | 199,263 | | 240,698 |
| Andre fordringer | 182,9 | 179,971 | | 182,9 |
| Sum fordringer | 423,598 | 379,234 | | 423,598 |
| Bankinnskudd og kontantekvivalenter | 173,73 | 101,852 | | 173,73 |
| Sum omløpsmidler | 2119,068 | 1963,325 | | 2119,068 |
| SUM EIENDELER | 4342,732 | 3920,386 | | 4342,732 |

| EGENKAPITAL OG GJELD | 2016 Q2 | 2015 | Prosentst | 2016T |
|--|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|
| Egenkapital | | | | |
| Aksjekapital | 48,858 | 48,858 | | 48,858 |
| Annen egenkapital | 2585,138 | 2531,624 | | 2585,138 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 0 | 0 | | 0 |
| Sum egenkapital | 2633,996 | 2580,482 | | 2633,996 |
| Langsiktig gjeld | | | | |
| Utsatt skatt | 445,033 | 349,546 | | 445,033 |
| Langsiktig rentebærende gjeld | 736,572 | 447,559 | | 736,572 |
| Derivater | 114,425 | 128,804 | | 114,425 |
| Sum langsiktig gjeld | 1296,03 | 925,909 | | 1296,03 |
| Kortsiktig gjeld | | | | |
| Kortsiktig rentebærende gjeld | 0 | 0 | | 0 |
| Samlepost kortsiktig gjeld | 0 | 0 | | 0 |
| Leverandør gjeld | | 195,223 | 0,47 | 194,615 |
| Betalbar skatt | 412,706 | 155,359 | 0,38 | 154,875 |
| Realiserte tap/gevinst kontantstrømsikring | | 51,004 | 0,12 | 50,845 |
| Annen kortsiktig gjeld | | 12,409 | 0,03 | 12,370 |
| Sum kortsiktig gjeld | 412,706 | 413,995 | | 412,706 |
| Sum gjeld | 1708,736 | 1339,904 | | 1708,736 |
| SUM EGENKAPITAL OG GJELD | 4342,732 | 3920,386 | | 4342,732 |

Tabell 5-2 - Trailing balanseregnskap Bakkafrost 2016T

Nedenfor er det noen korte kommentarer til enkelte av postene i den utarbeidede trailingen:

- 1) *Driftsinntektene* vil i hovedsak være et produkt av laksepris og produksjonsvolum. Gjennomsnittlig årlig vekst de siste årene har vært 28 %. Det siste året har vært preget av en høy laksepris, og ser man på forwardprisene fra Fish Pool kommer snittprisen i året til å havne på 63,68 NOK/kg. Dette er en økning på rundt 50% fra 2015. I tillegg kommer det frem av Q2, at selskapet har kjøpt de resterende aksjene i selskapet P/F Faroe Farming. Dette vil medføre en økning på 1 000 tonn i høstet volum, som selskapet forøvrig estimerer til å bli rundt 48 000 tonn. Dette er litt ned i forhold til 2015. Videre består 62 % av driftsinntektene til Bakkafrost av salg av fersk laks. I de strategiske analysene avdekket vi at prispremien de historisk har oppnådd i markedet, har blitt lavere i 2016. En 20 % økning i driftsinntekter virker derfor som et godt estimat på veksten i trailingåret.
- 2) *Varekostnad* forventes å øke med syv prosent. I Q2 rapporterte Bakkafrost at de mistenkte et mulig ISA-utbrudd ved et av anleggene, men at testene var negative. Det er derfor innført ekstra overvåkning på feltet (Bakkafrost, 2016A). Videre kan det tenkes at hvis det foreligger et sykdomsutbrudd i nærmeste fremtid vil det føre til økte kostnader. Likevel velger vi ikke å overstyre denne posten ettersom selskapet skal flytte produksjonen fra det nevnte feltet til det nye anleggsområdet som står klart fra og med 2017.
- 3) *Endring i beholdning av varer* vil være en vanskelig post å predikere. I 2015 var den unormal høy i forhold til de foregående årene. Det er ikke spesifisert hvorfor i notene. Posten vil ikke bli overstyrt, men blir justert etter vekst-formelen for «trailing», som de andre postene. Tallstørrelsen som her er benyttet, er hentet fra Q2, men er ikke ytterligere kommentert. Dette fører til høyere kostnader sammenlignet med 2015, som igjen bidrar til et lavere driftsresultat. Imidlertid så forventes det noe høyere kostnader i 2016 på grunn av de store investeringene som pågår ved det nye fabrikkområdet til selskapet. For ordens skyld, så rapporterer de komparative selskapene posten samlet under «varekostnad».
- 4) *Verdijustering biologiske eiendeler* er en post som kommer igjen hvert år, men den har en ustabil trend. Faktorer som påvirker posten vil blant annet være lakseprisen og karakteristika ved fisken. Posten blir regnskapsført til virkelig verdi fratrukket salgskostnader ved anskaffelse, under vekstperioden og ved slaktning. Målingen vil gå etter den prisen man ville fått på balansedagen for en normal transaksjon mellom

markedsaktører (Strandberg og Sellæg, 2014, s. 119). Dagens priser er ikke nødvendigvis lik fremtidige priser, og vi behandler derfor denne posten som unormal.

- 5) *Inntekter fra tilknyttede selskaper* har frem til 2015 omhandlet tre andre selskaper i samme bransje. Det vil da være nærliggende å tro at disse har hatt omtrent samme veksttrend som Bakkafrost. I Q2 kommer det frem at Bakkafrost har kjøpt de resterende 51% av aksjene i P/F Faroe Farming (Bakkafrost, 2016A) Dette er det selskapet som står for mesteparten av inntektene Bakkafrost har fått fra tilknyttede selskaper. Posten har hatt en ustabil trend historisk og blir derfor sett på som unormal.
- 6) *Finansinntekter og finanskostnader* er representert i kvartalsrapportene, og vi forutsetter at disse postene hovedsakelig innebærer renteinntekter og –kostnader. For å predikere de ut året, har vi tatt utgangspunkt i henholdsvis finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Dette har blitt gjort de siste fem årene for å finne en rentesats som blir brukt til å predikere størrelsene i 2016.

$$\text{Finansinntekter}/\text{–kostnader} = \text{rente} * \text{kapital}_{t-1}$$

Skattekostnad for 2016 tar utgangspunkt i driftsskattesatsen for fjoråret og de to første kvartalene i 2016. Gjeldende skattesats for alle typer skatter er 18% på Færøyene. Bakgrunnen for dette er beskrevet under omgrupperingen i delkapittel 5.5, hvor vi igjen benytter formelen under:

$$SK_t = dss * DR + 0,18 * (FI + UFR) - 0,18 * FK$$

$$dss_t = \frac{SK_t - 0,18 * (FI_t + UFR_t) - 0,18 * FK_t}{DR_t + UDR_t}, \quad \text{hvor}$$

SK = Skattesats

dss = Driftsskattesats

Resultatet av trailingen viser at driftsresultatet i 2016 kun øker med ett prosentpoeng fra 2015. Det forventes at både inntektene og kostnadene vil øke i perioden på bakgrunn av høye laksepriser og høyere kostnader forbundet med sentraliseringen av fabrikker.

5.3.2 Rapporterte tall

I dette avsnittet presenteres det rapporterte resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapital. Informasjonen er hentet fra så nylige rapporter som mulig for å danne et best mulig datagrunnlag. For eksempel vil det si at tall fra 2012 er hentet fra årsrapport 2013, og samtidig er kvartalsrapporter fra 2016 benyttet. Ettersom de rapporterte tallene følger IFRS, er oppstillingene mer kreditororienterte enn investororienterte. For å gjøre det mer investorvennlig har vi derfor delvis omgruppert resultatregnskapet for å skille mellom drift/finans og normale/unnormale poster (Gjesdal, 2007, s.14). Denne tilnærmingen utdypes nærmere under omgrupperingen.

RESULTATREGNSKAP BAKKAFROST 2010-2016T

| Rapportert regnskap | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Driftsinntekter | 820,212 | 1321,092 | 1855,544 | 2491,081 | 2683,319 | 2850,363 | 3417,344 |
| Varekjøp | -301,446 | -450,815 | -835,494 | -1064,666 | -913,13 | -1201,208 | -1283,04 |
| Endr. i behold. av varer u. tilvirk. og ferd. tilvirk. varer | 75,501 | 19,796 | 75,99 | 81,924 | 96,56 | 424,143 | 54,17293 |
| Lønnskostnader | -118,409 | -168,144 | -210,115 | -232,871 | -263,897 | -281,085 | -311,887 |
| Andre driftskostnader | -186,813 | -319,458 | -482,641 | -601,799 | -671,908 | -683,532 | -747,141 |
| Avskrivninger | -42,257 | -67,325 | -80,244 | -86,659 | -97,169 | -108,098 | -117,827 |
| Driftsresultat før unormale poster EBIT | 246,788 | 335,146 | 323,04 | 587,01 | 833,775 | 1000,583 | 1011,625 |
| Verdijustering biologiske eiendeler | 83,926 | -45,882 | 90,546 | 115,352 | -11,547 | -27,578 | 78,267 |
| Realiserte tap/gevinst kontantstrømsikring | -2,856 | 2,856 | -46,078 | -24,83 | 70,908 | -51,004 | -89,276 |
| Andre unormale driftskostnader/-inntekter | -12,79 | 110,599 | -17,546 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Driftsresultat EBIT | 315,068 | 402,719 | 349,962 | 677,532 | 893,136 | 922,001 | 1000,616 |
| Inntekt fra tilknyttede selskaper | 0,512 | -2,021 | -6,442 | 23,788 | -0,845 | 6,757 | 9,752 |
| Finansinntekter | 1,051 | 2,835 | 3,436 | 3,925 | 4,575 | 3,599 | 2,338 |
| Finanskostnader | -8,18 | -25,844 | -20,924 | -28,929 | -32,359 | -24,622 | -25,978 |
| Unormalt finansresultat | -1,192 | -7,493 | -2,351 | 51,035 | 34,701 | 16,736 | -15,438 |
| Resultat før skatt og minoritetsinteresser | 307,259 | 370,196 | 323,681 | 727,351 | 899,208 | 924,471 | 971,2898 |
| Skattekostnad normal | -47,548 | -46,779 | -55,806 | -138,33 | -252,086 | -114,296 | -168,318 |
| Skattekostnad unormal | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Årsresultat før minoritet og diskontinuerlig virksomhet | 259,711 | 323,417 | 267,875 | 589,021 | 647,122 | 810,175 | 802,9718 |
| Resultat fra diskontinuerlig virksomhet | 0 | 0 | 13,462 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Netto minoritet normalt | 0 | 1,971 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Netto minoritet unormalt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Årsresultat | 259,711 | 325,388 | 281,337 | 589,021 | 647,122 | 810,175 | 802,9718 |
| Andre driftsrelaterte resultatелеment | 0 | 0 | 1,634 | -89,251 | -33,963 | -8,239 | 13,229 |
| Andre finansielle resultatелеment | 4,236 | -8,218 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Årsresultat til majoritet | 263,947 | 315,199 | 269,509 | 499,77 | 613,159 | 801,936 | 816,201 |

Tabell 5-3 - Rapportert resultatregnskap Bakkafrost 2010-2016T

BALANSEOPPSTILLING BAKKAFROST 2010-2016T

| EIENDELER | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Anleggsmidler | | | | | | | |
| Immatrielle eiendeler | 136,245 | 369,955 | 293,675 | 294,675 | 294,675 | 294,675 | 294,675 |
| Totale immatrielle eiendeler | 136,245 | 369,955 | 293,675 | 294,675 | 294,675 | 294,675 | 294,675 |
| Tomter, bygninger og annen fast eiendom | 119,17 | 366,468 | 360,451 | 390,997 | 400,271 | 585,741 | 685,7026 |
| Maskiner og anlegg | 223,009 | 446,403 | 413,189 | 465,247 | 491,462 | 797,45 | 933,5415 |
| Annen driftsløsøre | 14,24 | 15,652 | 22,448 | 25,839 | 35,002 | 44,094 | 51,61901 |
| Forskuddsbetalinger av PP&E | 0 | 0 | 16,68 | 34,613 | 114,513 | 104,208 | 121,992 |
| Sum varige driftsmidler | 356,419 | 828,523 | 812,768 | 916,696 | 1041,248 | 1531,493 | 1792,855 |
| Finansielle anleggsmidler | | | | | | | |
| Investeringer i tilknyttet selskap | 5,984 | 33,635 | 88,867 | 113,711 | 100,13 | 105,785 | 110,0207 |
| Investeringer i aksjer og andeler | 19,983 | 2,22 | 2,345 | 1,593 | 25,289 | 25,108 | 26,11333 |
| Andre finansielle fordringer | 0,796 | 0 | 0 | 1,504 | 1,291 | 0 | 0 |
| Sum finansielle anleggsmidler | 26,763 | 35,855 | 91,212 | 116,808 | 126,71 | 130,893 | 136,134 |
| Sum anleggsmidler | 519,427 | 1234,333 | 1197,655 | 1328,179 | 1462,633 | 1957,061 | 2223,664 |
| Omløpsmidler | | | | | | | |
| Biologiske eiendeler | 482,091 | 700,336 | 746,958 | 965,896 | 1013,959 | 1060,273 | 1036,553 |
| Andre varer | 28,501 | 179,179 | 242,898 | 235,489 | 266,96 | 421,966 | 485,187 |
| Sum varer | 510,592 | 879,515 | 989,856 | 1201,385 | 1280,919 | 1482,239 | 1521,74 |
| Kunderfordringer | 125,619 | 154,496 | 212,357 | 278,432 | 172,36 | 199,263 | 240,698 |
| Andre fordringer | 19,89 | 16,562 | 145,998 | 122,153 | 141,912 | 179,971 | 182,9 |
| Sum fordringer | 145,509 | 171,058 | 358,355 | 400,585 | 314,272 | 379,234 | 423,598 |
| Bankinnskudd og kontantekvivalenter | 9,128 | 16,868 | 25,045 | 182,077 | 405,109 | 101,852 | 173,73 |
| Sum omløpsmidler | 665,229 | 1067,441 | 1373,256 | 1784,047 | 2000,3 | 1963,325 | 2119,068 |
| SUM EIENDELER | 1184,656 | 2301,774 | 2570,911 | 3112,226 | 3462,933 | 3920,386 | 4342,732 |
| EGENKAPITAL OG GJELD | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
| Egenkapital | | | | | | | |
| Aksjekapital | 48,858 | 48,858 | 48,858 | 48,858 | 48,858 | 48,858 | 48,858 |
| Annen egenkapital | 853,431 | 977,596 | 1214,054 | 1616,419 | 2014,795 | 2531,624 | 2585,138 |
| Ikke-kontrollerende eierinteresser | 0 | 34,557 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sum egenkapital | 902,289 | 1061,011 | 1262,912 | 1665,277 | 2063,653 | 2580,482 | 2633,996 |
| Langsiktig gjeld | | | | | | | |
| Utsatt skatt | 120,009 | 256,023 | 258,441 | 310,925 | 414,014 | 349,546 | 445,033 |
| Langsiktig rentebærende gjeld | 37,357 | 733,693 | 731,948 | 685,151 | 505,393 | 447,559 | 736,572 |
| Derivater | 0 | 0 | 0 | 74,889 | 116,928 | 128,804 | 114,425 |
| Sum langsiktig gjeld | 157,366 | 989,716 | 990,389 | 1070,965 | 1036,335 | 925,909 | 1296,03 |
| Kortsiktig gjeld | | | | | | | |
| Kortsiktig rentebærende gjeld | 41,961 | 100 | 100 | 100 | 100 | 0 | 0 |
| Samlepost kortsiktig gjeld | 83,039 | 151,047 | 217,61 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leverandør gjeld | 0 | 0 | 0 | 140,104 | 127,72 | 195,223 | 194,6152 |
| Betalbar skatt | 0 | 0 | 0 | 57,241 | 124,765 | 155,359 | 154,8753 |
| Realiserte tap/gevinst kontantstrømsikring | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 51,004 | 50,8452 |
| Annen kortsiktig gjeld | 0 | 0 | 0 | 78,639 | 10,46 | 12,409 | 12,37036 |
| Sum kortsiktig gjeld | 125 | 251,047 | 317,61 | 375,984 | 362,945 | 413,995 | 412,706 |
| Sum gjeld | 282,366 | 1240,763 | 1307,999 | 1446,949 | 1399,28 | 1339,904 | 1708,736 |
| SUM EGENKAPITAL OG GJELD | 1184,655 | 2301,774 | 2570,911 | 3112,226 | 3462,933 | 3920,386 | 4342,732 |

Tabell 5-4 - Rapportert balanseoppstilling Bakkafrost 2010-2016T

ENDRING I EGENKAPITAL BAKKAFROST 2010-2016T

| Endring egenkapital | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EK 01.01 | 388,887 | 902,289 | 1026,454 | 1262,912 | 1665,277 | 2063,653 | 2580,482 |
| Totalresultat | 263,947 | 317,17 | 282,971 | 499,967 | 613,142 | 801,936 | 816,201 |
| Betalt utbytte | -18 | -191,035 | -48,858 | -97,716 | -218,158 | -290,985 | -400,62 |
| Netto kapitalinnskudd | 228,747 | -1,97 | 2,345 | 0,114 | 3,392 | 5,878 | 0,714 |
| Driftsrelatert Dirty Surplus | 38,708 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -362,781 |
| Finansrelatert Dirty Surplus | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EK 31.12 | 902,289 | 1026,454 | 1262,912 | 1665,277 | 2063,653 | 2580,482 | 2633,996 |

Tabell 5-5 - Endring egenkapital Bakkafrost 2010-2016T

5.4 Omgruppering

Ettersom Bakkafrost rapporterer regnskapet sitt etter IFRS, vil de underliggende verdiene i større grad reflektere markedsverdier. Dette er ønskelig for en investororientert analyse, men vi kommer likevel ikke unna en omgruppering av det rapporterte regnskapet på grunn av at den finansielle rapporteringen er kreditororientert. Dette kan sees ved at resultatregnskapet har et rentedekningsfokus, og balansen har et gjeldsdekningsfokus (Knivsfå, 2016, F4, s.7). For å oppnå en bedre forståelse rundt sentrale verdidrivere er det derfor hensiktsmessig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede størrelser, rentebærende og rentefri gjeld. Videre må man identifisere normale og unormale poster, samt håndtere eventuelle brudd på kongruensprinsippet (Gjesdal, 2007, s. 5). Omgrupperingen vil også bli gjort av de sammenlignbare virksomhetenes regnskap for å danne et mest mulig komparativt grunnlag.

5.5 Omgruppering av resultatregnskapet

Knivsfå (2016, F4, s.11) foreslår å gjennomføre omgrupperingen av resultatregnskapet på følgende måte:

1. Identifisere det fullstendige nettoresultatet (FNR)
2. Fordele det fullstendige nettoresultatet (FNR) på en slik måte at kreditorer, selskapet og eierne får sitt resultat før skatt
3. Identifisere normale og unormale poster
4. Fordeling av skattekostnad

5.5.1 Identifisere FNR

For å finne det fullstendige nettoresultatet benyttes følgende formel (Knivsflå, 2016, F4 s.13):

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

Bakkafrost rapporterer etter IFRS, og da skal man ifølge IAS 1 resultatføre alle inntekter og kostnader med mindre noe annen hjemmel sier, eller anbefaler noe annet. De som ikke skal være med i resultatregnskapet skal rapporteres under posten «Annet fullstendig resultat» (Deloitte, 2016). Herunder gjelder dette revurderinger i for eksempel endringer i valutakurser og finansielle instrumenter. Brudd på kongruensprinsippet, såkalt «Dirty Surplus», oppstår når kostnader og inntekter blir ført direkte mot egenkapitalen og ikke over resultatet (Gjesdal, 2007, s. 13). For et selskap som rapporterer etter IFRS vil de fleste av disse bruddene bli hensyntatt under «*annet fullstendig resultat*», men det kan fortsatt finnes tilfeller i regnskapene, dette vil typisk være emisjonskostnader og diverse justeringer. Vedrørende regnskapene til Bakkafrost finner vi dette i 2010, og er tilknyttet konsernetableringen som fant sted. Ettersom vi utarbeider en trailing og benytter egenkapitalen den 30.06.16 vil det forekomme en differanse i egenkapitaloppstillingen. Denne vil også representere «*Dirty Surplus*».

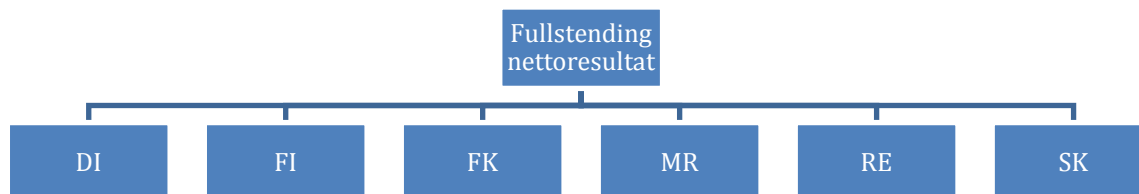
| Fullstendig nettoresultat | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Årsresultat | 259,711 | 325,388 | 281,337 | 589,218 | 647,105 | 810,175 | 802,972 |
| +Annet fullstendig resultat Driftsrelatert | 0 | 0 | 1,634 | -89,251 | -33,963 | -8,239 | 13,229 |
| +Annet fullstendig resultat Finansrelatert | 4,236 | -8,218 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| =Rapportert totalresultat | 263,947 | 317,17 | 282,971 | 499,967 | 613,142 | 801,936 | 816,201 |
| +Dirty Surplus Driftsrelatert | 38,708 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -362,781 |
| +Dirty Surplus Finansrelatert | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| =FNR | 302,655 | 317,17 | 282,971 | 499,967 | 613,142 | 801,936 | 453,42 |

Tabell 5-6 - Fullstendig nettoresultat Bakkafrost 2010-2016T

5.5.2 Fordele FNR

Videre kan man fordele det fullstendige nettoresultatet til forskjellige kapitalbaser for å belyse verdiskapningen i selskapet. Samtidig vil det være hensiktsmessig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede poster slik at resultatet og balansen er konsistent. Inntektskildene på eiendelssiden, som består av driftsresultat (DR) og finansinntekter (FI), skal

fordeles på finansieringsdelen av balansen. Sistnevnte del består av finanskostnad (FK), minoritetsresultat (MR), resultat til egenkapital (RE) og skattekostnad (SK).



Figur 5-2 - Fordeling fullstendig nettoresultat

Tabellene 5-7 og 5-8 viser fullstendig drifts- og finansresultat før skatt. Posten «Annet fullstendig resultat» (AFR) er i resultatregnskapet beregnet implisitt, men har blitt skilt mellom drift og finans ved å gå i gjennom regnskapsnotene. DAFR omhandler poster som ikke tyder på å være finansielle, og står i hovedsak av skatteeffekter, valutaendringer og verdiendringer i finansielle instrumenter. Vi forutsetter på bakgrunn av sistnevnte post sin størrelse at dette dreier seg om kontantstrømsikring, og dermed at denne er driftsrelatert. FAFR finnes kun i årene 2010 og 2011. Dette dreier seg om verdiendring av aksjer tilgjengelig for salg og verdiendring renteswap.

«Dirty Surplus» (DSP) har blitt behandlet likt som AFR. Konsernetableringen vil gå under drift, noe som også omregningsdifferansen i 2016 vil. Under fullstendig finansresultat dukker også unormalt finansresultat opp. Dette er en samling av postene for valutagevinst/-tap og andre finanskostnader. Årsaken til hvorfor dette er unormalt resultat diskuteres under neste steg. Postene finansinntekter og finanskostnader består av renteinntekter og-kostnader.

| Fullstendig driftsresultat | Forkortelse | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|---|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| Driftsinntekter | DI | 904,138 | 1275,21 | 1946,09 | 2606,433 | 2671,772 | 2822,785 | 3495,611 |
| Driftskostnader | DK | -589,07 | -872,491 | -1596,128 | -1928,901 | -1778,636 | -1900,78 | -2494,995 |
| Driftsresultat av egen virksomhet | DR | 315,068 | 402,719 | 349,962 | 677,532 | 893,136 | 922,001 | 1000,616 |
| Inntekt fra driftstilknyttet selskap | DI | 0,512 | -2,021 | -6,442 | 23,788 | -0,845 | 6,757 | 9,752 |
| Driftsrelatert annet fullstendig resultat | DAFR | 0 | 0 | 1,634 | -89,251 | -33,963 | -8,239 | 13,229 |
| Driftsrelatert "Dirty Surplus" | DDSP | 38,708 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -362,781 |
| Fullstendig driftsresultat før skatt | FDR | 354,288 | 400,698 | 345,154 | 612,069 | 858,328 | 920,519 | 660,816 |

Tabell 5-7- Fullstendig driftsresultat før skatt Bakkafrost 2010-2016T

| Fullstendig finansresultat | Forkortelse | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|---|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|
| Finansinntekt | FI | 1,051 | 2,835 | 3,436 | 3,925 | 4,575 | 3,599 | 2,338 |
| Finanskostnad | FK | -8,18 | -25,844 | -20,924 | -28,929 | -32,359 | -24,622 | -25,978 |
| Unormalt finansresultat | UFR | -1,192 | -7,493 | -2,351 | 51,035 | 34,701 | 16,736 | -15,438 |
| Resultat fra diskontinuerlig virksomhet | UFR | 0 | 0 | 13,462 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansielt annet fullstendig resultat | FAFR | 4,236 | -8,218 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansielt "Dirty Surplus" | FDSP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fullstendig finansresultat før skatt | FFR | -4,085 | -38,72 | -6,377 | 26,031 | 6,917 | -4,287 | -39,078 |

Tabell 5-8 - Fullstendig finansresultat før skatt Bakkafrost 2010-2016T

5.5.3 Identifisere normale og unormale poster

Etter å ha skilt mellom driftsrelaterte og driftsfremmede poster vil det neste steget være å identifisere normale og unormale poster. Man venter at normale poster er varige, at de vil komme igjen periode etter periode, og at de er stabile over tid. Typisk vil dette være driftsinntekter og andre driftskostnader. De postene som er midlertidige og har en mer ustabil trend, typisk nedskrivninger og verdiendringer på finansielle instrumenter, blir klassifisert som unormale. Å skille mellom unormale fra normale er hensiktsmessig for å predikere fremtidig utvikling (Gjesdal, 2007, s.14).

Videre vil det foretas en mindre utdyping av de postene som anses som unormale, til henholdsvis unormalt driftsresultat og unormalt finansresultat. De resterende blir klassifisert som normale, med unntak av postene som omhandler «Annet fullstendig resultat» (AFR) og «Dirty Surplus» (DSP). Sammen med resultat fra andre tilknyttede kommer disse størrelsene inn netto.

Unormalt driftsresultat (UNDR):

- *Verdijustering av biologiske eiendeler* blir behandlet av IAS 41. En utdyping av hva denne posten innebærer ble foretatt under «trailingen». Selv om den kommer igjen periode etter periode er den nokså upredikerbar med tanke på prisutsikter. Derfor klassifiserer vi den som en unormal post, og den vil følgelig utgjøre den største av de unormale postene.
- *Realisert tap/gevinst kontantstrømsikring* omhandler oppdrettslaks på kontakter. Disse kontraktene har ulike løpetid, alt fra en til to uker og opptil seks måneder (Strandberg og Sellæg, 2014, s. 120). Den volatile lakseprisen kan for eksempel føre til at balanseført laks blir verdsatt høyere enn den kontraktsprisen man har lagt til grunn. Dette skjer fordi det er fokus på markedsverdier når man måler etter virkelig verdi (Strandberg og Sellæg,

2014, s. 128). Eksempel på slike tapskontrakter dukker opp under hele analyseperioden, men må sies å være tilfeldig i størrelse. Man kan også se i enkelte år at det er tilbakeføring av tapskontraktene. På bakgrunn av dette ansees posten som unormal.

- *Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader* består blant annet av restruktureringskostnader som følge av børsnoteringen i 2010, og ervervelsen av Havsbrun i 2011. Sistnevnte hendelse inkluderer badwill, som vil være en slags negativ goodwill (Lederkilden, 2016A). Disse postene sees på som engangshendelser og vil bli betraktet som unormale poster.
- *Unormalt nettoresultat tilknyttet selskap* finner man kun i 2012 der det er resultatført et tap ved avgang av tilknyttet selskap.

| Unormalt driftsresultat | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|-----------------|
| Verdijustering av biologiske eiendeler | 83,926 | -45,882 | 90,546 | 115,352 | -11,547 | -27,578 | 78,267 |
| Onerous contracts | -2,856 | 2,856 | -46,078 | -24,83 | 70,908 | -51,004 | -37,181 |
| Andre unormale driftsinntekter/-kostnader | -12,79 | 110,599 | -17,546 | 0 | 0 | 0 | -52,095 |
| Unormalt driftsresultat før skatt | 68,28 | 67,573 | 26,922 | 90,522 | 59,361 | -78,582 | -11,009 |
| Nettoresultat tilknyttet virksomhet - unormalt | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Driftsrelatert annet fullstendig resultat | 0 | 0 | 1,634 | -89,251 | -33,963 | -8,239 | 13,229 |
| Driftsrelatert "Dirty Surplus" | 38,708 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -362,781 |
| UNDR | 106,988 | 67,573 | 28,556 | 1,271 | 25,398 | -86,821 | -360,561 |
| Normalt driftresultat før skatt | 246,788 | 335,146 | 323,04 | 587,01 | 833,775 | 1000,583 | 1011,625 |

Tabell 5-9 - Unormalt driftsresultat Bakkafrost 2010-2016T

Unormalt finansresultat (UNFR):

- *Unormale finansinntekter og -kostnader* (unormalt finansresultat) er ikke videre spesifisert i regnskapsnotene. Derav klassifiserer vi posten som unormal på bakgrunn av variasjonen i posten over analyseperioden.

| Unormalt finansresultat | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|---|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Unormalt finansresultat | -1,192 | -7,493 | -2,351 | 51,035 | 34,701 | 16,736 | -15,438 |
| Resultat fra diskontinuerlig virksomhet | 0 | 0 | 13,462 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansielt annet fullstendig resultat | 4,236 | -8,218 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansielt "Dirty Surplus" | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| UNFR | 3,044 | -15,711 | 11,111 | 51,035 | 34,701 | 16,736 | -15,438 |
| Normalt Finansresultat | -7,129 | -23,009 | -17,488 | -25,004 | -27,784 | -21,023 | -23,64 |

Tabell 5-10 - Unormalt finansresultat Bakkafrost 2010-2016T

5.5.4 Fordeling av skattekostnad

Til slutt må man fordele nettoresultatene etter skatt til de ulike kapitalene. I følge årsrapportene til Bakkafrost er selskapsskattesatsen på Færøyene 18%, og har vært det under hele analyseperioden. Det er heller ingen indikasjoner på at denne skal endres i fremtiden. Når vi i tillegg skal se på konkurrentene våre, som alle er norske, vil skattesatsen være varierende tilbake over i tid. I 2015 skiftet den norske skattesatsen seg fra 28% til 27%, og i 2016 er den på 26% (Regjeringen, 2016C). Videre er det en bestemmelse i fritaksmodellen som gjør inntekter fra aksjeinvesteringer skattefrie. Derfor har skattesatsen for finansinntekter vært på et lavere nivå enn selskapsskattesatsen (Knivsflå, 2016, F4, s.52). I den videre analysen vil vi forutsette at skatten for finansinntekter både på Færøyene og i Norge er lik selskapsskattesatsen. Dette vil nødvendigvis ikke gi helt riktig estimat, men gjøres på bakgrunn av manglende informasjon fra det færøyske skattesystemet (ikke underlagt det danske systemet) og om selskapene. Det vil si at vi forutsetter at finansinntektene til de norske selskapene kun inneholder renteinntekter, noe som vi begrunner med at aksjegevinster dukker ofte opp som andre poster i regnskapet.

Formelen for utregning av driftsskattesatsen (dss) er gitt under. Senere, når vi skal se fremover, benytter vi en gjennomsnittlig driftsskattesats ($ndss$). I tabell 5-12 ser vi den fordelte skattekostnaden for hvert år detaljert.

$$dss_t = \frac{SK_t - 0,18 * (FI_t + UFR_t) - 0,18 * FK_t}{DR_t + UDR_t}, \quad \text{hvor}$$

SK = Skattesats

dss = Driftsskattesats

| Driftsskattesats | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt (ndss) |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| Formel | 0,1532 | 0,1335 | 0,1627 | 0,1973 | 0,2809 | 0,1248 | 0,1752 | 0,1754 |

Tabell 5-11 - Driftsskattesats Bakkafrost 2010-2016T

| Fordeling av skattekostnad | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Normal driftsskattekostnad | 43,280 | 58,775 | 56,652 | 102,945 | 146,221 | 175,475 | 177,411 |
| Skatt på finansinntekt | 0,189 | 0,510 | 0,618 | 0,707 | 0,824 | 0,648 | 0,421 |
| Skatt på finanskostnad | -1,472 | -4,652 | -3,766 | -5,207 | -5,825 | -4,432 | -4,676 |
| Skatt på unormalt driftsresultat | 10,464 | 9,019 | 4,381 | 17,856 | 16,672 | -9,807 | -1,929 |
| Unormal skatt på normal driftsresultat | -5,460 | -14,045 | -4,080 | 12,843 | 87,948 | -50,600 | -0,130 |
| Skatt på unormalt finansresultat | 0,548 | -2,828 | 2,000 | 9,186 | 6,246 | 3,012 | -2,779 |
| Unormal skatt | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Rapportert skattekostnad | 47,548 | 46,779 | 55,806 | 138,33 | 252,086 | 114,296 | 168,318 |

Tabell 5-12 - Rapportert skattekostnad Bakkafrost 2010-2016T

5.6 Omgruppering av balansen

Knivsflå (2016, F5, s.3) foreslår å omgruppere balanseregnskapet på følgende måte:

1. Eventuell avsatt utbytte flyttes til egenkapital i stedet for kortsiktig gjeld
2. Skape et skille mellom drift og finans i totalbalansen
3. Gå fra totalkapital til sysselsatt kapital
4. Gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

5.6.1 Eventuell avsatt utbytte flyttes til egenkapital i stedet for kortsiktig gjeld

Rapporterer man etter NGRS vil foreslått utbytte bli regnskapsført som skyldig utbytte/kortsiktig gjeld. Etter investororienterte IFRS blir ikke foreslått utbytte klassifisert som gjeld, da eierne ikke kan stå i gjeld til seg selv. Det vil da bli omklassifisert til egenkapital ettersom det er penger som skal tilbake til eierne (Gjesdal, 2007, s.9). Følgelig er ikke dette relevant for Bakkafrost.

5.6.2 Skape et skille mellom drift og finans i totalbalansen

Som nevnt, et rapportert regnskap etter IFRS er mer kreditororientert enn investororientert. På samme måte som for resultatelementene er det hensiktsmessig å skille mellom hva som er drifts- og finansaktiviteter i balansen. Videre er det viktig at det er konsistens mellom resultatelementene og balansen, det vil si at de resultatstørrelsene som representerer driftsresultatet tilhører en eiendel som er klassifisert under drift. Første steg vil være å gå i gjennom og klassifisere balansepostene etter rekkefølge:

Eiendeler:

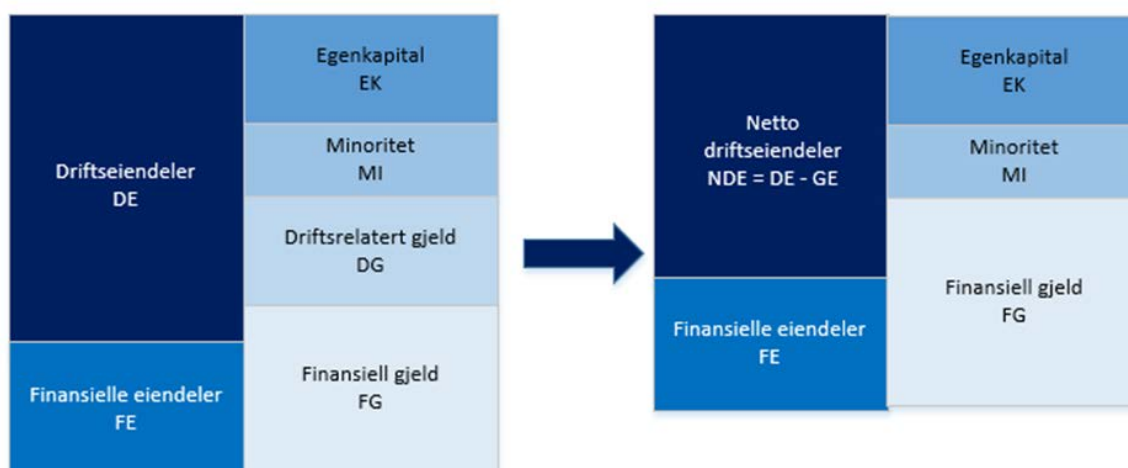
- 1) *Immaterielle eiendeler* består av rettigheter som for eksempel konsesjoner og Goodwill. Konsesjonene er vitale da de behøves for å kunne drive driften. Goodwill er relatert til tidligere oppkjøp av selskaper som i dag inngår i kjernevirksomheten til Bakkafrost. Andre immaterielle eiendeler er ikke spesifisert, men også de forutsettes å være driftsrelaterte.
- 2) *Varige driftsmiddel* er i sin helhet driftsrelatert.
- 3) *Investeringer i tilknyttede selskaper* vil bli sett på som driftsrelatert ettersom de opererer i samme bransje som Bakkafrost. I noten for posten «*Investering i aksjer og andeler*» er det opplyst om at de er tilgjengelig for salg og klassifiseres følgelig som driftsfremmed. Antar dermed at dette ikke er knyttet til drift. Det samme vil gjelde for andre langsiktige fordringer som ikke er spesifisert i notene.
- 4) *Biologiske eiendeler og råmateriale* er driftsrelaterte.
- 5) *Kundefordringer og andre kortsiktige fordringer* er driftsrelaterte. Sistnevnte er i forbindelse med derivater og kontrakter som skal sikre driften, og ikke spekulasjon.
- 6) *Bankinnskudd og kontantekvivalenter* kan både være driftsrelatert og driftsfremmed. Det behøves en viss andel likviditet for å drive en virksomhet, men likviditet utover dette vil være en plassering av kapital med avkastning. Ettersom det er vanskelig å skille mellom hva som er overskuddslikviditet og ikke, velges det her å forutsette hele posten som finansrelatert (Penman, 2013, s. 294). Dette selv om det mest optimale ville være å splitte opp posten.

Gjeld:

- 1) *Utsatt skatt* oppstår i hovedsak som følge av drift og klassifiseres som driftsrelatert gjeld. Det samme gjelder leverandørgjeld, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld.
- 2) *Langsiktig og kortsiktig rentebærende gjeld* renteberegnes, og blir klassifisert som finansaktiviteter.
- 3) *Derivater og realiserte tap/gevinst kontantstrømsikring* vil være driftsrelatert gjeld. Disse postene har som hensikt å sikre driften, og ikke til å spekulere i finansmarkedet.

5.6.3 Gå fra totalkapital til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital består av egenkapital og rentebærende gjeld. Med andre ord vil dette bety at det er kapital som er innhentet fra eierne og finansielle långivere. Den øvrige gjelden vil da bestå av driftsrelatert gjeld (Gjesdal, 2007, s. 8). Fordelen med omgrupperingen til sysselsatt vil være at man får et skille på hvor mye og hvem som skyter kapital inn i virksomheten. Under vises utregningen.



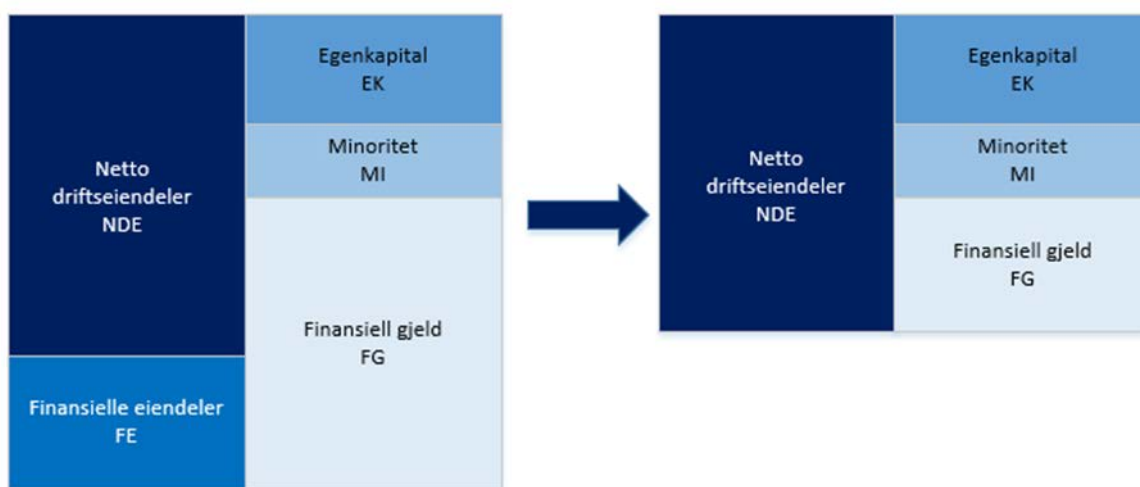
Figur 5-3 - Fra totalkapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2016, F5, s.56)

| SYSSELSATT KAPITAL | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|---|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Driftsrelatert anleggsmidler | 498,648 | 1232,113 | 1195,31 | 1325,082 | 1436,053 | 1931,953 | 2197,551 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | 120,009 | 256,023 | 258,441 | 385,814 | 530,942 | 478,35 | 559,458 |
| Netto driftsrelatert anleggsmidler | 378,639 | 976,09 | 936,869 | 939,268 | 905,111 | 1453,603 | 1638,093 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 656,101 | 1050,573 | 1348,211 | 1601,97 | 1595,191 | 1861,473 | 1945,338 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 83,039 | 151,047 | 217,61 | 275,984 | 262,945 | 413,995 | 412,706 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | 573,062 | 899,526 | 1130,601 | 1325,986 | 1332,246 | 1447,478 | 1532,632 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | 951,701 | 1875,616 | 2067,47 | 2265,254 | 2237,357 | 2901,081 | 3170,725 |
| Finansielle eiendeler | 29,907 | 19,088 | 27,39 | 185,174 | 431,689 | 126,96 | 199,8433 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | 981,608 | 1894,704 | 2094,86 | 2450,428 | 2669,046 | 3028,041 | 3370,568 |
| Egenkapital | 902,289 | 1026,454 | 1262,912 | 1665,277 | 2063,653 | 2580,482 | 2633,996 |
| Minoritetsinteresser | 0 | 34,557 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansiell gjeld | 79,318 | 833,693 | 831,948 | 785,151 | 605,393 | 447,559 | 736,572 |
| SYSSELSATT KAPITAL | 981,607 | 1894,704 | 2094,86 | 2450,428 | 2669,046 | 3028,041 | 3370,568 |

Tabell 5-13 - Sysselsatt kapital Bakkafrost 2010-2016T

5.6.4 Gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Den siste omgrupperingen er å gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Ved å gjøre det skiller man ut det som er investert i driften og ikke det som er investert i finansielle eiendeler. Sistnevnte kan i prinsippet sees på som eiendeler som ikke er nødvendige for virksomhetens daglige drift (Knivsflå, 2016, F5, s.51). Derfor vil det være fordelaktig å samle både de finansielle eiendelene og gjelden til én post - netto finansiell gjeld. Omgrupperingen er illustrert i figur 5-4 nedenfor.



Figur 5-4 - Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2016, F5, s. 56)

| NETTO DRIFTSKAPITAL | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|-------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Netto driftsrelaterte anleggsmidler | 378,639 | 976,090 | 936,869 | 939,268 | 905,111 | 1453,603 | 1638,093 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | 573,062 | 899,526 | 1130,601 | 1325,986 | 1332,246 | 1447,478 | 1532,632 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | 951,701 | 1875,616 | 2067,470 | 2265,254 | 2237,357 | 2901,081 | 3170,725 |
| Egenkapital | 902,289 | 1026,454 | 1262,912 | 1665,277 | 2063,653 | 2580,482 | 2633,996 |
| Minoritetsinteresser | 0 | 34,557 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Netto finansiell gjeld | 49,411 | 814,605 | 804,558 | 599,977 | 173,704 | 320,599 | 536,729 |
| NETTO DRIFTSKAPITAL | 951,700 | 1875,616 | 2067,470 | 2265,254 | 2237,357 | 2901,081 | 3170,725 |

Tabell 5-14 - Netto driftskapital Bakkafrost 2010-2016T

5.7 Analyse og justering av målefeil

Som nevnt, er hensikten ved å utføre en regnskapsanalyse og avdekke de underliggende økonomiske forholdene. Det kan finnes avvik mellom de egentlige forholdene og de rapporterte, selv om regnskapet er basert på visse regler. Når det kommer til analyse og justering

av målefeil finnes det to syn. Penman (2013) mener at kostnadene ved å gjennomføre dette er større enn nytten, og mener derfor at informasjonen man tilegner seg direkte fra regnskapet er tilstrekkelig for et verdsettelsesformål. Videre begrunnes det ved at å manipulere regnskapet uten å ha direkte innsikt i selskapets forhold, kan føre til større skjevheter og ekstra støy ved å justere feilaktig. «Tilhengerne» av justeringer, og særlig Palepu, Hall, Peek (2013), mener at regnskapsdata ikke nødvendigvis reflekterer de sanne økonomiske forholdene. Videre kan dette gi et feil bilde av lønnsomheten i en bedrift.

I følge Knivsflå (2016, F6, s.42) skiller vi gjerne mellom tre typer målefeil; Den første målefeilen blir regnet som en «god» feil. Dette er et resultat av avviket mellom verdibasert regnskapsføring og historisk kost. Denne feilen vil da gi en gunstig innsikt, ettersom avviket vil måle superrentabiliteten og videre den strategiske fordelene. Den andre feilen vil eventuelt føre til støy i rentabilitetsmålingen. Årsaken til denne feilen vil være fordi gjeldende rammeverk gir tillatelse til bokføring, som avviker fra historisk kost. Videre kan dette føre til manglende balanseføring eller feilperiodisering. Den siste målefeilen omhandler kreativ regnskapsføring/manipulasjon av regnskapet. Oppsummert, ønsker vi å justere for type 2 og 3. Det vil være nærliggende å tro at børsnoterte selskaper sine regnskap blir grundig revidert, og at vi kan utelukke å justere for feil grunnet manipulasjon. Imidlertid vil vi i vår analyse se nærmere på målefeil av type 2, ettersom selskapene i stor grad benytter virkelig verdi som følge av IFRS-rapportering. Mer spesifikt vil vi se på problemet rundt manglende balanseføring og justere netto driftseiendeler mot historisk kost.

Det kan tenkes at det finnes flere potensielle justeringer enn hva vi korrigerer for i denne analysen. Dette kan for eksempel gjelde pensjonsforpliktelser og FoU. Skal vi ta hensyn til både omfanget av denne analysen og tilgjengelig informasjon i regnskapsnoter, velger vi kun å se på biologiske eiendeler, som også trolig er mest utslagsgivende.

5.7.1 Verdiendring biologiske eiendeler

Som tidligere påpekt, blir verdiendring av biologiske eiendeler behandlet av IAS 41. Dette innebærer at eiendelene skal bokføres etter virkelig verdi, noe som fører til at Bakkafrost og de andre markedsaktørene må justere for markedsverdi på balansedagen. En justering av denne posten vil bli gjennomført ved å føre den tilbake til historisk kost prinsippet. I følge standarden skal all fisk under 1kg måles etter historisk kost, mens fisk mellom 1-4 kilo måles etter virkelig

verdi i forhold til hvor den er i vekstsyklusen (Strandberg og Sellæg, 2014, s. 120:127). Dette kan føre til at rentebalitetmålingen blir problematisk, ettersom verdimålingen påvirker både driftsresultatet og eiendelene til selskapene. Følgende vil dette være en målefeil type 2, og blir under justeringen reversert.

Under omgrupperingen betraktet vi posten som unormal, og derav fører vi justeringen mot unormalt driftsresultat. Ettersom lakseprisen er en volatil størrelse, vil ikke nødvendigvis verdimålingen på tidspunktet for verdsettelsen stemme overens med hva den blir solgt for. Det kan da tenkes at måling etter historisk kost gir et mer rettvisende bilde, med tanke på både lønnsomhet og kapital. Videre kan det tenkes at verdimålingen er preget av subjektive innslag og faktorer som ikke er observerbare for andre enn de internt i virksomheten, selv om det finnes et rammeverk og en metodikk for behandling av en slik type post (Strandberg og Sellæg, 2014, s. 121). Tilsvarende justeringer er gjort for de komparative bedriftene for å danne et mest mulig konsistent grunnlag.

5.7.2 Justering av målefeil

| Justering resultat | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Normalt nettoresultat til egenkapital | 198,174 | 257,453 | 245,606 | 487,349 | 663,926 | 814,627 | 824,581 |
| Unormalt netto driftsresultat ujustert | 101,984 | 72,600 | 28,254 | -29,428 | -79,222 | -26,414 | -358,502 |
| Virkelig verdijustering | -83,926 | 44,755 | -95,013 | -115,352 | 11,547 | 27,577 | -78,266 |
| Herav utsatt skatt (ndss -> 17,37 %) | 14,579 | -7,774 | 16,505 | 20,038 | -2,006 | -4,790 | 13,595 |
| Unormalt finansresultat | 2,496 | -12,883 | 9,111 | 41,849 | 28,455 | 13,724 | -12,659 |
| Fullstendig nettoresultat | 233,307 | 354,151 | 204,463 | 404,456 | 622,700 | 824,723 | 388,749 |
| Netto betalt utbytte | 210,747 | -193,005 | -46,513 | -97,602 | -214,766 | -285,107 | -399,906 |
| Endring i egenkapital | 444,054 | 161,146 | 157,950 | 306,854 | 407,934 | 539,616 | -11,157 |

Tabell 5-15 – Justeringseffekt av målefeil i resultatregnskap Bakkafrost 2010-2016T

| Justering balanse | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Balanseført verdi | 482,091 | 700,336 | 746,958 | 965,896 | 1013,959 | 1060,273 | 1036,553 |
| Tilbakeføring virkelig verdijustering | -130,792 | -86,037 | -181,05 | -296,402 | -284,855 | -257,278 | -335,544 |
| Herav utsatt skatt | 22,71965 | 14,94533 | 31,44987373 | 51,48746 | 49,48166 | 44,6913 | 58,28675 |
| Justert balanseført verdi | 374,0186 | 629,2443 | 597,3578737 | 720,9815 | 778,5857 | 847,6863 | 759,2958 |
| Netto driftseiendeler ujustert | 951,701 | 1875,616 | 2067,47 | 2265,254 | 2237,357 | 2901,081 | 3170,725 |
| Netto justering biologiske eiendeler | -108,0724 | -71,0917 | -149,6001263 | -244,915 | -235,373 | -212,587 | -277,257 |
| Netto driftseiendeler justert | 843,6286 | 1804,524 | 1917,869874 | 2020,339 | 2001,984 | 2688,494 | 2893,467 |
| Egenkapital | 902,289 | 1026,454 | 1262,912 | 1665,277 | 2063,653 | 2580,482 | 2633,996 |
| Tilbakeføring netto verdijustering | -108,0724 | -71,0917 | -149,6001263 | -244,915 | -235,373 | -212,587 | -277,257 |
| Justert egenkapital | 794,2166 | 955,3623 | 1113,311874 | 1420,362 | 1828,28 | 2367,895 | 2356,739 |
| Minoritet | 0 | 34,557 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Netto finansiell gjeld | 49,411 | 814,605 | 804,558 | 599,977 | 173,704 | 320,599 | 536,7287 |
| Netto driftskapital justert | 843,6276 | 1804,524 | 1917,869874 | 2020,339 | 2001,984 | 2688,494 | 2893,467 |

Tabell 5-16 - Justeringseffekt av målefeil i balanseoppstilling Bakkafrost 2010-2016T

5.8 Omgruppert og justert resultat- og balanseregnskap

Under presenteres det omgrupperte og justerte resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapital.

OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP 2010-2016T

| Omgruppert og justert resultatregnskap | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Driftsinntekter | 820,212 | 1321,092 | 1855,544 | 2491,081 | 2683,319 | 2850,363 | 3417,344 |
| Varekjøp | -301,446 | -450,815 | -835,494 | -1064,67 | -913,13 | -1201,21 | -1283,04 |
| Endr. i behold. av varer u. tilvirk. og ferd. tilvirk. varer | 75,501 | 19,796 | 75,99 | 81,924 | 96,56 | 424,143 | 54,17293 |
| Lønnskostnader | -118,409 | -168,144 | -210,115 | -232,871 | -263,897 | -281,085 | -311,887 |
| Andre driftskostnader | -186,813 | -319,458 | -482,641 | -601,799 | -671,908 | -683,532 | -747,141 |
| Avskrivninger | -42,257 | -67,325 | -80,244 | -86,659 | -97,169 | -108,098 | -117,827 |
| Driftsresultat av egen virksomhet | 246,788 | 335,146 | 323,04 | 587,01 | 833,775 | 1000,583 | 1011,625 |
| Driftsrelatert skattekostnad | -43,2798 | -58,7754 | -56,6522947 | -102,945 | -146,221 | -175,475 | -177,411 |
| Netto driftsresultat av egen virksomhet | 203,5082 | 276,3706 | 266,3877053 | 484,0647 | 687,5539 | 825,1084 | 834,2137 |
| Netto driftsresultat fra tilknyttede virksomheter | 0,512 | -2,021 | -6,442 | 23,788 | -0,845 | 6,757 | 9,752 |
| Netto driftsresultat | 204,0202 | 274,3496 | 259,9457053 | 507,8527 | 686,7089 | 831,8654 | 843,9657 |
| Netto finansinntekt | 0,86182 | 2,3247 | 2,81752 | 3,2185 | 3,7515 | 2,95118 | 1,91716 |
| Nettoresultat til sysselsatt kapital | 204,882 | 276,6743 | 262,7632253 | 511,0712 | 690,4604 | 834,8166 | 845,8829 |
| Netto finanskostnad | -6,7076 | -21,1921 | -17,15768 | -23,7218 | -26,5344 | -20,19 | -21,302 |
| Netto minoritetsresultat | 0 | 1,971 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Normal nettoresultat til egenkapital | 198,1744 | 257,4533 | 245,6055453 | 487,3494 | 663,926 | 814,6265 | 824,5809 |
| Unormalt netto driftsresultat | 32,637 | 109,580 | -50,254 | -124,742 | -69,681 | -3,627 | -423,173 |
| Unormalt netto finansresultat | 2,49608 | -12,883 | 9,11102 | 41,8487 | 28,45482 | 13,72352 | -12,6592 |
| Unormalt netto minoritetsresultat | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fullstendig nettoresultat til egenkapital | 233,307 | 354,151 | 204,463 | 404,456 | 622,700 | 824,723 | 388,749 |
| Netto betalt utbytte | 210,747 | -193,005 | -46,513 | -97,602 | -214,766 | -285,107 | -399,906 |
| Endring i egenkapital | 444,054 | 161,146 | 157,950 | 306,854 | 407,934 | 539,616 | -11,157 |

Tabell 5-17 - Omgruppert og justert resultatregnskap Bakkafrost 2010-2016T

OMGRUPPERT OG JUSTERT SYSSELSATT KAPITAL-BALANSE 2010-2016T

| SYSSELSATT KAPITAL | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|---|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Driftsrelatert anleggsmidler | 498,648 | 1232,113 | 1195,310 | 1325,082 | 1436,053 | 1931,953 | 2197,551 |
| Langsiktig driftsrelatert gjeld | 120,009 | 256,023 | 258,441 | 385,814 | 530,942 | 478,350 | 559,458 |
| Netto driftsrelatert anleggsmidler | 378,639 | 976,090 | 936,869 | 939,268 | 905,111 | 1453,603 | 1638,093 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 548,029 | 979,481 | 1198,611 | 1357,055 | 1359,818 | 1648,886 | 1668,081 |
| Kortsiktig driftsrelatert gjeld | 83,039 | 151,047 | 217,610 | 275,984 | 262,945 | 413,995 | 412,706 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | 464,990 | 828,434 | 981,001 | 1081,071 | 1096,873 | 1234,891 | 1255,375 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | 843,629 | 1804,524 | 1917,870 | 2020,339 | 2001,984 | 2688,494 | 2893,467 |
| Finansielle eiendeler | 29,907 | 19,088 | 27,390 | 185,174 | 431,689 | 126,960 | 199,843 |
| SYSSELSATTE EIENDELER | 873,536 | 1823,612 | 1945,260 | 2205,513 | 2433,673 | 2815,454 | 3093,311 |
| Egenkapital | 794,217 | 955,362 | 1113,312 | 1420,362 | 1828,280 | 2367,895 | 2356,739 |
| Minoritetsinteresser | 0,000 | 34,557 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Finansiell gjeld | 79,318 | 833,693 | 831,948 | 785,151 | 605,393 | 447,559 | 736,572 |
| SYSSELSATT KAPITAL | 873,535 | 1823,612 | 1945,260 | 2205,513 | 2433,673 | 2815,454 | 3093,311 |

Tabell 5-18 - Omgruppert og justert sysselsatt kapital Bakkafrost 2010-2016T

OMGRUPPERT OG JUSTER NETTO DRIFTSKAPITAL-BALANSE 2010-2016T

| NETTO DRIFTSKAPITAL | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|-------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Netto driftsrelaterte anleggsmidler | 378,639 | 976,090 | 936,869 | 939,268 | 905,111 | 1453,603 | 1638,093 |
| Driftsrelatert arbeidskapital | 464,990 | 828,434 | 981,001 | 1081,071 | 1096,873 | 1234,891 | 1255,375 |
| NETTO DRIFTSEIENDELER | 843,629 | 1804,524 | 1917,870 | 2020,339 | 2001,984 | 2688,494 | 2893,467 |
| Egenkapital | 794,217 | 955,362 | 1113,312 | 1420,362 | 1828,280 | 2367,895 | 2356,739 |
| Minoritetsinteresser | 0,000 | 34,557 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Netto finansiell gjeld | 49,411 | 814,605 | 804,558 | 599,977 | 173,704 | 320,599 | 536,729 |
| NETTO DRIFTSKAPITAL | 843,628 | 1804,524 | 1917,870 | 2020,339 | 2001,984 | 2688,494 | 2893,467 |

Tabell 5-19 - Omgruppert og justert netto driftskapital Bakkafrost 2010-2016T

JUSTERT ENDRING EGENKAPITAL BAKKAFROST 2010-2016T

| Endring egenkapital | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|----------------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Inngående EK | 350,163 | 794,217 | 955,362 | 1113,312 | 1420,362 | 1828,280 | 2367,895 |
| FNR | 233,307 | 354,151 | 204,463 | 404,456 | 622,700 | 824,723 | 388,749 |
| NBU | 210,747 | -193,005 | -46,513 | -97,602 | -214,766 | -285,107 | -399,906 |
| Utgående EK | 794,217 | 955,362 | 1113,312 | 1420,362 | 1828,280 | 2367,895 | 2356,739 |

Tabell 5-20 - Justert endring i egenkapital Bakkafrost 2010-2016T

6 Analyse av risiko

Bakgrunnen for denne type analyse er at kredittrisiko gjenspeiler den selskapsesifikke risikoen kreditor står ovenfor. I en analyse av risiko vil det både bli gjennomført en analyse av kortsiktig og langsiktig kredittrisiko for Bakkafrøst og bransjen. Under de to typene, analyseres henholdsvis likviditetssituasjonen og soliditeten ved hjelp av flere nøkkeltall. Deretter oppsummeres innsikten analysene gir, i form av en syntetisk rating. Denne og forholdstallene hjelper med å fastsette sannsynligheten for konkurs, samt tapsprosenten kreditor står ovenfor og følgelig er interessert i (Knivsflå, 2016, F8, s.27)

I vår analyse vil de normaliserte tallene benyttes. Samtidig benyttes de justerte størrelsene, noe som vil være fordelaktig for en konkursprediksjon. Da vil de biologiske eiendelene bli fastsatt etter historisk kost, noe som samsvarer med kreditors ønske om forsiktig regnskapsføring (Knivsflå, F8, 2016, s. 36).

6.1 Likviditetsanalyse

Når man foretar en likviditetsanalyse, prøver man å finne forhold om bedriftenes betalingsevne. Mer presist angir den om den løpende driften har nok likvide midler til å betale sine forpliktelser ved forfall. Hvis ikke kan risikoen for konkurs øke (Kristoffersen, 2012, s. 491). I analysen er likviditetsgrad 1 og 2, rentedekningsgrad og gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm benyttet. Dette betyr at vi ser på forhold knyttet til resultatet, balansen og kontantstrøm.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Forholdstallet LG1 ser på relasjonen mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det forteller noe om hvorvidt selskapets mest likvide midler kan dekke de forpliktelsene som har forfall innen ett år.

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

Hvis man for eksempel har en ratio under 1, betyr det at virksomheten har større forpliktelser å nedbetale det neste året enn hva de har tilgang på likvide eiendeler. Det er ingen eksakt

indikasjon på hvor stort forholdstallet bør være, men en tommelfingerregel vil være at den ligger på minimum 2. I tillegg bør man se det i forbindelse med hvilken bransje man tilhører, snittet i bransjen og hvordan utviklingen har vært over tid (Damodaran, 2012, s. 49).

Av figur 6-1 kan man se at Bakkafrost har hatt et høyere forholdstall enn bransjen over hele perioden, noe som vil tilsi at de isolert sett har en likviditetsfordel ovenfor bransjen. De tidsvektede snittene ligger henholdsvis på 4,34 og 2,42. Videre kan man se at trenden er stabil med lite svingninger. I følge tommelfingerregelen ligger både Bakkafrost og bransjen godt over det anbefalte nivået. Selv om bransjen har en likviditetsulempe i forhold til Bakkafrost, virker det ikke som at den befinner seg i en presset likviditetssituasjon.



Figur 6-1 - Likviditetsgrad 1 2011-2016T

Man bør være kritisk til forholdstallet selv om det er mye brukt i litteraturen. For noen bransjer kan det skape et feilaktig bilde av likviditeten, og særlig der hvor omløpshastigheten på omløpsmidlene ikke samsvarer med omløpshastigheten på den kortsiktige gjelden. (Palepu, Healey & Peek, 2013, s. 196). I oppdrettsbransjen vil de biologiske eiendelene binde opp store deler av omløpsmidlene. Omløpshastigheten vil på sin side være lav ettersom verdikjeden for en laks kan strekke seg over flere år. Det kan derfor diskuteres hvor likvide omløpsmidlene egentlig er, og hvorvidt man overvurderer betalingsevnen eller ikke. Følgelig bør man være forsiktig mot å måle hele bransjen opp imot en tommelfingerregel. På den andre siden har vi i analysen justert de biologiske eiendelene fra virkelig verdi til historisk kost. Forholdstallene ville mest sannsynlig vært større om denne justeringen ikke var foretatt.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

I vår analyse skiller vi mellom to typer av dette forholdstallet, en tradisjonell og en utradisjonell. Den tradisjonelle kalles også for «Quick ratio» eller «Acid test». Damodaran (2012, s. 49) definerer denne som omløpsmidlene fratrukket varelageret i forhold til kortsiktig gjeld. Videre foreslås det en tommelfingerregel på minimum 1, noe som også er tilfellet i Knivsflå (2016, F8, s. 45) sin utradisjonelle tolkning av forholdstallet. Der ser man på de finansielle omløpsmidlene i forhold til den kortsiktige gjelden. I likhet med likviditetsgrad 1, må man her se på andre faktorer når det vurderes ut ifra dette måltallet.

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

$$\text{Likviditetsgrad 2 (utrad.)} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Vurderer vi de opp imot hverandre, ser vi at den tradisjonelle gir høyere og mer tilfredsstillende tall enn hva den utradisjonelle gjør, med tanke på tommelfingerregelen på minimum 1. Årsaken til at den tradisjonelle er høyere vil være fordi denne inkluderer en større del av virksomhetenes omløpsmidler. De tidsvektede snittene for denne ligger på 1,06 for Bakkafrøst og 1,10 for bransjen. Det tidsvektede snittet for den utradisjonelle ligger henholdsvis på 0,47 og 0,48.

Dette gir følgelig en marginal likviditetsulempe for Bakkafrøst relativt til bransjen. Selskapet har gått fra en større differanse i måltallene tidlig i analyseperioden, til å bli mer lik bransjen de siste årene. Årsaken til de lave tallene tidlig i analyseperioden er trolig på grunn av sammenslåingene som fant sted. Oppkjøp og implementering av nye selskaper vil være kostbart og mest sannsynlig påvirke likviditeten til et selskap.



Figur 6-2 - Likviditetsgrad 2 tradisjonell 2011-2016T



Figur 6-3 - Likviditetsgrad 2 utradisjonell 2011-2016T

I tillegg kan vi se en stor økning i den utradisjonelle i 2013-14. Dette kan relateres til at kontantekvivalenter økte betraktelig. Dette kan virke naturlig etter en periode med sammenslåinger. Investeringsprosjektet som omfatter de siste par årene kan ha bidratt til at de har blitt redusert igjen. Etersom de finansielle omløpsmidlene kun inneholder kontantekvivalenter for Bakkafrost, ligner den utradisjonelle tolkingen på likviditetsgrad 3.⁴ Videre er tommelfingerregelen på denne minimum 0,33. For Bakkafrost vil vi ta dette med videre i betraktningen. For den øvrige bransjen inneholder de finansielle omløpsmidlene for det meste kontantekvivalenter, men også andre poster.

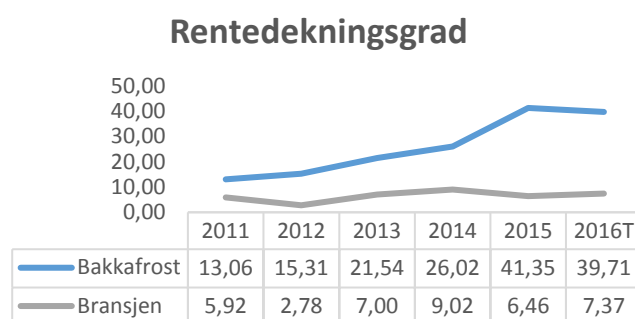
6.1.3 Rentedekningsgrad

Desto høyere rentedekningsgraden er, jo større evne har man til å dekke finanskostnader ved hjelp av nettoresultatet fra sysselsatt kapital (Damodaran, 2012, s. 50). Finanskostnader vil være rentene knyttet til den finansielle gjelden. En tommelfingerregel for dette nøkkeltallet vil være minimum 2, men her må man ta hensyn til rentenivået. Med dagens lave renter bør man kanskje justere opp minimumskravet (Lederkilden, 2016B). Knivsflå (2016, F8, s.53) påpeker at et problem med forholdstallet vil være at man ikke ser på avdragene knyttet til den finansielle gjelden, og selskap med god rentedekningsgrad kan ha problemer med å betjene disse.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

⁴ Likviditetsgrad 3 = Bankbeholdning + kassebeholdning/Kortsiktig gjeld

I figur 6-4 ser vi at forholdstallet til Bakkafrost har økt drastisk de siste årene, mens bransjen har hatt en mer eller mindre stabil trend. De tidsvektede snittene ligger henholdsvis på 30,88 og 6,88. Finanskostnadene til alle selskapene har vært relativt stabile, derfor vil eventuelle svingninger skyldes endring i driftsresultatet og gjerne i sammenheng med den volatile lakseprisen. Dette gjelder forøvrig bransjen i størst grad. Bakkafrost har i samme periode blant annet vært mer kostnadseffektive etter kjøpet av P/F Havsbrun. Likevel kan man se at netto sysselkapital har klart å dekke finanskostnadene alle årene med god margin for hele bransjen. Derfor vil det være nærliggende å tro at selskapene heller ikke har problemer med å betjene avdragene knyttet til den finansielle gjelden.



Figur 6-4 – Rentedekningsgrad 2011-2016T

6.1.4 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

For å se om selskapet generer nok kontanter til å dekke de løpende betalingsforpliktelsene kan man se på forholdet mellom fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm fra finansiell gjeld (Knivsfå, 2016, F8, s.55). Formelen for å undersøke dette er vist under.

$$Gjeldsdekning = \frac{Fri\ KS\ drift + Fri\ KS\ finansielle\ eiendeler}{Netto\ finanskostnad - endring\ finansiell\ gjeld}$$

For at forholdstallet skal gi mening må driften betale tilbake gjeld, altså må nevner i brøken være positiv. Nedenfor vises den omgrupperte kontantstrømmen. Den rapporterte kontantstrømmen er på lik linje med de andre rapporterte regnskapstallene kreditorientert. For å gjøre den mer investororientert har vi benyttet Knivsfå (2016, F8, s. 58) sitt oppsett. Som vi kan se av tabellen er netto finanskostnad større en endringen i finansiell gjeld kun i årene 2013

til 2015. På bakgrunn av dette vil ikke forholdstallet vektlegges, men kontantstrømmen gir likevel innsikt i likviditetssituasjonen til selskapet.

| Bakkafrost | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T |
|--|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Netto driftsresultat | 274,350 | 259,946 | 507,853 | 686,709 | 831,865 | 843,966 |
| Unormalt netto driftsresultat | 72,600 | 28,254 | -29,428 | -79,222 | -26,414 | -358,502 |
| Endring (økn.) i netto driftseiendeler | -923,916 | -191,854 | -197,784 | 27,897 | -663,724 | -269,644 |
| Fri KS fra drift | -576,967 | 96,346 | 280,641 | 635,384 | 141,727 | 215,820 |
| Netto finansinntekt | 2,325 | 2,818 | 3,219 | 3,752 | 2,951 | 1,917 |
| Unormal netto finansresultat | -12,883 | 9,111 | 41,849 | 28,455 | 13,724 | -12,659 |
| Endring i finansielle eiendeler | 10,819 | -8,302 | -157,784 | -246,515 | 304,729 | -72,883 |
| Fri KS til sysselsatt kapital | -576,706 | 99,973 | 167,924 | 421,075 | 463,131 | 132,195 |
| Netto finanskostnad | -21,192 | -17,158 | -23,722 | -26,534 | -20,190 | -21,302 |
| Endring i finansiell gjeld | 754,375 | -1,745 | -46,797 | -179,758 | -157,834 | 289,013 |
| Netto minoritetsresultat | 1,971 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Unormalt netto minoritetsresultat | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Endringer i minoritetsinteresser | 34,557 | -34,557 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fri KS til egenkapital | 193,005 | 46,513 | 97,405 | 214,783 | 285,107 | 399,906 |

Tabell 6-1 - Omgruppert kontantstrøm Bakkafrost 2011-2016T

Av tabell 6-1 ser man at kontanter skapes år for år gjennom driften og sysselsatt kapital, med unntak av 2011. Dette året er preget av oppkjøpet av P/F Havsbrun og investeringene er delvis finansiert med gjeld. Samlet sett er dette en positiv indikasjon for likviditeten. Fri kontantstrøm til egenkapital er positiv i alle årene, noe som vil indikere at selskapet utbetaler netto utbytte hvert år. Dette vil også være et positivt element for likviditetssituasjonen.

6.2 Soliditetsanalyse

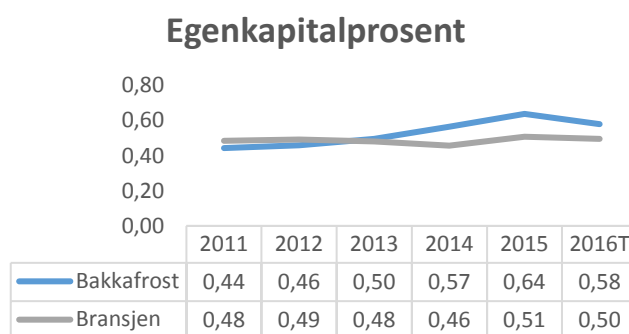
Soliditet er nært knyttet til finansiering og sier noe om en bedrifts evne til å tåle tap over lengre tid. Den blir ofte analysert ved å se på størrelsen av egenkapitalen i forhold til samlet kapital i bedriften, ettersom egenkapitalen vil utgjøre en buffer (Kristoffersen 2012, s. 488). Egenkapitalprosent, finansieringsstruktur og netto driftsrentabilitet vil bli analysert i den forbindelse.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalandelen viser prosentandelen av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og forteller samtidig hvor mye bedriftene kan tape før gjelden også blir påført et tap. Desto større

forholdstallet er, jo bedre er soliditeten (Kristoffersen 2012, s.489). Knivsflå (2016, F8, s.70) inkluderer også minoritetsinteresser i beregningen når man ser på konsernnivå. Gjennomsnittlig egenkapital på Oslo Børs ligger omtrent på 38 % (SSB, 2016).

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



Figur 6-5 – Egenkapitalprosent 2011-2016T

Vi ser av figur 6-5 at etter 2012 har Bakkafrost en høyere egenkapitalprosent enn bransjen. Tidsvektet snitt er henholdsvis 56% og 49%. Bakkafrost kan dermed sies å ha en tilfredsstillende egenkapitalandel. Det vil være nærliggende å tro at bransjen, som er syklisk, fokuserer på viktigheten av å besitte et buffer mot eventuelle, fremtidige tap. I den siste tidens økonomiske klima, med lavere renter, har bransjen fortsatt en høy og stabil egenkapitalandel. Dette ansees som positivt for en typisk kapitalintensiv bransje som oppdrettsnæringen. Sammenligner man prosentandelene opp imot Oslo Børs, er tallene gode. Dette gjelder selv om vi har justert de biologiske eiendelene mot historisk kost som resulterer i en lavere egenkapital.

6.2.2 Kapitalstruktur

For å kunne si noe mer om risikoen knyttet til Bakkafrost og bransjen sin finansiering, foretas en statisk finansieringsanalyse på et gitt tidspunkt. Rammeverket for analysen er hentet fra Knivsflå (2016, F8, s. 74), hvor kortsiktig gjeld er den mest risikable finansieringsmåten, mens egenkapital er den minst risikable. Desto raskere kurven når bunnen, jo mindre risikabel og mer solid vil finansieringen være. Balansetallene er per 30/06/16.

| Bakkafrost (absolutte tall) | EK | LDG | LFG | KDG | KFG | Totale eiendeler |
|-------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------|------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 2197,551 | | | | | 2197,551 |
| Finansielle anleggsmidler | 26,113 | | | | | 26,113 |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 133,075 | 559,458 | 736,572 | 238,976 | | 1668,081 |
| Finansielle omløpsmidler | | | | 173,73 | | 173,730 |
| Totalkapital | 2356,739 | 559,458 | 736,572 | 412,706 | 0 | 4065,475 |

Tabell 6-2 - Kapitalstruktur (absolutte tall) Bakkafrost 30.06.16

| Bakkafrost (prosentvis) | EK | LDG | LFG | KDG | KFG | Totale eiendeler |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 100,0 % | | | | | 54,1 % |
| Finansielle anleggsmidler | 100,0 % | | | | | 0,6 % |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | 8,0 % | 33,5 % | 44,2 % | 14,3 % | | 41,0 % |
| Finansielle omløpsmidler | | | | 100,0 % | | 4,3 % |
| Totalkapital | 58,0 % | 13,8 % | 18,1 % | 10,2 % | 0,0 % | 100,0 % |

Tabell 6-3 - Kapitalstruktur (prosentvis) Bakkafrost 30.06.16

Av tabellen fremkommer det at Bakkafrost finansierer både de driftsrelaterte og de finansielle anleggsmidlene sine fullt og helt ut med egenkapital. Når det gjelder de driftsrelaterte omløpsmidlene er det kun 14% som er finansiert kortsiktig. Ut i fra analysen kan det virke som at Bakkafrost har en solid finansieringsstruktur per 30/06/16.

| Bransje (prosentvis) | EK | MI | LDG | LFG | KDG | KFG | Totale eiendeler |
|-------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|------------------|
| Driftsrelaterte anleggsmidler | 76,6 % | 17,4 % | 6,0 % | | | | 52,9 % |
| Finansielle anleggsmidler | | | 100,0 % | | | | 0,4 % |
| Driftsrelaterte omløpsmidler | | | 26,4 % | 51,6 % | 22,0 % | | 39,5 % |
| Finansielle omløpsmidler | | | | | 70,1 % | 29,9 % | 7,2 % |
| Totalkapital | 40,5 % | 9,2 % | 14,0 % | 20,4 % | 13,8 % | 2,2 % | 100,0 % |

Tabell 6-4 - Kapitalstruktur (prosentvis) bransje 30.06.16

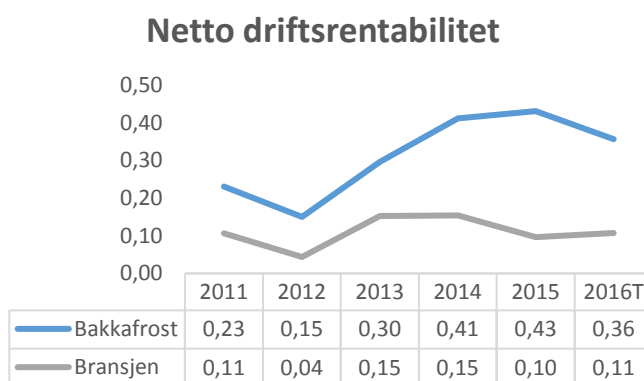
Sammenligner vi Bakkafrost med bransjen ser vi at bransjen nesten klarer å finansiere anleggsmidlene gjennom egenkapital og minoritet. Videre dekker de omløpsmidlene med mer finansiell gjeld enn hva som er tilfelle for Bakkafrost. Spesielt den kortsiktige finansielle gjelden øker risikoen for bransjen relativt til Bakkafrost, i tillegg til å gi høyere kapitalkostnader. I følge matrisen så har Bakkafrost en mer solid finansieringsstruktur enn bransjen.

6.2.3 Netto driftsrentabilitet

En svak lønnsomhet over tid vil kunne svekke egenkapitalbufferen, og følgelig virksomhetens evne til å stå imot tap på sikt (Knivsflå, 2016, F8, s.72). Derfor inkluderes dette måltallet i den syntetiske ratingen. Lønnsomhetsavkastningen i analysen måles som netto driftsresultat i forhold til gjennomsnittlig netto driftseiendeler på etterskuddsbasis (Penman, 2013, s.318). Vi tar her utgangspunkt i normaliserte tall, det vil si at unormale poster ikke blir inkludert. Knivsflå (2016, F8, s. 9) argumenterer at dette er mest beleilig når man skal predikere konkurssannsynlighet, men det kan føre til at rentabiliteten isolert sett blir overvurdert. For ordens skyld vil forholdstallet bli videre utdypet i delkapittel 8.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftseiendeler}_{t-1} + \frac{\Delta NDE - NDR_t}{2}}$$

Av figur 6-6 fremkommer det at Bakkafrost oppnår en god del høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen hvert år i analyseperioden. De tidsvektede snittene er henholdsvis 0,35 og 0,11. Bransjen vil være den beste målestokken for Bakkafrost, ettersom måltallet vil variere stort innenfor ulike bransjer. Videre forsterker figuren at bransjen er syklisk, hvor lønnsomhet vil være ganske avhengig av laksepris. Derfor vil det oppstå svingninger i trenden for hele bransjen. For eksempel kan bunnivået i 2012 forklares av en relativ lav laksepris det samme året. For Bakkafrost sin del, indikerer forholdstallet på at det ikke vil være noen særlige bekymringer rundt soliditeten til selskapet.



Figur 6-6 - Netto driftsrentabilitet 2011-2016T

6.2.4 Syntetisk rating

Ved å benytte både likviditets- og soliditetsanalysen fastsettes en bokstavkarakter på Bakkafrost kredittrisiko, en såkalt syntetisk rating. Rammeverket er hentet fra Knivsflå (2016, F8, s. 83), som har tatt utgangspunkt i kredittrating-rammeverket til «Standard & Poors'». For hvert nøkkeltall som blir vurdert, får man en karakter som skal gjenspeile sannsynligheten for konkurs innen ett år. I tillegg er noen av bokstavene fastsatt med positive/negative fortegn for å skape et mer detaljert bilde av ratingen.

| Rating | LG 1 | RDG | EKP | NDR |
|--------|------|--------|-------|--------|
| AAA | 11,6 | 16,9 | 0,94 | 0,35 |
| | 8,9 | 11,6 | 0,895 | 0,308 |
| AA | 6,2 | 6,3 | 0,85 | 0,266 |
| | 4,6 | 4,825 | 0,755 | 0,216 |
| A | 3 | 3,35 | 0,66 | 0,166 |
| | 2,35 | 2,755 | 0,55 | 0,131 |
| BBB | 1,7 | 2,16 | 0,44 | 0,096 |
| | 1,45 | 1,69 | 0,38 | 0,082 |
| BB | 1,2 | 1,22 | 0,32 | 0,068 |
| | 1,05 | 1,06 | 0,27 | 0,054 |
| B | 0,9 | 0,9 | 0,22 | 0,04 |
| | 0,75 | 0,485 | 0,175 | 0,026 |
| CCC | 0,6 | 0,07 | 0,13 | 0,012 |
| | 0,55 | -0,345 | 0,105 | -0,002 |
| CC | 0,5 | -0,76 | 0,08 | -0,016 |
| | 0,45 | -1,17 | 0,03 | -0,03 |
| C | 0,4 | -1,58 | -0,02 | -0,044 |
| | 0,35 | -1,995 | -0,1 | -0,058 |
| D | 0,3 | -2,41 | -0,18 | -0,072 |

Figur 6-7 - Syntetisk rating (Knivsflå, 2016, F8, s.86)

Tidsvektet gjennomsnitt for Bakkafrost er kredittratingen AA. Dette vil ifølge Knivsflå (2016, F8, s.81) gi en konkurssannsynlighet på 0,002%. For bransjen sin del, så vil sannsynligheten være 0,008%.

| Nøkkeltall Bakkafrost | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------------|
| Tidsvekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Likviditetsgrad 1 | 3,97 | 3,85 | 4,09 | 4,86 | 4,23 | 4,46 | 4,34 |
| Rentedekningsgrad | 13,06 | 15,31 | 21,54 | 26,02 | 41,35 | 39,71 | 30,88 |
| Egenkapitalprosent | 0,44 | 0,46 | 0,50 | 0,57 | 0,64 | 0,58 | 0,56 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,23 | 0,15 | 0,30 | 0,41 | 0,43 | 0,36 | 0,35 |
| Syntetisk rating Bakkafrost | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet |
| Likviditetsgrad 1 | A | A | A | AA | A | A | A |
| Rentedekningsgrad | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA |
| Egenkapitalprosent | BBB | BBB | BBB | A | A | A | A |
| Netto driftsrentabilitet | AA | A | AA | AAA | AAA | AAA | AAA |
| Samlet rating | AA- | A | AA- | AA+ | AA | AA | AA |

Tabell 6-5 - Beregning syntetisk rating Bakkafrost 2011-2016T

| Nøkkeltall Bransjen | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------------|
| Tidsvekt | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Likviditetsgrad 1 | 3,33 | 2,86 | 2,99 | 3,15 | 3,05 | 2,93 | 3,03 |
| Rentedekningsgrad | 5,92 | 2,78 | 7,00 | 9,02 | 6,46 | 7,37 | 6,88 |
| Egenkapitalprosent | 0,48 | 0,49 | 0,48 | 0,46 | 0,51 | 0,50 | 0,49 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,11 | 0,04 | 0,15 | 0,15 | 0,10 | 0,11 | 0,11 |
| Syntetisk rating Bransjen | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet |
| Likviditetsgrad 1 | A | A | A | A | A | A | A |
| Rentedekningsgrad | AA | A | AA | AAA | AA | AA | AA |
| Egenkapitalprosent | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB |
| Netto driftsrentabilitet | BBB | B | A | A | BBB | BBB | BBB |
| Samlet rating | A- | BBB | A | A+ | A- | A- | A- |

Tabell 6-6 - Beregning syntetisk rating bransje 2011 – 2016T

Bakkafrost oppnår en høyere kredittrating enn bransjen. Totalt sett har Bakkafrost en fordel ovenfor bransjen både når det kommer til likviditet og soliditet. Dette vil nødvendigvis ikke si at resten av bransjen befinner seg i en vanskelig situasjon. Funnene i denne analysen komplementerer inntrykket fra de strategiske analysene om at selskapene er stabile og har gode framtidsutsikter, noe en kredittrating på A også reflekterer.

På den andre siden kan det stilles spørsmål om hvorvidt en syntetisk rating reflekterer den virkelige situasjonen til selskapene. I ratingmodellen blir det kun inkludert fire måltall. Som nevnt vil disse til dels være bransjeavhengige, hvor for eksempel likviditetsgrad 1 er et godt eksempel. På grunn av lav omløpshastighet i oppdrettsbransjen kan denne være overvurdert. Dagens økonomiske klima påvirker også likviditetssituasjonen til selskapene, og kan være årsaken til at bedriftene scorer høyere på likviditet enn soliditet. Den siste tiden har det vært lave renter både i Danmark og i Norge, noe som trykker finanskostnadene ned og følgelig rentedekningsgraden opp. Selv om kredittratingen kan by på problemer mener vi fortsatt at den

gir et rettviseende bilde av bransjen. De supplerende risikoanalysene vi har foretatt og overenstemmelsene med de strategiske analysene underbygger dette.

7 Historisk avkastningskrav

I følgende kapittel skal vi vurderer historisk avkastningskrav, som benyttes i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Avkastningskravet for en investering skal reflekterer den avkastningen eierne kan oppnå ved en alternativ investering med tilsvarende risiko. Dersom ett selskaps realisererte avkastning er høyere enn avkastningskravet, anses det som lønnsomt. Avkastningskravet blir benyttet som målestokk for rentabilitet og diskonteringsrente for verdi (Knivsflå, F9, 2016). For å analysere lønnsomheten til Bakkafrost vil vi estimere ulike historiske avkastningskrav i analyseperioden knyttet til egenkapital, minoritet, netto finansiell gjeld, sysselsatt kapital og netto driftskapital.

7.1 Litt teori for avkastningskrav

7.1.1 Faktormodellen

Det er kun risiko knyttet til systematiske risikofaktorer som er relevant, og følgelig kan det kun forventes avkastning for slik risiko i likevekt. Kravet til den alternative avkastningen kan derfor uttrykkes som følgende:

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

r_f = risikofri rente

β = beta

$(r_F - r_f)$ = faktorrisikopremien

Denne modellen kalles generelt faktormodellen. Betaen representerer relativ sensitivitet overfor risikofaktoren. Faktorrisikopremien er premien til en investering med en sensitivitet lik 1 (Knivsflå, F9, 2016, s.13).

7.1.2 Kapitalverdimodellen

Det eksisterer et spesialtilfelle av faktormodellen der kapitalmarkedet er «perfekt», som kalles kapitalverdimodellen (CAPM). Dette innebærer at investorene kun får betalt for å bære systematisk markedsrisiko, noe som er den eneste relevante risikoen. Investorene benytter diversifisering for å fjerne usystematisk risiko, og mottar derfor ikke noe kompensasjon av markedet for denne type risiko. CAPM har vært standardmodellen for å måle egenkapitalkrav i flere tiår (Koller, 2010). Modellen har vært utfordret av ulike akademikere og hevdes at den har lav anvendelighet i praksis, men anses fortsatt som den mest hensiktsmessige modellen. CAPM består av risikofri rente tillagt en premie for systematisk risiko (Knivsflå F09, 2016, s14). Formelen er presentert under.

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

r_f = risikofri rente

β_{EK} = egenkapitalbeta

$(r_m - r_f)$ = markedsrisikopremie

Egenkapitalbetaen er et mål på den systematiske risikoen, og defineres som samvariasjonen mellom avkastningen til virksomhet (r) og avkastningen til markedsindeksen (r_m) multiplisert med relativ risiko (Knivsflå, 2016, F9, s.16). Den relative risikoen måler relativ volatilitet i avkastningen til virksomhet i forhold til markedsavkastningen. Dette medfører at beta til markedsindeksen er lik 1, mens beta til en risikofri plassering er lik 0. Det kan også generelt være flere systematiske risikofaktorer i tillegg til markedsrisikoen. Ved markedssvikt kan det potensielt kreves ekstra risikopremier, og summen av disse blir gjerne referert til som illikviditetspremie, som blir presentert senere i analysen.

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

For fastsettelsen av egenkapitalkrav velger vi å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) etter skatt, tillagt en eventuell illikviditetspremie (ilp). Siden egenkapitalrentabiliteten (ekr) er et nøkkeltall etter skatt, må henholdsvis sammenligningsgrunnlaget i form av egenkapitalkravet (ekk) også være etter skatt. Illikviditetspremien avhenger av graden av markedssvikt, og

tillegges dersom det er risiko for at investor blir innlåst i den aktuelle aksjen. En kompenseres altså for å investere i vanskelig omsettelige aktiva. Det må presiseres at det er uvanlig i praksis å trekke fra skatt på risikofri rente. Vi velger imidlertid å følge modelloppsettet til Knivsflå (2016, F9), og trekker fra skatt på risikofri rente. Kravet til egenkapitalen blir dermed følgende:

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

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er lik renten en oppnår på en risikofri plassering, det vil si at det er ingen usikkerhet rundt avkastningens størrelse. Videre må to grunnleggende vilkår være oppfylt; den kan ikke inneholde konkursrisiko, og for at den faktiske avkastningen skal være lik den forventede, kan det ikke eksistere reinvesteringsrisiko (Damodaran, 2012, s.154). Det finnes flere anvendbare alternativer, men det viser seg at mange praktikere benytter en lang statsobligasjonsrente når man skal legge til grunn en risikofri rente (PwC, 2014). Et argument, er at en lang rente varierer mindre enn en kort rente, og vanligvis antas en bedrift å ha lang levetid. Ulempen med en lang rente er at den vil inneholde en illikviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko, noe som bør trekkes ut. Det vil si at den ikke er helt risikofri (Kaldestad og Møller, 2015, s. 110).

Knivsflå (2016, F9, s.34) anbefaler å legge til grunn en kort rente, og gjerne 3M Nibor. I denne pengemarkedsrenten ligger det en risikopremie som reflekterer konkurssannsynlighet for bankene. Denne må trekkes ut ved å benytte kredittrisikopremien fra den syntetiske ratingen, slik at vi sitter igjen med risikofri rente før skatt. Størrelsen må også korrigeres for skatt, ettersom sammenligningsgrunnlaget er etter skatt størrelser. For å unngå illikviditetspremien i statsobligasjoner og komplikasjonene ved å trekke ut denne, velger vi å benytte 3M Nibor. I tillegg gir dette det mest nøyaktige estimatet. Bakkafrøst rapporterer i DKK, noe som tilsier at det er naturlig å velge danske renter som utgangspunkt for estimatet i risikofri rente. Men ettersom kreditorene og investorene i stor utstrekning er norske, jamfør at virksomheten er notert på Oslo Børs, så er dette et argument for å benytte norsk renter. Tabell 7-1 viser utregningen av den gjennomsnittlige risikofrie renten, som benyttes videre.

| NIBOR 3-mnd | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Snitt |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| NIBOR 3-mnd | 0,027 | 0,022 | 0,018 | 0,018 | 0,015 | 0,015 | 0,019 |
| Kredittrisikopremie (AA) | 0,006 | 0,006 | 0,006 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,006 |
| Risikofri rente før skatt | 0,021 | 0,016 | 0,012 | 0,013 | 0,010 | 0,010 | 0,014 |
| Skatt (dss 18%) | 0,004 | 0,003 | 0,002 | 0,002 | 0,002 | 0,002 | 0,002 |
| Risikofri rente etter skatt | 0,017 | 0,013 | 0,010 | 0,011 | 0,008 | 0,008 | 0,011 |

Tabell 7-1 - Risikofri rente i perioden 2011-2016 (Knivsflå, 2016, F9, s.35)

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et estimat på hva investoren må kompenseres med, for å utsette seg for den gjennomsnittlige markedsrisikoen. Denne består av differansen mellom markedets forventende avkastning og risikofri rente (Knivsflå, F9, s.36). Med andre ord vil dette si den ekstra avkastningen en investor krever for å holde et risikabelt aktivum istedenfor et risikofritt. Ettersom vi skal se på historiske avkastningskrav i dette kapittelet vil metoden være å se på ferdigutregnede historiske markedspremier og tidsvekte dem. Vi har valgt å benytte Knivsflå (2016, F9, s.39) sine tall, hvor han har inkludert både kortsiktige- og langsiktige historisk data med hensikt om å gi et best mulig estimat. En annen metode for utregning av premier er å regne ut en implisitt markedspremie basert på dagens børskurs. Denne ser ikke på historisk data og er fremtidsrettet. (Kaldestad og Møller, 2011, s. 118).

Tabell 7-2 viser gjennomsnittlig normalisert risikopremie både på lang og kort sikt for analyseperioden. Den estimerte markedsrisikoen i perioden etter skatt er på 4,7%.

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Snitt |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Kortsiktig perspektiv etter skatt | 0,036 | 0,038 | 0,040 | 0,040 | 0,041 | 0,041 | 0,039 |
| Vekt | 0,250 | 0,250 | 0,250 | 0,250 | 0,250 | 0,250 | 0,250 |
| Langsiktig perspektiv etter skatt | 0,049 | 0,049 | 0,049 | 0,050 | 0,050 | 0,050 | 0,050 |
| Vekt | 0,750 | 0,750 | 0,750 | 0,750 | 0,750 | 0,750 | 0,750 |
| Løpende risikopremie etter skatt | 0,046 | 0,046 | 0,047 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,047 |

Tabell 7-2 Markedsrisikopremien i perioden 2011-2016 (Knivsflå, 2016, F9, s. 34)

7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Egenkapitalbeta er et mål på systematisk risiko, det vil si et mål på en aksjes risiko relativt til aksjemarkedet. Jo større beta, desto større følsomhet er det for markedsbevegelser. Beta

fremkommer som samvariasjon mellom selskap og marked, som divideres med markedsvariansen (Kaldestad og Møller, 2011, s. 111). En beta som i gjennomsnitt svinger i takt med totalindeksen, har en betaverdi lik 1.

Hvilken metode man benytter når man regner ut egenkapitalbeta, avhenger i mer eller mindre grad om selskapet er børsnotert eller ikke (Kaldestad og Møller, 2015, s.112). Ettersom Bakkafrøst er børsnotert kan man benytte tilgjengelige betaer for sammenlignbare selskaper i diverse nyhetstjenester. En annen måte, som vi i utgangspunktet vil legge til grunn, er å foreta en regresjonsanalyse basert på historiske kursdata for de ulike selskapene mot børsen de er notert på. Årsaken til at vi velger denne tilnærmingen er at man ikke alltid vet hvordan de man finner i nyhetstjenester er utregnet.

Bakkafrøst er børsnotert på Oslo Børs, sammen med både Marine Harvest, SalMar og Austevoll. For sammenligningsgrunnlaget har vi prøvd å benytte avkastningstall beregnet på både ukentlig og månedlig basis i perioden 01.01.2011-31.10.2016, da det er vanlig å benytte avkastningstall for de siste 4-5 årene basert på enten ukentlig eller månedlig basis (Dahl et. al, 2004, s.49). Likevel får vi svært lave betaverdier for Bakkafrøst gjennom regresjonsanalysen basert på begge avkastningstallene, noe som kan anses som urimelig. Ved slike estimater anbefaler Knivsflå og ta utgangspunkt i bransjebeta og utlede egenkapitalbeta fra bransjebeta. Dette kalles børskopiering (Knivsflå, 2016, F09, s.39). Følgende steg må gjennomføres for å finne et betaestimat for Bakkafrøst på basis av komparative virksomheter:

1) Finn egenkapitalbetaen β_{EKj} for de komparative børsnoterte virksomhetene hvor $j=1,2,3$

2) Finn betaen til netto driftskapital i hvert enkelt selskap ved hjelp av vekting:

$$\beta_{NDKj} = \frac{EK_j + MI_j}{NDK_j} * \beta_{EKj}$$

3) Bransjebetaen, β_B , kan finnes som verdivektet gjennomsnitt av betaene til de komparative virksomhetene i bransjen: $\beta_B = \frac{NDK_1 * \beta_{NDK1} + NDK_2 * \beta_{NDK2} + NDK_3 * \beta_{NDK3}}{NDK_1 + NDK_2 + NDK_3}$

4) Dermed kan vi finne bransjebetaen til en virksomhet i bransjen ved anvendelse av bransjebetaen: $\beta_{EK} = \beta_B * \frac{NDK}{EK + MI}$

Tabell 7-3 viser utledningen av egenkapitalbetaen til Bakkafrost, som er estimert til 0,7981. Dette innebærer at Bakkafrost har vært mindre volatil enn indeksen til Oslo Børs. Det kan ytterligere forklares ved å poengtere at Bakkafrost er 79,81% så variabel i avkastningen i forhold til børsnoterte aksjer på Oslo Børs sett under ett. Oslo Børs er dominert av oljeselskaper, noe som fører til at indeksen i stor grad påvirkes av oljeprisen. Lakse- og oljeprisen er negativt korrelert, og de store svingningene i oljeprisen de siste årene kan være årsaken til de lavere betaverdien for både Bakkafrost og det komparative utvalget.

Videre må det påpekes at det er knyttet usikkerhet til egenkapitalbetaene til bransjen beregnet ved hjelp av regresjonsanalyse nevnt over. Disse er presentert som ujusterte betaverdier i tabell 7-3. Blume (1975) foreslår å justere betaen ettersom den tenderer å gå mot 1 over tid. Videre blir det argumentert at en *mean reversion* kan justeres ved at den vektete betaen blir multiplisert med 0,67 i tillegg til å addere det med 0,33. De justerte betaverdiene for de ulike selskapene i tabellen er benyttet i beregningen av egenkapitalbetaen, og samtlige er nå nærmere lik én. Det må også presiseres at vi har valgt å beholde avkastningstall basert på ukentlig basis for betaberegningene. Det skyldes at vi blant annet får en negativ betaverdi, og en tilhørende negativ forklaringsgrad for Bakkafrost på månedlig basis. Da forklaringsgraden skal benyttes senere i analysen, vil dette estimatet ikke være hensiktsmessig å anvende. Andre tallstørrelser er beregnet som gjennomsnittet over tilsvarende periode, som i regresjonsanalysene.

| Egenkapitalbeta | SalMar | AUSS | Marine Harvest | Bakka |
|--------------------------|----------|-----------|----------------|---------------|
| Ujustert beta | 0,7203 | 0,7846 | 0,8064 | 0,3642 |
| Justert beta | 0,8135 | 0,8564 | 0,8709 | 0,5761 |
| Egenkapital | 3884,769 | 7525,916 | 15263,505 | 1935,339 |
| Minoritetsinteresser | 132,996 | 4045,418 | 39,057 | 6,172 |
| Netto driftskapital | 6387,936 | 14774,770 | 22130,705 | 2530,817 |
| Beta netto driftskapital | 0,5117 | 0,6707 | 0,6022 | |
| Bransjebeta | | | | 0,6122 |
| Egenkapitalbeta | | | | 0,7981 |

Tabell 7-3 - Beregning av egenkapitalbeta for Bakkafrost basert på børskopiering

Videre har Damodaran utviklet ulike bransjebetaer som kan benyttes til sammenligning (Damodaran, 2016). Havbruk- og fiskerinæringen er ikke definert som en selvstendig bransje blant utvalget, da disse er av mer omfattende art. Matprosessering er bransjen som er mest nærliggende, og vi velger dermed å benytte denne som sammenligningsgrunnlag. Denne bransjen er tilført en beta på 0,72, noe som er relativt lik bransjebetaen som er estimert i tabell 7-3.

7.2.4 Illikviditetspremie

Som nevnt fungerer illikviditetspremien som en ekstra faktorpremie på egenkapitalkravet. Størrelsen på premien avhenger av graden av markedssvikt, graden av innlåsing i den aktuelle aksjen og selskapsspesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten (Knivsfå, 2016, F9, s.50). Denne skal kompensere investorene for innlåsningsrisikoen for en illikvid aksje. Premien kan også forklares gjennom at den gjelder ofte for mindre selskaper, der ledelsen holder informasjonen tett til seg selv. Investorer utsetter seg dermed for risikoen for å bli lurt eller negativt overrasket (Dahl et. al 2004, s.48). Grunnet mangel av enkel teori bak premien, fastsettes denne basert på beste skjønn (Knivsfå, 2016, F9, s.50).

Både Bakkafrost og de komparative virksomhetene i analysen er notert på Oslo Børs, noe som i utgangspunktet gjør dem lett omsettelige. I tillegg ligger Bakkafrost i det øvre sjiktet når det gjelder omsetningsverdi og handelsstatistikk blant aksjene på Oslo Børs i 2016 (Oslo Børs, 2016). Det kan argumenteres for en illikviditetspremie i størrelsesorden 2%-4% for de mindre likvide aksjene på Oslo Børs (Dahl et. al. 2004, s.48), men en så høy kompensasjonen blir ikke aktuell for Bakkafrost. Videre har informasjon til aksjeholderne en høy prioritering hos Bakkafrost (Bakkafrost, 2015). Dette gjøres gjennom børsmeldinger, årsrapporter, årlige generalforsamlinger og presentasjoner til investorer og analytikere. Informasjonssymmetrien bør derfor være god mellom investorer og virksomheten, noe som reduserer graden av markedssvikt.

De 20 største aksjonærene i Bakkafrost eier 55.1% av utestående aksjer (Bakkafrost, 2015). De resterende aksjonærene har et eierskap på mindre enn 0.8% av aksjene. Dette tilsier at eierskapet er relativt smalt spredt, noe som potensielt sett kan gjøre aksjen mindre likvid sammenlignet med virksomheter med bredere eierskap. På bakgrunn av dette, i tillegg til potensiell markedssvikt ved at investorene ikke ønsker eller har mulighet til å være fullstendig diversifisert, iletter vi en illikviditetspremie på 1%.

Illikviditetspremien for minoritetene er satt til 2%. Dette begrunnes gjennom at minoritetsaksjene er mindre likvide, ettersom ikke alle datterselskapene er børsnotert. Dahl et.

al. (2004, s.48) argumenterer for en likviditetspremie helt opp til 4%-6% for unoterte, og spesielt mindre selskaper. I tillegg, skal minoriteten kompenseres for risikoen av å bli overstyrt av majoritet.

7.2.5 Årlig egenkapitalbeta

For å estimere en korrekt lønnsomhetsanalyse er vi avhengig av å benytte årlig egenkapitalkrav. Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden ble presentert i avsnitt 7.2.3. Denne illustrerer kun gjennomsnittlig egenkapitalbeta, men vi ønsker å beregne den årlige egenkapitalbetaen for analyseperioden for å finne årlig egenkapitalkrav. Årlig egenkapitalbeta beregnes ved å finne netto driftsbeta og forbeholde betingelsene for Miller-Modigliani I. Den forutsetter at verdien av en virksomhet er uavhengig av virksomhetens finansiering, forutsatt at den ikke har finansielle krisekostnader. Dette innebærer at netto driftsbeta også er uavhengig av finansieringen og er dermed konstant over analyseperioden (Knivsflå, 2016, F9, s.75). Betaen til netto driftskapital finnes gjennom vekting, og er gitt ved:

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

Utrekninger for β_{NFG} er presentert i henholdsvis avsnitt 7.3.3. Dermed kan man residualt beregne årlig egenkapitalbeta (β_{EK}). Utrekningene er presentert i tabell 7-4.

| Netto driftsbeta | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|-----------------------------|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalbeta | β_{EK} | 1,0755 | 1,0160 | 0,8406 | 0,6474 | 0,6710 | 0,7253 | 0,7981 |
| Egenkapitalvekt | (EK+MIN)/NDK | 0,5486 | 0,5805 | 0,7030 | 0,9132 | 0,8808 | 0,8145 | 0,7401 |
| Netto finansiell gjeldsbeta | β_{NFG} | 0,0031 | 0,0039 | 0,0014 | 0,0021 | 0,0037 | 0,0038 | 0,0030 |
| Netto finansiell gjeldsvekt | NFG/NDK | 0,4514 | 0,4195 | 0,2970 | 0,0868 | 0,1192 | 0,1855 | 0,2599 |
| Netto driftsbeta | β_{NDK} | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 |

Tabell 7-4 - Beregning av årlig netto driftsbeta for Bakkafrost i perioden 2011-2016

7.2.6 Egenkapital- og minoritetskrav

Kravet til egenkapitalen fungerer som målestokk for egenkapitalrentabiliteten over analyseperioden (Knivsflå, 2016, F9, s.7). Ifølge Miller-Modigliani I er avkastningskravet for totalkapitalen uavhengig av hvordan bedriften er finansiert. Mens Miller-Modigliani II hevder at en økt finansiell gearing medfører høyere finansiell risiko og dermed høyere egenkapitalbeta og –krav (Knivsflå, 2016, F9, s.79). Vektene endres imidlertid også, slik at avkastningskravet for totalkapitalen fortsatt vil være den samme. Dersom egenkapitalandelen øker vil avkastningskravet for egenkapitalen reduseres grunnet redusert finansiell risiko. I tillegg vil lånekostnaden bli lavere grunnet økt sikkerhet for långiverne. Formelen under viser samspillet mellom kravet til egenkapitalen og tilhørende komponenter.

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

Tabell 7-5 viser utredningen av egenkapitalkravet og minoritetskravet for de ulike årene i analyseperioden.

| Egenkapitalkrav | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|-------------------------------|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Risikofri rente etter skatt | r_f | 0,0172 | 0,0131 | 0,0098 | 0,0107 | 0,0082 | 0,0082 | 0,0112 |
| Justert egenkapitalbeta | β_{EK} | 1,0755 | 1,0160 | 0,8406 | 0,6474 | 0,6710 | 0,7253 | 0,7981 |
| Markedsrisikopremie | mrp | 0,0458 | 0,0463 | 0,0468 | 0,0475 | 0,0478 | 0,0478 | 0,0470 |
| Illikviditetspremie majoritet | ilp_{maj} | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 | 0,0100 |
| Egenkapitalkrav | ekk | 0,0764 | 0,0701 | 0,0591 | 0,0514 | 0,0502 | 0,0528 | 0,0600 |
| Illikviditetspremie minoritet | ilp_{min} | 0,0200 | 0,0200 | 0,0200 | 0,0200 | 0,0200 | 0,0200 | 0,0200 |
| Minoritetskrav | mik | 0,0964 | 0,0901 | 0,0791 | 0,0714 | 0,0702 | 0,0728 | 0,0800 |

Tabell 7-5 - Egenkapital- og minoritetskrav for Bakkafrøst i perioden 2011-2016

7.3 Finansielle krav

Da en långiver kun er eksponert ovenfor tapsrisiko, har en investor både gevinst- og tapsrisiko. Mesteparten av tillegget i virksomhetens lånerenter over risikofri rente skyldes forventede kreditortap. Denne vil variere i forhold til virksomhetens konkurrisiko. Videre presenteres krav til avkastning for både finansiell gjeld og finansielle eiendeler, samt tilhørende finansiell gjelds- og eiendelsbeta.

7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Det finansielle gjeldskravet (fgk) er den avkastningen kreditorene krever av virksomheten for å få dekke inn risikofri rente etter skatt, samt en kredittrisikopremie (Knivsflå, 2016, F9, s.57). Formelen for det finansielle gjeldskravet er presentert under, hvor kredittrisikopremien er fastsatt basert på syntetisk rating.

$$fgk = r_f + krp_L$$

Vi har valgt å benytte den langsiktige kredittrisikopremie for Bakkafrost, noe som hovedsakelig begrunnes av at gjelden til virksomheten består utelukkende av langsiktige lån. Den langsiktige kredittrisikopremien er ilagt en tilleggspremie utover den korte kredittrisikopremien. Dette skyldes at langsiktig risiko er høyere enn kortsiktig risiko, og må derfor korrigeres med en slik justering (Knivsflå, 2016, F9, s.58).

| Rating | Kort KRP etter skatt | Lang KRP etter skatt |
|--------|-------------------------|-------------------------|
| AAA | 0,002 | 0,006 |
| AA | 0,004 | 0,008 |
| A | 0,006 | 0,01 |
| BBB | 0,01 | 0,014 |
| BB | 0,027 | 0,031 |
| B | 0,04 | 0,044 |
| CCC | 0,079 | 0,083 |
| CC | 0,145 | 0,149 |
| C | 0,21 | 0,214 |
| D | 0,276 | 0,28 |

Tabell 7-6 - Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, F9, 2016, s. 58)

Gjennom den syntetiske ratingen kan man beregne årlig kredittrisikopremie basert på tabell 7-6. Dermed har man alle nødvendige komponenter i utregningen av finansielt gjeldskrav, som er illustrert i tabell 7-7. Bakkafrost har hatt et gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav på 2% for analyseperioden, og en tilhørende lånerate på 1,6% for 2016. Norges Bank anslo i 2014 at mange bedrifter betaler en rente på rundt 4,5% før skatt på sine banklån (Hegnar, 2014). Til

tross for at bankene har gjort rentekutt siden den gang, er estimatet fra vår analyse lavt. Vi velger likevel å beholde modellen til Knivsfå, men det lave finansielle gjeldskravet vil også påvirke størrelsen på ulike krav til Bakkafrost. Dette fører til at disse blir lavere enn hva de kanskje burde vært i realiteten.

| Krav til finansiell gjeld | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|------------------------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Syntetisk rating | | AA | A | AA | AA | AA | AA | AA |
| Risikofri rente etter skatt | r_f | 0,017 | 0,013 | 0,010 | 0,011 | 0,008 | 0,008 | 0,011 |
| Kreditrisikopremie | krp | 0,008 | 0,010 | 0,008 | 0,008 | 0,008 | 0,008 | 0,008 |
| Finansielt gjeldskrav | fgk | 0,025 | 0,023 | 0,018 | 0,019 | 0,016 | 0,016 | 0,020 |

Tabell 7-7 - Finansielt gjeldskrav for Bakkafrost i perioden 2011-2016

Videre kan man implisitt beregne finansiell gjeldsbeta. Markedsrisikodelen (mrd) er den delen av konkurrisikoen som skriver seg fra økonomien generelt, og har en verdi på mellom 0 og 1. Denne beregnes i utgangspunktet ved å multiplisere forklaringsgraden R^2 i regresjonen mellom ek-avkastning og børsavkastning med en passende justeringsfaktor til gjeldsavkastningen, som er satt til 1/3 (Knivsfå, 2016, F9, s. 67). Men ettersom vi har justert opp egenkapitalbetaen ved bruk av børskopiering i stedet for regresjonsanalyse, innebærer det også at vi implisitt justerer opp R^2 og dermed markedsrisikodelen i kreditrisikopremien. Markedsrisikodelen tar utgangspunkt i R^2 fra regresjonsmodellen til Bakkafrost, men justeres ved å multipliseres med den børskopierte egenkapitalbetaen dividert på den justerte egenkapitalbetaen fra regresjonsanalysen (Knivsfå, 2016, F9, s.66). Deretter finner vi markedsrisikodelen på tilsvarende måte som nevnt ovenfor, ved å multiplisere den nye forklaringsgraden med 1/3. Formelen for finansiell gjeldsbeta er illustrert under, og tilhørende beregninger finnes i tabell 7-8.

$$\beta_{FG} = \frac{krp + mrd}{mrp}$$

| Finansiell gjeldsbeta | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|------------------------------|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Lang kreditrisikopremie | krp_L | 0,0080 | 0,0100 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0083 |
| Markedsrisikopremie | mrp | 0,0458 | 0,0463 | 0,0468 | 0,0475 | 0,0478 | 0,0478 | 0,0470 |
| Markedsrisikodel FG | mrd_{FG} | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 |
| Finansiell gjeldsbeta | β_{FG} | 0,0031 | 0,0038 | 0,0030 | 0,0030 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0031 |

Tabell 7-8 - Finansiell gjeldsbeta for Bakkafrost i perioden 2011-2016

7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler beregnes ved hjelp av formelen under. Her vektet henholdsvis kravene til kontanter, fordringer og investeringer.

$$fek = kk * \frac{KON}{FE} + fk * \frac{FOR}{FE} + ik * \frac{INV}{FE}$$

$$\text{Kontantkrav: } kk = r_f * (1 - s)$$

$$\text{Fordringskrav: } fk = (r_f * (1 - s) + krp_{FOR})$$

$$\text{Investeringskrav: } ik = (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp)$$

Kontantkravet er kun satt til risikofri rente etter skatt, ettersom kontanter er risikofrie. Fordringskravet består av risikofri rente etter skatt tillagt en kredittrisikopremie, jamfør tabell 7-7, ettersom fordringer også er utsatt for kredittrisiko. Fordringene har en kredittrisikopremie tilsvarende BBB-rating, da dette er den vanligste ratingen for virksomheter børsnotert på Oslo Børs (Knivsflå, 2016, F9, s. 61). Vi har valgt å benytte den langsiktige kredittrisikopremien, og ikke den korte som Knivsflå argumenterer for i sitt rammeverk. Dette skyldes at Bakkafrost sine fordringer består i hovedsak av langsiktige fordringer, og må derfor justeres med en tilsvarende risikopremie.

Investeringskravet er risikofri rente etter skatt, ilagt markedsrisikopremien. Her forutsettes det at betaverdien for investeringer er tilnærmet lik én, og illikviditetspremien er lik null. Det kan argumenteres for at investeringskravet bør være før skatt ettersom utbytte og aksjegevinster ikke skattlegges i norske aksjeselskap. Likevel, grunnet forutsetningene er det ingen forskjell på før og etter skatt. Beregningene for finansiell eiendelskrav er presentert i tabell 7-9.

| Krav til finansielle eiendeler | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|--------------------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Fordringskrav | <i>fk</i> | 0,0312 | 0,0271 | 0,0238 | 0,0247 | 0,0222 | 0,0222 | 0,0252 |
| Fordringsvekt | FOR/FE | 0,1163 | 0,0856 | 0,0086 | 0,0586 | 0,1978 | 0,1307 | 0,0996 |
| Investeringskrav | <i>ik</i> | 0,0630 | 0,0594 | 0,0566 | 0,0582 | 0,0560 | 0,0560 | 0,0582 |
| Investeringsvekt | INV/FE | 0,0000 | 0,0000 | 0,0081 | 0,0030 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0019 |
| Kontantkrav | <i>kk</i> | 0,0172 | 0,0131 | 0,0098 | 0,0107 | 0,0082 | 0,0082 | 0,0112 |
| Kontantvekt | KON/FE | 0,8837 | 0,9144 | 0,9833 | 0,9384 | 0,8022 | 0,8693 | 0,8986 |
| Finansielt eiendelskrav | <i>fek</i> | 0,0188 | 0,0143 | 0,0103 | 0,0116 | 0,0110 | 0,0100 | 0,0127 |

Tabell 7-9 - Finansielt eiendelskrav for Bakkafrøst i perioden 2011-2016

For å beregne betaverdien for finansielle eiendeler er vi avhengig av å beregne fordringsbetaen, mens betaverdier for kontanter og investeringer er nevnt ovenfor. De resterende nødvendige formlene og tilhørende tabell for finansiell eiendelsbeta er presentert under.

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

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

| Finansiell eiendelsbeta | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|--------------------------------|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Lang kredittrisikopremie | <i>krp_L</i> | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 |
| Markedsrisikopremie | <i>mrp</i> | 0,0458 | 0,0463 | 0,0468 | 0,0475 | 0,0478 | 0,0478 | 0,0470 |
| Markedets risikodel | <i>mrd</i> | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 |
| Fordringsbeta | <i>β_{FOR}</i> | 0,0054 | 0,0053 | 0,0053 | 0,0052 | 0,0052 | 0,0052 | 0,0052 |
| Fordringsvekt | FOR/FE | 0,1163 | 0,0856 | 0,0086 | 0,0586 | 0,1978 | 0,1307 | 0,0996 |
| Investeringsbeta | <i>β_{INV}</i> | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 |
| Investeringsvekt | INV/FE | 0,0000 | 0,0000 | 0,0081 | 0,0030 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0019 |
| Kontantbeta | <i>β_{KON}</i> | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Kontantvekt | KON/FE | 0,8837 | 0,9144 | 0,9833 | 0,9384 | 0,8022 | 0,8693 | 0,8986 |
| Finansiell eiendelsbeta | <i>β_{FE}</i> | 0,0006 | 0,0005 | 0,0082 | 0,0033 | 0,0010 | 0,0007 | 0,0024 |

Tabell 7-10 - Finansiell eiendelsbeta for Bakkafrøst i perioden 2011-2016

Fra tabell 7-10 ser vi at de ulike vektene er relativt jevne over analyseperioden.

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Basert på informasjonen om finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav kan kravet til netto finansiell gjeld (nfgk) beregnes. Dette finnes gjennom å vekte det finansielle gjeldskravet fratrukket det vektete finansielle eiendelskravet. Under følger formelen og utregningene presenteres i tabell 7-11.

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

| Krav til netto finansiell gjeld | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|------------------------------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| krav til finansiell gjeld | <i>f_{gk}</i> | 0,0252 | 0,0231 | 0,0178 | 0,0187 | 0,0162 | 0,0162 | 0,0195 |
| Finansiell gjeldsvekt | FG/NFG | 1,0234 | 1,0340 | 1,3086 | 3,4852 | 1,3960 | 1,3723 | 1,6033 |
| krav til finansielle eiendeler | <i>f_{ek}</i> | 0,0188 | 0,0143 | 0,0103 | 0,0116 | 0,0110 | 0,0100 | 0,0127 |
| Finansiell eiendelsvekt | FE/NFG | 0,0234 | 0,0340 | 0,3086 | 2,4852 | 0,3960 | 0,3723 | 0,6033 |
| Netto finansielt gjeldskrav | nfgk | 0,0254 | 0,0234 | 0,0202 | 0,0362 | 0,0183 | 0,0185 | 0,0236 |

Tabell 7-11 - Netto finansielt gjeldskrav for Bakkafrøst i perioden 2011-2016

Tabell 7-12 illustrerer netto finansiell gjeldsbeta, og tilhørende formel er presentert nedenfor.

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

| Netto finansiell gjeldsbeta | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|------------------------------------|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Finansiell gjeldsbeta | β_{FG} | 0,0031 | 0,0038 | 0,0030 | 0,0030 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0031 |
| Finansiell gjeldsvekt | FG/NFG | 1,0234 | 1,0340 | 1,3086 | 3,4852 | 1,3960 | 1,3723 | 1,6033 |
| Finansiell eiendelsbeta | β_{FE} | 0,0006 | 0,0005 | 0,0082 | 0,0033 | 0,0010 | 0,0007 | 0,0024 |
| Finansiell eiendelsvekt | FE/NFG | 0,0234 | 0,0340 | 0,3086 | 2,4852 | 0,3960 | 0,3723 | 0,6033 |
| Netto finansiell gjeldsbeta | β_{NFG} | 0,0031 | 0,0039 | 0,0014 | 0,0021 | 0,0037 | 0,0038 | 0,0030 |

Tabell 7-12 - Netto finansiell gjeldsbeta for Bakkafrøst i perioden 2011-2016

7.3.4 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Netto driftskrav (ndk) finnes gjennom å vekte avkastningskravet til netto driftskapital (WACC). Dette beregnes ved å vekte kravet til egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld

(Knivsflå, 2016, F9, s.83). En kan argumentere for at netto driftskrav må være konstant i henhold til Miller Modigliani I, men utregningene i tabell 7-14 viser at kapitalstrukturen har innvirkning på total kapitalavkastningskravet. Dette skyldes brudd på en eller flere av forutsetningene. Men teoremet gir innsikt angående ulike determinanter for optimal kapitalstruktur og deres innvirkning (Berk & DeMarzo, 2014, s.489). Netto driftskrav er beregnet ut ifra formelen under, og er beregnet årlig i tabell 7-13.

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

| Netto driftskrav | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|-----------------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav | <i>ekk</i> | 0,0764 | 0,0701 | 0,0591 | 0,0514 | 0,0502 | 0,0528 | 0,0600 |
| Majoritetsvekt | EK/NDK | 0,5294 | 0,5805 | 0,7030 | 0,9132 | 0,8808 | 0,8145 | 0,7369 |
| Minoritetskrav | <i>mik</i> | 0,0964 | 0,0901 | 0,0791 | 0,0714 | 0,0702 | 0,0728 | 0,0800 |
| Minoritetsvekt | MI/NDK | 0,0192 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0032 |
| Netto finansiell gjeldskrav | <i>nfgk</i> | 0,0254 | 0,0234 | 0,0202 | 0,0362 | 0,0183 | 0,0185 | 0,0236 |
| Netto finansiell gjeldsvekt | NFG/NDK | 0,4514 | 0,4195 | 0,2970 | 0,0868 | 0,1192 | 0,1855 | 0,2599 |
| Netto driftskrav | <i>ndk</i> | 0,0538 | 0,0505 | 0,0476 | 0,0501 | 0,0464 | 0,0465 | 0,0491 |

Tabell 7-13 - Netto driftskrav for Bakkafrøst i perioden 2011-2016

Kravet til sysselsatt kapital er beregnet på tilsvarende måte som for netto driftskrav. Formel for utregning følger under og årlig sysselsatt kapitalkrav fremkommer i tabell 7-14.

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

| Sysselsatt kapitalkrav | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|-------------------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Egenkapitalkrav | <i>ekk</i> | 0,0764 | 0,0701 | 0,0591 | 0,0514 | 0,0502 | 0,0528 | 0,0600 |
| Majoritetsvekt | EK/SSK | 0,5239 | 0,5723 | 0,6440 | 0,7512 | 0,8410 | 0,7619 | 0,6824 |
| Minoritetskrav | <i>mik</i> | 0,0964 | 0,0901 | 0,0791 | 0,0714 | 0,0702 | 0,0728 | 0,0800 |
| Minoritetsvekt | MI/SSK | 0,0189 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0032 |
| Finansiell gjeldskrav | <i>fgk</i> | 0,0254 | 0,0234 | 0,0202 | 0,0362 | 0,0183 | 0,0185 | 0,0236 |
| Finansiell gjeldsvekt | FG/SSK | 0,4467 | 0,4136 | 0,2720 | 0,0714 | 0,1139 | 0,1735 | 0,2485 |
| Sysselsatt kapitalkrav | <i>ssk</i> | 0,0514 | 0,0498 | 0,0436 | 0,0412 | 0,0443 | 0,0435 | 0,0456 |

Tabell 7-14 - Sysselsatt kapitalkrav for Bakkafrøst i perioden 2011-2016

7.4 Oppsummering av avkastningskrav

Tabell 7-15 oppsummerer de ulike avkastningskravene for Bakkafrost og bransjen over analyseperioden. Fra tabellen ser vi at Bakkafrost operer i snitt med et egenkapitalkrav, og følgelig minoritetskrav, som er marginalt over bransjesnittet. Forskjellen skyldes hovedsakelig av at bransjen oppnår en lavere risikofri rente etter skatt, grunnet høyere skattefratrekk.

Videre oppnår Bakkafrost et lavere netto finansielt gjeldskrav grunnet lavere krav til finansiell gjeld og høyere finansiell gjeldsvekt. Totalt sett blir netto driftskrav høyere for bransjen enn for Bakkafrost. Dette skyldes at bransjens høyere netto finansielle gjeldskrav vekter mer enn differansen mellom egenkapital- og minoritetskrav.

| Bakkafrost | Forkortelser | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Snitt |
|-----------------------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Egenkapitalkrav | <i>ekk</i> | 0,0764 | 0,0701 | 0,0591 | 0,0514 | 0,0502 | 0,0528 | 0,0600 |
| Minoritetskrav | <i>mik</i> | 0,0964 | 0,0901 | 0,0791 | 0,0714 | 0,0702 | 0,0728 | 0,0800 |
| Netto finansielt gjeldskrav | <i>nfgk</i> | 0,0254 | 0,0234 | 0,0202 | 0,0362 | 0,0183 | 0,0185 | 0,0236 |
| Netto driftskrav | <i>ndk</i> | 0,0538 | 0,0505 | 0,0476 | 0,0501 | 0,0464 | 0,0465 | 0,0491 |
| Bransje | | | | | | | | |
| Egenkapitalkrav | <i>ekk</i> | 0,0626 | 0,0578 | 0,0548 | 0,0571 | 0,0541 | 0,0531 | 0,0566 |
| Minoritetskrav | <i>mik</i> | 0,0826 | 0,0778 | 0,0748 | 0,0771 | 0,0741 | 0,0731 | 0,0766 |
| Netto finansielt gjeldskrav | <i>nfgk</i> | 0,0379 | 0,0473 | 0,0389 | 0,0316 | 0,0269 | 0,0340 | 0,0361 |
| Netto driftskrav | <i>ndk</i> | 0,0555 | 0,0565 | 0,0523 | 0,0507 | 0,0481 | 0,0515 | 0,0525 |

Tabell 7-15 - Oppsummering avkastningskrav for Bakkafrost og bransjen i perioden 2011-2016

8 Analyse av lønnsomhet

Det neste steget vil være å analysere lønnsomheten og den eventuelle strategiske fordelene til Bakkafrost opp imot bransjen. Ifølge Knivsfå (2016, F13 s.30) kan man forvente å finne en sammenheng mellom historisk og fremtidig avkastning. Analysen er derfor relevant ettersom budsjetterte størrelser senere skal fremskrives. Damodaran (2012, s. 44) definerer rentabilitet som en prosentvis avkastning på investert kapital. Dermed kan man analysere på tvers av virksomheter, og over en gitt tidsperiode. Videre anses lønnsomheten som positiv når rentabiliteten er høyere enn kravet. Dette omtales som superrentabiliteten og måler selskapets strategiske fordel.

De normaliserte tallene vil bli benyttet i analysen med tanke på at det er mest relevant for en framskriving. Samtidig vil rentabilitetsmålene reflektere en etterskuddsrente for å skape konsistens med kravene, samt tidsvekting.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}_t}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta\text{kapital} - \text{nettoresultat}_t}{2}}$$

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten vil være avkastningen på selskapets egenkapital. Følgende formel blir benyttet:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{NRE_t}{IB\ EK + \frac{\Delta EK - NRE_t}{2}}$$

| Egenkapitalrentabilitet | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|-------------------------|------|------|------|------|------|-------|------------------|
| Bakkafrost | 0,35 | 0,27 | 0,48 | 0,51 | 0,48 | 0,42 | 0,46 |
| Bransjen | 0,15 | 0,04 | 0,20 | 0,22 | 0,13 | 0,13 | 0,15 |

Tabell 8-1 - Egenkapitalrentabilitet 2011-2016T

Vi ser av tabell 8-1 at Bakkafrost har oppnådd en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen under hele analyseperioden. Årsaken til fallet i 2012 vil være den lave lakseprisen dette året.

Videre har rentabiliteten til bransjen gått ned mot slutten av analyseperioden. Denne har vært preget av større problemer med lakselus. Med andre ord vil dette være faktorer som påvirker egenkapitalrentabiliteten.

8.1.1 Superrentabilitet

Bakkafrost og bransjens egenkapitalrentabilitet måles opp imot egenkapitalkravet, ettersom rentabiliteten alene ikke vil være noe godt mål på lønnsomheten (Knivsfå, 2016, F10, s. 23).

Tabell 8-2 viser at egenkapitalrentabiliteten har vært høyere enn egenkapitalkravet over hele analyseperioden. Tidsvektet så har Bakkafrost vært veldig lønnsom, med en superrentabilitet på nærmere 40%. Forhold som kan ha bidratt til dette er prispremien de har oppnådd i markedet, og aktiviteter som har ført til kostnadseffektivitet. Videre har kravet over perioden vært ganske stabilt.

| Superrentabilitet | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|--------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Egenkapitalrentabilitet | ekr | 0,35 | 0,27 | 0,48 | 0,51 | 0,48 | 0,42 | 0,46 |
| Egenkapitalkrav | ekk | 0,08 | 0,07 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |
| Superrentabilitet | ekr-ekk | 0,27 | 0,20 | 0,42 | 0,46 | 0,43 | 0,37 | 0,40 |

Tabell 8-2 - Superrentabilitet Bakkafrost 2011-2016T

Videre kan superrentabiliteten deles opp i tre ulike komponenter for å se nærmere på hva som egentlig skaper fordelene, om det er eksterne bransjeforhold eller interne forhold. Følgende formelen benyttes.

Superrentabilitet = ekstern bransjefordel + intern rentabilitetsfordel + kravfordel

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

Den eksterne bransjefordelen vil være felles for alle de sammenlignbare virksomhetene i bransjeutvalget vårt, inkludert Bakkafrost. Som vi ser av tabell 8-3 så har bransjen også et stabilt krav, mens rentabiliteten svinger mer. Sammenlignet med Bakkafrost sin superrentabilitet ligger denne på et vesentlig lavere nivå. I tillegg kan man se at svingningene i rentabilitet over perioden samsvarer, noe som kan indikere at de valgte selskapene er passende ved en analyse av Bakkafrost.

| Ekstern bransjefordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|--------------------------|-----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Egenkapitalrentabilitet | ekr_B | 0,15 | 0,04 | 0,20 | 0,22 | 0,13 | 0,13 | 0,15 |
| Egenkapitalkrav | ekk_B | 0,06 | 0,06 | 0,05 | 0,06 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |
| Superrentabilitet | $ekr_B - ekk_B$ | 0,09 | -0,02 | 0,14 | 0,16 | 0,08 | 0,08 | 0,10 |

Tabell 8-3 - Superrentabilitet bransje 2011-2016T

Vi kan se av tabell 8-4 at Bakkafrost oppnår en rentabilitetsfordel, ettersom den er høyere enn bransjens. De får mer igjen per investert krone, og det tidsvektede snittet er på 30%. Årsaken utdypes under driftsanalysen. Den interne ressursfordelen inkluderer også kravfordelen. Tabell 8-5 representerer kravfordelen. Egenkapitalkravene i analyseperioden har vært relativt stabile, men ser man på det tidsvektede snittet så har Bakkafrost et noe høyere krav, som vil tilsi en kravulempe. Det betyr at eventuelle investorer krever en høyere avkastning på Bakkafrost enn for den øvrige bransje.

| Intern ressursbasert fordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Egenkapitalrentabilitet | ekr | 0,35 | 0,27 | 0,48 | 0,51 | 0,48 | 0,42 | 0,46 |
| Egenkapitalrentabilitet bransje | ekr_B | 0,15 | 0,04 | 0,20 | 0,22 | 0,13 | 0,13 | 0,15 |
| Intern rentabilitetsfordel | $ekr - ekr_B$ | 0,19 | 0,23 | 0,28 | 0,29 | 0,35 | 0,29 | 0,30 |

Tabell 8-4 - Intern ressursbasert fordel Bakkafrost 2011-2016T

| Egenkapitalkravfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Egenkapitalkrav | ekk | 0,076 | 0,0701 | 0,059 | 0,051 | 0,050 | 0,053 | 0,060 |
| Egenkapitalkrav bransje | ekk_B | 0,063 | 0,0578 | 0,055 | 0,057 | 0,054 | 0,053 | 0,057 |
| Egenkapitalkravfordel | $ekk - ekk_B$ | -0,014 | -0,012 | -0,004 | 0,006 | 0,004 | 0,000 | -0,003 |

Tabell 8-5 - Egenkapitalkravfordel Bakkafrost 2011-2016T

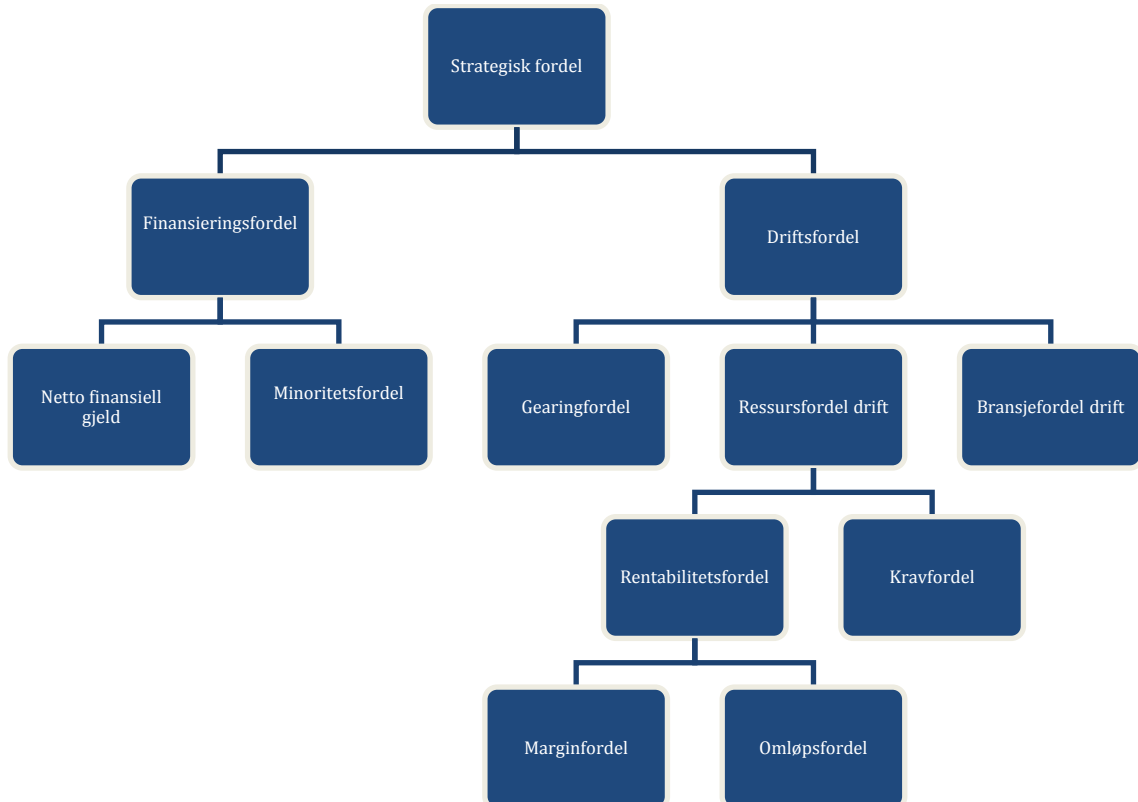
Den strategiske fordelten oppsummeres i tabell 8-6. Som vi ser, utgjør den interne rentabilitetsfordelen den klart største delen av strategisk fordel. Bransjefordelen er også stor, og gir følgelig Bakkafrost en samlet strategisk fordel på nærmere 40%, som nevnt innledningsvis i dette delkapittelet.

| Strategisk fordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Tidsvektet snitt |
|----------------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Ekstern bransjefordel | $ekr_B - ekk_B$ | 0,09 | -0,02 | 0,14 | 0,16 | 0,08 | 0,08 | 0,10 |
| Intern rentabilitetsfordel | $ekr - ekr_B$ | 0,19 | 0,23 | 0,28 | 0,29 | 0,35 | 0,29 | 0,30 |
| Egenkapitalkravfordel | $ekk - ekk_B$ | -0,014 | -0,012 | -0,004 | 0,006 | 0,004 | 0,000 | -0,003 |
| Strategisk fordel | SF | 0,27 | 0,20 | 0,42 | 0,46 | 0,43 | 0,37 | 0,40 |

Tabell 8-6 - Strategisk fordel Bakkafrost 2011-2016T

8.2 Strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I forrige delkapittel observerte vi en tidsvektet strategisk fordel på cirka 40%. Denne kan dekomponeres videre i en drifts og finansieringsanalyse. Rammeverket tar utgangspunkt i Knivsflå (2016, F10) sine forelesningsnotater. Videre analyseres alle leddene i figur 8-1, for å se om de bidrar til en ulempe eller fordel i forhold til den observerte strategiske fordel.



Figur 8-1 - Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

8.3 Driftsfordel

Først ser vi nærmere på driftsfordelen. Denne består av en bransje-, ressurs- og gearingfordel. De to førstnevnte utgjør en strategisk fordel og blir videre kalt «ren driftsfordel», mens gearing vil være en skalering av den strategiske fordel. Årsaken til at gearingfordelen tilegnes driftsfordelen er ifølge Knivsflå (2016, F10, s.35) på grunn av at den kún inneholder enkelte finansieringselementer.

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

Den rene driftsfordelen deles inn i bransje- og ressursfordel, der sistnevnte igjen deles inn i rentabilitetsfordel og kravfordel. Oppsummert finnes den totale driftsfordelen ved:

$$\begin{aligned} \text{Driftsfordel} &= (\text{ndr} - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig}) \\ &= \text{Ren driftsfordel} + \text{gearingfordel} \end{aligned}$$

8.3.1 Ren driftsfordel

Av tabell 8-7 fremkommer den samlede «rene driftsfordelen» til Bakkafrost. Det tidsvektede snittet er 30%. Selskapets netto driftsrentabilitet ligger høyere enn netto driftskrav over hele perioden. I likhet med egenkapitalrentabiliteten så vil svingninger i driftsrentabiliteten delvis forklares ved en volatil laksepris, men også andre forhold som vi vil utdype nærmere når vi skal dekomponere den rene driftsfordelen.

| Ren driftsfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 0,23 | 0,15 | 0,30 | 0,41 | 0,43 | 0,36 | 0,35 |
| Netto driftskrav | ndk | 0,054 | 0,051 | 0,048 | 0,050 | 0,046 | 0,046 | 0,049 |
| Ren driftsfordel | RDF | 0,18 | 0,10 | 0,25 | 0,36 | 0,38 | 0,31 | 0,30 |

Tabell 8-7 - Ren driftsfordel Bakkafrost 2011-2016T

8.3.2 Bransjefordel drift

Tabell 8-8 representerer bransjefordelen for driften, og det tidsvektede snittet er cirka 6%. Etersom denne er lavere enn den «rene driftsfordelen» så innebærer det at Bakkafrost har en strategisk fordel i forhold til bransjen. Videre er den positiv over hele analyseperioden med unntak fra 2012. Ifølge de kvalitative analysene våre kom vi frem til samme konklusjon. På grunn av konsesjonsgivning og etableringskostnadene er bransjen preget av høye inngangsbarrierer. Dette påvirker konkurransen og tilbudssiden i markedet.

| Bransjefordel drift | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|----------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftsrentabilitet bransje | ndr_B | 0,11 | 0,04 | 0,15 | 0,15 | 0,10 | 0,11 | 0,11 |
| Netto driftskrav bransje | ndk_B | 0,056 | 0,057 | 0,052 | 0,051 | 0,048 | 0,052 | 0,052 |
| Bransjefordel drift | BFD | 0,05 | -0,01 | 0,10 | 0,10 | 0,05 | 0,06 | 0,06 |

Tabell 8-8 - Bransjefordel drift 2011-2016T

8.3.3 Ressursfordel drift

En ressursfordel kommer frem ved at driftsrentabiliteten til selskapet er høyere enn rentabiliteten til bransjen og/eller at kravet til selskapet er lavere enn bransjens krav (Knivslå, 2016, F11 s.22). Av tabell 8-9 kan man se at Bakkafrost oppnår en rentabilitetsfordel på rundt 23% ovenfor bransjen. Dette vil med andre ord si at Bakkafrost besitter og/eller utnytter ressursene de har til rådighet på en bedre måte enn de komparative selskapene. Videre har også Bakkafrost en driftskravfordel ovenfor bransjen.

| Rentabilitetsfordel drift | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 0,23 | 0,15 | 0,30 | 0,41 | 0,43 | 0,36 | 0,35 |
| Netto driftsrentabilitet bransje | ndr_B | 0,11 | 0,04 | 0,15 | 0,15 | 0,10 | 0,11 | 0,11 |
| Rentabilitetsfordel drift | RF | 0,12 | 0,11 | 0,14 | 0,26 | 0,33 | 0,25 | 0,23 |

Tabell 8-9 - Rentabilitetsfordel drift Bakkafrost 2011-2016T

| Driftskravfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Tidsvektet snitt |
|--------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto driftskrav | ndk | 0,054 | 0,051 | 0,048 | 0,050 | 0,046 | 0,046 | 0,049 |
| Netto driftskrav bransje | ndk_B | 0,056 | 0,057 | 0,052 | 0,051 | 0,048 | 0,052 | 0,052 |
| Driftskravfordel | KF | 0,002 | 0,006 | 0,005 | 0,001 | 0,002 | 0,005 | 0,003 |

Tabell 8-10 - Driftskravfordel Bakkafrost 2011-2016T

For å kaste et bedre lys over hva som egentlig utgjør rentabilitetsfordelen til Bakkafrost, vil den dekomponeres i en margin- og omløpsfordel.

8.3.3.1 Margin- og omløpsfordel

Vi ser av rentabilitetsfordelen at Bakkafrost har en fordel på 23%. Videre kan denne dekomponeres i en DuPont-analyse. Dette gjøres ved å skille mellom margin- og omløpsfordel og sammenligne det med den øvrige bransjen. Bakgrunnen for splittingen vil være at netto driftseiendeler kan sees på som et produkt av netto driftsmargin (ndm) og omløpshastigheten til netto driftseiendeler (onde) (Knivslå, 2016, F11, s.33).

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

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B$$

8.3.3.2 Marginfordel

En marginfordel oppstår dersom en virksomhet har høyere driftsmargin enn bransjen. Med andre ord innebærer det at de har lavere driftskostnader per driftsinntektskrone enn bransjen (Knivsflå, 2016, F11, s.33). Netto driftsmargin finnes ved;

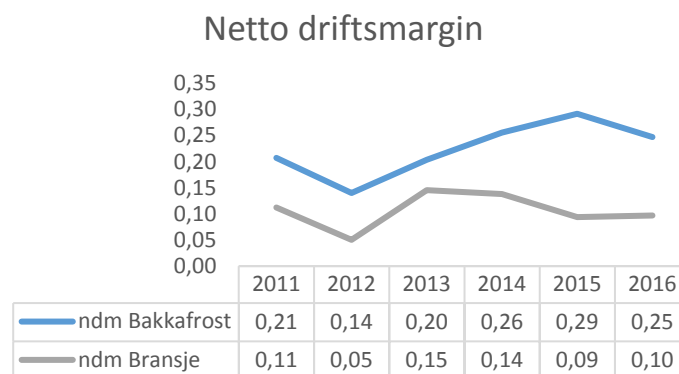
$$ndm = \frac{DI}{NDE}$$

Tabell 8-11 viser marginfordelen til Bakkafrost, og den tidsvektede fordelten er på 19% over tidsperioden. Med andre ord vil Bakkafrost ha lavere driftskostnader per driftsinntektskrone enn bransjen.

| Marginfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Netto driftsmargin | ndm | 0,21 | 0,14 | 0,20 | 0,26 | 0,29 | 0,25 | 0,24 |
| Netto driftsmargin bransje | ndm_B | 0,11 | 0,05 | 0,15 | 0,14 | 0,09 | 0,10 | 0,11 |
| Uvektet marginfordel | UMF | 0,10 | 0,09 | 0,06 | 0,12 | 0,20 | 0,15 | 0,13 |
| Omløpet til NDE BAKKAFROST | onde | 1,11 | 1,07 | 1,45 | 1,61 | 1,48 | 1,44 | 1,43 |
| Vektet marginfordel | VMF | 0,11 | 0,10 | 0,08 | 0,19 | 0,29 | 0,22 | 0,19 |

Tabell 8-11 - Marginfordel Bakkafrost 2011-2016T

Av figur 8-2 kan man se at bransjen og Bakkafrost fulgte den samme trenden frem til og med 2013. Etter dette oppnår Bakkafrost en stigende margin frem til 2015, men bransjens margin reduseres. Dette kan relatere seg til synergieffekter fra helintegrert fôrproduksjon og mindre problemer med fiskesykdommer/lakselus. I 2016 er det ventet noe høyere kostnader tilknyttet investeringen av det nye anleggsområdet.



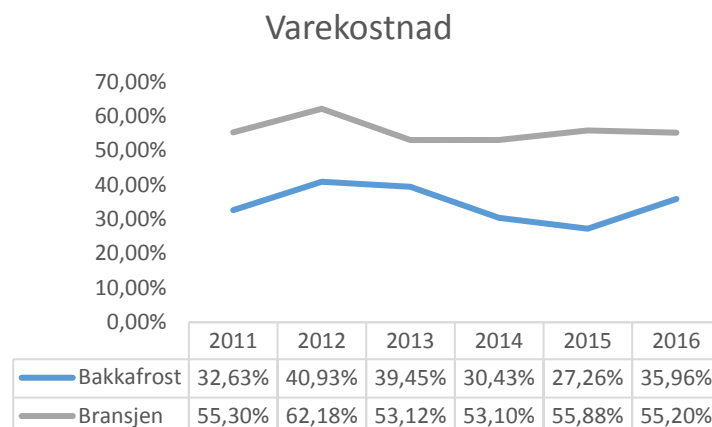
Figur 8-2 - Utvikling netto driftsmargin 2011-2016T

For å få en bedre oversikt over kostnadspostene til Bakkafrost i forhold til driftsinntektene relativt sett til bransjen, kan vi sette opp en common size-analyse. Dette kan avsløre marginfordelen på en enklere måte (Knivsflå, 2016, F11, s. 36). Resultatet fremkommer av tabell 8-12. Posten «varekjøp» og «endring i beholdning av varer» må vurderes i sammenheng, ettersom bransjeregnskapet oppgir denne samlet. Vi ser dermed at Bakkafrost har betydelig lavere varekostnader enn bransjen. Til gjengjeld har de mer *andre driftskostnader*, men totalt sett virker Bakkafrost mer kostnadseffektive enn bransjen. Dette skaper marginfordelen til selskapet. Videre foretas det mer utdypende analyser av enkelte kostnadsposter.

| Common size Bakkafrost | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T t.snitt BAKKA | t.snitt bransje | Avvik |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|---------------------|-----------------|----------|
| Tidsvekt | 5,00 % | 10,00 % | 15,00 % | 20,00 % | 25,00 % | 25,00 % | | |
| Driftsinntekter | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 100,00 % | 0,00 % |
| Varekjøp | 34,12 % | 45,03 % | 42,74 % | 34,03 % | 42,14 % | 37,54 % | 55,34 % | -15,99 % |
| Endr. i behold. av varer u. tilvirk. o | -1,50 % | -4,10 % | -3,29 % | -3,60 % | -14,88 % | -1,59 % | -5,81 % | 0,00 % |
| Lønnskostnader | 12,73 % | 11,32 % | 9,35 % | 9,83 % | 9,86 % | 9,13 % | 9,88 % | -2,90 % |
| Andre driftskostnader | 24,18 % | 26,01 % | 24,16 % | 25,04 % | 23,98 % | 21,86 % | 23,90 % | 10,26 % |
| Avskrivninger | 5,10 % | 4,32 % | 3,48 % | 3,62 % | 3,79 % | 3,45 % | 3,74 % | -1,25 % |
| Driftsresultat av egen virksomhet | 25,37 % | 17,41 % | 23,56 % | 31,07 % | 35,10 % | 29,60 % | 28,94 % | 15,70 % |
| Driftsrelatert skattekostnad | 4,45 % | 3,05 % | 4,13 % | 5,45 % | 6,16 % | 5,19 % | 5,07 % | 1,82 % |
| Netto driftsresultat av egen virksomhet | 20,92 % | 14,36 % | 19,43 % | 25,62 % | 28,95 % | 24,41 % | 23,86 % | 13,88 % |
| Netto driftsresultat fra tilknyttede | -0,15 % | -0,35 % | 0,95 % | -0,03 % | 0,24 % | 0,29 % | 0,23 % | -0,58 % |
| Netto driftsresultat | 20,77 % | 14,01 % | 20,39 % | 25,59 % | 29,18 % | 24,70 % | 24,09 % | 13,30 % |

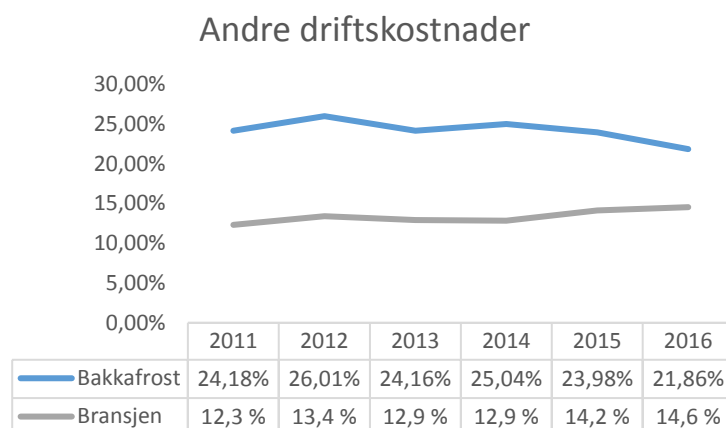
Tabell 8-12 - Common size-regnskap Bakkafrost 2011-2016T

Varekostnaden utgjør en fordel på nærmere 22% for Bakkafrost. Ifølge de strategiske analysene avdekket vi at kostnader i forbindelse med laksefôr utgjorde nærmere 50% av denne posten for selskapene i analysen. Som tidligere nevnt er Bakkafrost selvforsynt med laksefôr, Marine Harvest har blitt delvis selvforsynt, mens den øvrige bransjen må benytte seg av eksterne leverandører. Ved å ha kontroll på hele verdikjeden unngår man transaksjoner med leverandører, som mest sannsynlig har en viss forhandlingsmakt. Den stabile utviklingen i kostnadsposten for bransjen kan tilsi dette. For ordens skyld så må Bakkafrost ut i markedet når det kommer til lakseegg/rogn, da vil betydningen av å forhandle frem gode kontrakter være viktig. Å være helintegreert med fiskefôr synes derfor å være en viktig kilde til marginfordelen for Bakkafrost.



Figur 8-3 - Utvikling varekostnad 2011-2016T

Andre driftskostnader representerer i hovedsak leveringskostnader, vedlikehold og øvrige kostnadselementer. Som vi ser av figur 8-4 er den høyere enn bransjen. Årsaken til at den er cirka 10% høyere i snitt er vanskelig å utdype på grunn av manglende informasjon om de ulike elementene. Ser man på leveringskostnader og vedlikehold utgjør de en mindre andel av posten i forhold til konkurrentene. Trenden er at differansen har blitt mindre over perioden, noe som kan skyldes sentraliseringen av produksjonslokaler som har foregått. Bakkafrost vil bli mer samlet over de neste årene, og det kan tenkes at differansen vil bli enda mindre.



Figur 8-4 - Utvikling i andre driftskostnader 2011-2016T

Totalt sett ser man at Bakkafrost er mer kostnadseffektiv enn den øvrige bransjen på flere punkter. En viktig faktor i den sammenheng vil være at selskapet er helintegret og oppnår kostnadsbesparelser ved å ikke måtte forholde seg til eksterne leverandører. Av tabell 8-13 ser

man marginfordelen oppsummert og vektet for omløpet til netto driftseiendeler. Det totale vektete snittet for marginfordelen er 19%.

| Common size Bakkafrost | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Tidsvektet snitt | Vektet onde | Vektet marginfordel |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|-------------|---------------------|
| Tidsvekt | 5,0% | 10,0% | 15,0% | 20,0% | 25,0% | 25,0% | | | |
| Driftsinntekter | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,432 | 0,0% |
| Varekjøp | -22,7% | -21,2% | -13,7% | -22,7% | -28,6% | -19,2% | -21,8% | 1,432 | -31,2% |
| Lønnskostnader | 0,1% | -2,5% | -3,0% | -2,1% | -3,1% | -4,0% | -2,9% | 1,432 | -4,2% |
| Andre driftskostnader | 11,9% | 12,6% | 11,2% | 12,2% | 9,8% | 7,3% | 10,3% | 1,432 | 14,7% |
| Avskrivninger | 0,6% | -0,7% | 0,3% | -1,1% | -1,7% | -2,5% | -1,2% | 1,432 | -1,8% |
| Driftsresultat av egen virksomhet | 10,2% | 11,8% | 5,2% | 13,6% | 23,6% | 18,4% | 15,7% | 1,432 | 22,5% |
| Driftsrelatert skattekostnad | 0,1% | 1,8% | -1,2% | 0,9% | 3,2% | 3,4% | 1,8% | 1,432 | 2,6% |
| Netto driftsresultat av egen virksomhet | 10,1% | 10,0% | 6,4% | 12,8% | 20,4% | 15,1% | 13,9% | 1,432 | 19,9% |
| Netto driftsresultat fra tilknyttede virksomheter | -0,6% | -1,0% | -0,5% | -1,0% | -0,6% | -0,1% | -0,6% | 1,432 | -0,8% |
| Netto driftsresultat | 9,5% | 9,0% | 5,8% | 11,8% | 19,8% | 15,0% | 13,3% | 1,432 | 19,1% |

Tabell 8-13 - Oppsummering margin-analyse 2011-2016T

8.3.3.3 Omløpsfordel

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler vil være et mål på effektivitet. En fordel indikerer at en virksomhet har høyere driftsinntekt per krone investert, eller en lavere kapitalbinding per krone omsatt enn bransjen (Knivsflå, 2016, F11, s.42).

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

Ifølge Knivsflå (2016, F11, s.42) kan man se nærmere på omløpet ved å enten foreta en per-unit analyse, eller å splitte opp netto driftskapital i forhold til de ulike segmentene. Sistnevnte vil være vanskelig å gjennomføre ettersom det er kun driftsinntektene som er splittet opp per forretningssegment og ikke kapitalen. Den andre metoden innebærer at man ser på driftsinntekter og netto driftseiendeler per kilo solgt laks. Selskapene rapporterer totalt slaktet volum i årsrapportene, mens det kun er noen av de komparative som rapporterer antall solgt laks. På bakgrunn av dette velges det ikke å gå videre med en slik analyse.

Likevel så vil de kvalitative analysene bidra med innsikt til hvorfor Bakkafrost oppnår en tidsvektet omløpsfordel på 4%. På grunn av den varige fordelen selskapet har med gunstige klimatiske forhold, så vil utsett av smolt i løpet av hele året føre til at driften blir mer effektivisert. Dette kan generere et høyere antall tonn slaktet. Omløpet kan bli ytterligere effektivisert ved å sette ut større smolt, noe som er planlagt i fremtiden.

| Omløpsfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|---|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 0,05 | 0,10 | 0,15 | 0,20 | 0,25 | 0,25 | |
| Omløpet til netto driftseiendeler | onde | 1,11 | 1,07 | 1,45 | 1,61 | 1,48 | 1,44 | 1,43 |
| Omløpet til netto driftseiendeler bransje | onde _B | 0,95 | 0,87 | 1,05 | 1,12 | 1,03 | 1,11 | 1,05 |
| Uvektet omløpsfordel | OFU | 0,16 | 0,20 | 0,40 | 0,49 | 0,45 | 0,34 | 0,38 |
| Netto driftsmargin bransje | ndm _B | 0,11 | 0,05 | 0,15 | 0,14 | 0,09 | 0,10 | 0,11 |
| Vektet omløpsfordel | OFV | 0,02 | 0,01 | 0,06 | 0,07 | 0,04 | 0,03 | 0,04 |

Tabell 8-14 - Omløpsfordel Bakkafrost 2011-2016T

8.3.4 Oppsummering driftsfordel

Bakkafrost har en samlet «ren driftsfordel» på 30%, og vi ser av tabell 8-15 at denne oppstår både på grunn av en bransje- og en ressursfordel. Når det kommer til bransjefordelen så forventes denne å fortsatt være stabil, mye på grunn av høye inngangsbarrierer. Rentabilitetsfordelen, og spesielt marginfordelen, er den største bidragsyteren til den høye superrentabiliteten Bakkafrost har oppnådd. Det viser seg at selskapets lokalisering og fokus på kostnadseffektivitet har slått positivt ut.

| Ren driftsfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Bransjefordel drift | BFD | 0,05 | -0,01 | 0,10 | 0,10 | 0,05 | 0,06 | 0,06 |
| Marginfordel drift | MF | 0,11 | 0,10 | 0,08 | 0,19 | 0,29 | 0,22 | 0,19 |
| Omløpsfordel drift | OF | 0,02 | 0,01 | 0,06 | 0,07 | 0,04 | 0,03 | 0,04 |
| Rentabilitetsfordel drift | RF | 0,12 | 0,11 | 0,14 | 0,26 | 0,33 | 0,25 | 0,23 |
| Kravsfordel drift | KF | 0,002 | 0,006 | 0,005 | 0,001 | 0,002 | 0,005 | 0,003 |
| Ressursfordeldrift | RFD | 0,13 | 0,11 | 0,15 | 0,26 | 0,34 | 0,25 | 0,24 |
| Ren driftsfordel | RDF | 0,18 | 0,10 | 0,25 | 0,36 | 0,38 | 0,31 | 0,30 |

Tabell 8-15 - Oppsummering ren driftsfordel 2011-2016T

Gearingfordelen i driften er presentert i tabell 8-16. Det er viktig å poengtere at selv om denne øker den strategiske fordelen for Bakkafrost, øker den ikke verdien av selskapet (Knivsfå, 2016, F11, s.63). Selv om man kan oppnå en høyere fordel ved å finansiere i andre kilder enn egenkapital, vil en økt belåning føre til større risiko for egenkapitalen. Ifølge Miller og Modiglianis andre teorem (Berk & DeMarzo, 2014, s.489) vil da investorer kreve et høyere avkastningskrav. Formelen for gearing ble presentert i delkapittel 8-3.

| Gearingfordel drift | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Tidsvektet snitt |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Ren driftsfordel | RDF | 0,18 | 0,10 | 0,25 | 0,36 | 0,38 | 0,31 | 0,30 |
| Netto finansiell gjeldsgrad | nfgg | 0,57 | 0,88 | 0,68 | 0,29 | 0,14 | 0,21 | 0,36 |
| Minoritetsgrad | mig | 0,04 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Gearingfordel | GFD | 0,11 | 0,09 | 0,17 | 0,11 | 0,05 | 0,07 | 0,11 |

Tabell 8-16 - Gearingfordel drift Bakkafrost 2011-2016T

Videre oppsummeres den samlede driftsfordelen til Bakkafrost. Ettersom Bakkafrost har en høy «ren driftsfordel» er det fordelaktig med gearing ettersom det vil forsterke fordelene. Selskapet bør overordnet sett, fokusere på å opprettholde den høye rentabilitetsfordelen de har hatt.

| Samlet driftsfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | Tidsvektet snitt |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Bransjefordel | BFD | 0,05 | -0,01 | 0,10 | 0,10 | 0,05 | 0,06 | 0,06 |
| Ressursfordel | RFD | 0,13 | 0,11 | 0,15 | 0,26 | 0,34 | 0,25 | 0,24 |
| Ren driftsfordel | RDF | 0,18 | 0,10 | 0,25 | 0,36 | 0,38 | 0,31 | 0,30 |
| Gearingfordel | GFD | 0,11 | 0,09 | 0,17 | 0,11 | 0,05 | 0,07 | 0,11 |
| Samlet driftsfordel | DF | 0,28 | 0,19 | 0,42 | 0,47 | 0,44 | 0,38 | 0,41 |

Tabell 8-17 - Oppsummering samlet driftsfordel Bakkafrost 2011-2016T

8.4 Finansieringsfordel

Selv om det er driftsfordelen som i hovedsak skaper en virksomhets strategiske fordel, kan det foreligge en finansieringsfordel som er med på å øke den. Andre ledd i formelen er tilknyttet minoritetsinteresser. For Bakkafrost vil dette kun bli sett på i 2011 ettersom det er det eneste året det eksisterer.

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

$$nfgk = f g k * \frac{FG}{NFG} - f e k * \frac{FE}{NFG}$$

$$nfggr = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + \frac{(\Delta NFG - NFK + NFI)}{2}}$$

$$nfgg = \frac{NFG_{IB} + \frac{(\Delta NFG - NFK + NFI)}{2}}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

For å skape en finansieringsfordel på netto finansiell gjeld (FFNFG) må renten være lavere enn kravet til den finansiell gjelden. Når det kommer til finansielle eiendeler må rentabiliteten være større enn kravet. Dette vil si at man kan skape finansieringsfordel på netto finansiell gjeld på to forskjellige måter, men det ventes at denne er tilnærmet lik null pga. sterk konkurranse i finansmarkedet (Knivsflå, 2016, F10, s.49). En minoritetsfordel innebærer en rentabilitet lavere

enn kravet (Knivsflå, 2016, F10, s.63). Under presenteres formlene for å finne henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

$$fgk = r_f + krp$$

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

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

$$FFFE = (fer - fek) * feg$$

$$fek = r_f + \beta_{FE} * mrp$$

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB}+(\Delta FE-NFI)/2}$$

$$feg = \frac{FE_{IB}+(\Delta FE-NFI)/2}{EK_{IB}+(\Delta EK-NRE)/2}$$

Av tabell 8-18 og 8-19 fremkommer det at tidsvektet snitt for gjeldsrenter ligger over gjeldskravet, og at tidsvektet eiendelsrentabiliteten har vært høyere enn eiendelskravet. Dette skaper følgelig en liten finansieringsulempe for finansiell gjeld samt, en marginal finansieringsfordel for finansielle eiendeler.

Som tidligere drøftet, når vi analyserte de historiske avkastningskravene, er det mulig at det finansielle gjeldskravet er satt for lavt. At den utregnede kredittrisiko premien og markedets prising kan være forskjellig, fører til at ulempen blir større enn hva som er normalt.

Når det kommer til finansielle eiendeler så kan det tenkes at en av årsakene til at denne er liten er fordi en stor del av de finansielle eiendelene består av bankinnskudd og kontantekvivalenter, som gir forholdsvis lav avkastning.

| Finansieringsfordel finansiell gjeld | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|---|-------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Finansielt gjeldskrav | fgk | 0,025 | 0,023 | 0,018 | 0,019 | 0,016 | 0,016 | 0,018 |
| Finansiell gjeldsrente | fgr | 0,045 | 0,020 | 0,029 | 0,037 | 0,038 | 0,035 | 0,034 |
| Finansiell gjeldsrentefordel | fgk-fgr | -0,020 | 0,003 | -0,011 | -0,019 | -0,021 | -0,019 | -0,016 |
| Finansiell gjeldsgrad | fgg | 0,626 | 0,923 | 0,802 | 0,548 | 0,317 | 0,309 | 0,510 |
| Finansieringsfordel finansiell gjeld | FFFG | -0,013 | 0,003 | -0,009 | -0,010 | -0,007 | -0,006 | -0,008 |

Tabell 8-18 – Finansieringsfordel finansiell gjeld Bakkafrøst 2011-2016T

| Finansieringsfordel finansielle eiendeler | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|--|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Finansiell eiendelsrentabilitet | fer | 0,100 | 0,129 | 0,031 | 0,012 | 0,011 | 0,012 | 0,031 |
| Finansielt eiendelskrav | fek | 0,019 | 0,014 | 0,010 | 0,012 | 0,011 | 0,010 | 0,011 |
| Finansiell eiendelsrentabilitetfordel | fer-fek | 0,081 | 0,115 | 0,020 | 0,001 | 0,000 | 0,002 | 0,019 |
| Finansiell eiendelsgrad | feg | 0,031 | 0,024 | 0,102 | 0,237 | 0,164 | 0,083 | 0,129 |
| Finansieringsfordel finansielle eiendeler | FFFE | 0,003 | 0,003 | 0,002 | 0,003 | 0,000 | 0,000 | 0,002 |

Tabell 8-19 - Finansieringsfordel finansielle eiendeler Bakkafrøst 2011-2016T

Hvis kravet for netto finansiell gjeld er høyere enn rentabiliteten vil det være hensiktsmessig for Bakkafrost og øke netto finansiell gjeld (Knivsflå, F10, s.58). I tillegg til å benytte formelen introdusert i starten av delkapittelet, kan man finne finansieringsfordelen ved å subtrahere finansieringsfordelen for finansiell gjeld med fordelene for finansielle eiendeler.

Vi ser av tabell 8-20 at Bakkafrost har en vektet finansieringsulempe på nærmere 1% i snitt. Ettersom det finnes en ulempe hvert år, med unntak av 2012, kan det være nærliggende å tro at denne opprettholdes i fremtiden.

| Finansieringsfordel netto finansiell gjeld | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Netto finansielt gjeldskrav | nfgk | 0,025 | 0,023 | 0,020 | 0,036 | 0,018 | 0,018 | 0,023 |
| Netto finansiell gjeldsrentabilitet | nfgr | 0,045 | 0,018 | 0,030 | 0,061 | 0,072 | 0,046 | 0,050 |
| Netto finansiell gjeldsrentefordel | nfgk-nfgr | -0,019 | 0,006 | -0,009 | -0,025 | -0,054 | -0,028 | -0,027 |
| Netto finansiell gjeldsgrad | nfgg | 0,566 | 0,880 | 0,676 | 0,291 | 0,141 | 0,215 | 0,365 |
| Finansieringsfordel netto finansiell gjeld | FFNFG | -0,011 | 0,000 | -0,006 | -0,007 | -0,008 | -0,006 | -0,006 |

Tabell 8-20 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld Bakkafrost 2011-2016T

Oppsummert finansieringsulempe kommer frem av tabell 8-21. I tillegg til overnevnte beregninger er minoritetsulempen i 2011 tatt med. Dette utdypes ikke videre, ettersom det var kun i 2011 det eksisterte minoritetsinteresser og fordi det ikke er relevant for den fremtidige driften av selskapet. Ulempen er imidlertid veldig liten, noe som samsvarer med teorien om at denne er tilnærmet lik null på grunn av konkurransekraftene i finansmarkedet (Knivsflå, 2016, F10, s.49).

| Samlet finansieringsfordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|---|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Finansieringsfordel finansiell gjeld | FFFG | -0,01 | 0,00 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 |
| Finansieringsfordel finansielle eiendeler | FFFE | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Finansieringsfordel netto finansiell gjeld | FFNFG | -0,01 | 0,00 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 |
| Finansieringsfordel minoritetsinteresser | FFMI | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Samlet finansieringsfordel | FF | -0,01 | 0,00 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 |

Tabell 8-21 - Samlet finansieringsfordel 2011-2016T

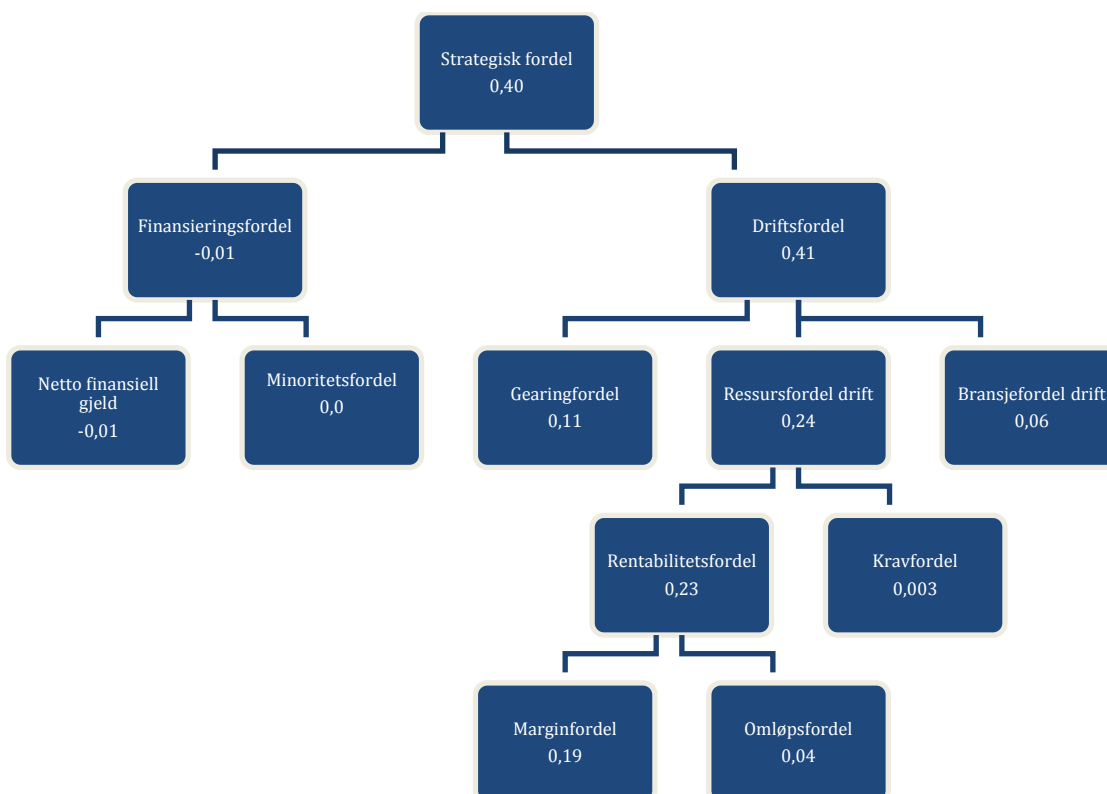
8.5 Oppsummering strategisk fordel

Som vi ser av tabell 8-22 stemmer dette med superrentabiliteten presentert i delkapittel 8.1.1.

Av figur 8-5 kan man nøyere se hva som skaper den samlede strategiske fordel.

| Strategisk fordel | Forkortelse | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016T | Tidsvektet snitt |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Tidsvekt | | 5 % | 10 % | 15 % | 20 % | 25 % | 25 % | |
| Bransjefordel drift | BFD | 0,05 | -0,01 | 0,10 | 0,10 | 0,05 | 0,06 | 0,06 |
| Ressursfordel drift | RFD | 0,13 | 0,11 | 0,15 | 0,26 | 0,34 | 0,25 | 0,24 |
| Gearingfordel drift | GFD | 0,11 | 0,09 | 0,17 | 0,11 | 0,05 | 0,07 | 0,11 |
| Driftsfordel | DF | 0,28 | 0,19 | 0,42 | 0,47 | 0,44 | 0,38 | 0,41 |
| Finansieringsfordel netto finansiell gjeld | FFNFG | -0,01 | 0,00 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | -0,01 |
| Strategisk fordel | SF | 0,27 | 0,20 | 0,42 | 0,46 | 0,43 | 0,37 | 0,40 |

Tabell 8-22 - Oppsummering strategisk fordel



Figur 8-5 - Oppsummerings tidsvektet strategisk fordel Bakkafrost 2011-2016T

Den samlede driftsfordelen, som inkluderer bransje-, ressurs- og gearingfordel, til Bakkafrost har som vi ser vært 40%.

9 Fremtidsregnskap

Sammen med regnskapsanalysen, så vil de strategiske analysene danne grunnlaget for fremtidsregnskapet. Det predikerte resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen vil på sin side være viktig, ettersom den valgte verdsettelsesteknikken bygger på å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer.

Ifølge Knivsflå (2016, F13, s.5) kan man gjennomføre fire steg ved utarbeidelse av fremtidsregnskap. Stegene vil være i tråd med hva Penman (2013) mener er hensiktsmessig.

- Steg 1: Analyse av vekst
- Steg 2: Valg av budsjettthorisont T
- Steg 3: Budsjettering fra år 0 til T
- Steg 4: Konstant vekst fra T+1

9.1 Vekstanalyse

Det vil være hensiktsmessig å se på den historiske veksten når man skal vurdere den fremtidige utviklingen til et selskap. Vi vil av den grunn se nærmere på den historiske utviklingen i driftsinntektsvekst.

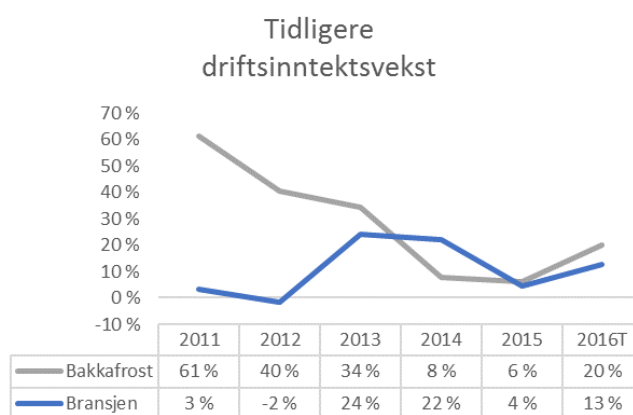
9.1.1 Driftsinntektsvekst

Ifølge Penman (2013, s.507) vil driftsinntektsveksten være den viktigste driveren i et framtidregnskap. Dette er grunnet den store innvirkningen den har på kontantstrømmene. Denne kan finnes ved hjelp av:

$$div = DI - DI_{t-1}/DI_{t-1}$$

I figur 9-1 kan man se Bakkafrost og bransjen sin vekst i absolutte størrelser per år. Årsaken til at veksten var veldig høy i starten av vår analyseperiode skyldes kjøpet av P/F Havsbrun, som har bidratt med verdifulle aktiviteter. Dette førte til at totalt høstet volum økte. Det samme gjaldt året etter, noe som ikke var tilfelle for den øvrige bransjen. Året var preget av lave

laksepriser. De siste tre årene har forskjellen mellom Bakkafrost og bransjen vært mer sammenfallende. Det eneste året bransjen har en større vekst er i 2014. Dette var fordi spotprisen på fersk laks gikk ned fra det foregående året målt i danske kroner, mens kontraktspriser på VAP var veldig høy. Som nevnt under de strategiske analysene, så har bransjen en høyere andel av driftsinntektene sine i VAP enn Bakkafrost. Selskapet ønsker imidlertid å øke denne andelen for å være mindre eksponert mot spotpriser. Det tidsvektede snittet over perioden har henholdsvis vært 28 og 11%.



Figur 9-1 – Historisk driftsinntektsvekst for Bakkafrost og bransjen

9.2 Budsjettperiode

Kaldestad og Møller (2011, s.79) påpeker at horisonten bør strekke seg frem til selskapet er i «steady state». Valg av tidshorizont, før man når konstant vekst, vil avhenge av flere faktorer. De to viktigste vil være bransjetilhørighet og hvilken livsfase selskapet befinner seg i.

Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje hvor resultatene vil kunne svinge fra år til år. Dette vil tale for en lengre horisont. En periode over fem år vil derfor kunne ansees som normalt for bedrifter i sykliske bransjer. Dette gjelder også for bransjer med stor vekst og/eller høy superprofitt (Kaldestad og Møller, 2011, s.79). Veksten i bransjen har historisk sett vært noe varierende i analyseperioden. Dette stammer nok fra oppkjøpstrenden som har preget bransjen i analyseperioden, samt en volatil laksepris. Videre vil man nok kunne vente en litt høyere vekst på kort sikt på grunn av høye laksepriser. Det kan tenkes at veksten deretter vil avta og bevege seg mot «steady state». Dette underbygger argumentet for en periode utover fem år.

På bakgrunn av diskusjonen over velges det en lang budsjettperiode hvor «steady state» inntreffer i år 2026 (T). Samtidig vil det bli lagt til to år (T+1, T+2) i konstant vekst-perioden.

9.3 Valg av detaljnivå

Valg av detaljnivå på budsjetteringen relaterer seg til hvor mange drivere som skal legges til grunn. Videre vil dette avhenge av den fastsatte budsjetthorisonten. Det vil være hensiktsmessig med et stort antall budsjett drivere på kort sikt, da det ikke er så stor usikkerhet rundt estimatene. Ved en lengre budsjettperiode, samt mer usikkert, er det hensiktsmessig med et lavere antall drivere (Knivsflå, F13, 2016, s. 18). Etersom horisonten i denne analysen er på 10 år, velger vi en tilnærming med relativt få budsjett drivere. Disse vil bli presentert senere i kapitlet.

9.4 Teknikk

En viktig forutsetning i fundamental verdsettelse er at kontantstrømmer blir fastsatt ved enden av hver periode og ikke halvveis i året som vi vanligvis antar. Dette betyr at rentabilitet, i dette tilfellet budsjett drivere, skal regnes på inngående kapital (Knivsflå, 2016, F13, s.23).

Selve teknikken for å budsjettere de fremtidige størrelsene vil være å fastsette budsjett drivere på gitte tidspunkter, og deretter la de utvikle seg lineært mellom tidspunktene.

Når det kommer til håndtering av usikkerhet i budsjett drivere kan dette gjøres på to måter. Den ene er scenariobudsjettering, mens den andre er simulering- og sensitivitetsanalyse. Sistnevnte er mest benyttet i praksis (Knivsflå F13, 2016, s. 37), og vil derfor bli benyttet for vår analyse. Mer presist gjennomføres dette ved å laget et budsjett for den mest sannsynlige utviklingen av driverne. Videre tar man hensyn til driverne ved å gjøre om kritiske budsjett drivere til stokastiske variabler (Knivsflå F13, 2016, s. 35).

9.5 Budsjett drivere

Vi har valgt å se nærmere på syv budsjett drivere, som skal benyttes for utarbeidelsen av framtidsregnskapet. Hver enkelt vil bli presentert og diskutert under.

9.5.1 Driftsinntektsvekst

Det tidsvektede gjennomsnittet i driftsinntektsveksten til Bakkafrost har vært 28%. Mye av årsaken til den høye veksten stammer hovedsakelig fra oppkjøpsaktiviteten i analyseperioden. Volumveksten har i snitt vært 25% årlig etter at selskapet kjøpte opp P/F Havsbrun. Veksten i driftsinntekter er mye høyere enn for den øvrige bransjen. Likevel så kan man ikke forsvare denne veksten fremover når selskapet befinner seg i konstant vekst-perioden. Det vil være urimelig å tro at selskapet vokser mer enn realveksten i verdensøkonomien, som ligger på fem prosent inkludert inflasjon (Knivsflå, 2016, F13 s.60).

Driftsinntektene vil være et produkt av volum og pris. Funnene gjort i de strategiske analysene viser at det er en rekke forhold som kan være utfordrende for selskapet når det kommer til volumvekst. Bakkafrost og bransjen er underlagt konsesjonslovgivning, noe som gjør det vanskelig med organisk vekst. Samtidig er det stort fokus på bærekraftig utvikling i bransjen, som kan hemme vekstmuligheter. På den andre siden kan større smolt ved sjøsetting og ferskvannsavlusning føre til at man utnytter konsesjonene på en bedre måte. I tillegg kan landbasert oppdrettsanlegg være en mulighet, men det kan virke som kostnadene her er større enn gevinsten per dags dato. Dette kan bli et reelt alternativ i fremtiden, videre forskes det også på andre alternative metoder. Likevel, forventes ikke disse å ha en utbredt funksjon i vår analyseperiode.

De fremtidige lakseprisene er oppgitt i NOK/kg og er hentet fra Fish Pool. Vi velger ikke å omgjøre de til DKK, ettersom det knyttes stor usikkerhet rundt fremtidige valutakurser. Prisene skal kun diskuteres og lede til en skjønnsmessig predikering av driftsinntektene.

Lakseprisen vil avhenge av tilbud og etterspørsel. Ifølge Fish Pool har lakseprisen de 10 første månedene i snitt vært 61,65 NOK/kg og forventes å stige mot 75 NOK/kg ved slutten av året. Dette gir et gjennomsnitt for 2016 på 63,68 NOK/kg. Historisk sett er prisene nå veldig høye og dette skyldes høyere etterspørsel enn tilbud. Dette kan forklares ved at de store norske selskapene har slitt mye med lakselus den siste tiden, i tillegg til at det har vært store produksjonsproblemer i Chile. På lengre sikt kan man også forvente at etterspørselen vil være høyere enn tilbudet, men om prisnivået vil holde dagens nivå er usikkert.

| Laksepriser NOK/kg | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 3-6kg | 31,9 | 26,6 | 39,6 | 40,3 | 42,1 | 63,7 | 66 | 59 | 57,5 | 44 | 44 | 44 |

Figur 9-2 - Historiske og fremtidige laksepriser NOK/kg (fishpool.eu)

9.5.1.1 Predikering av driftsinntektsvekst

Framtidsutsiktene for lakseprisene på kort sikt er fortsatt gode. I 2017 og 2018 opererer Fish Pool med priser på henholdsvis 66 NOK/kg og 59 NOK/kg. Dette innebærer at den er forventet å stige med 3,8 % i 2017 for så å falle med 10,8 % i 2018. Gjennomsnittet for de to årene, 62,3 NOK/kg, vil ligge litt under den forventede snittprisen i 2016 på 63,7 NOK/kg. Videre viser analyser (Akva fakta, 2016) at prispremien Bakkafrost tidligere har oppnådd, kommer til å ligge på et lavere nivå i nærmeste fremtid. De har solgt laksen for 2-3 kroner mer i snitt enn konkurrentene de siste årene (DN, 2016B). Grunnet usikkerhet tilknyttet prispremien velges det å eliminere prispremien på kort sikt. På bakgrunn av dette settes driftsinntektsveksten til 4,5 % i 2017 og -0,5 % i 2018. Årsaken til at dette ikke er likt prisendringene hos Fish Pool er fordi selskapets inntekter også består av salg av laksefôr (ca. 12%) og VAP-produkter på kontrakter (ca. 26%). Samtidig vil blant annet biologiske prosesser og andre faktorer spille inn.

Ifølge Fish Pool skal forwardprisene ned 25% fra 2018 til 2022. En reduksjon fra 59 NOK/kg til 44 NOK/kg fører til at driftsinntektsveksten på mellomlang sikt fortsatt vil være negativ. Fallet dempes imidlertid av en noe høyere volumvekst. Utsett av større smolt på 300g til 500g og mer ferskvannavlusning forventes å bidra til et noe høyere volum for Bakkafrost i dette tidsrommet. I tillegg forventer vi at Bakkafrost har økt andelen av VAP-produkter. Dette vil også dempe fallet, ved at prissettingen på kontrakter har en forsinket effekt i markedet i forhold til spotpris. Dermed får vi et lineært fall i veksten fra 2018 til 2022. Veksten i 2022 settes til -2,75 %.

Det store fallet i prisen vil kunne minne om nedgangssyklusen i starten av vår historiske analyseperiode. I motsetning til bransjen, klarte Bakkafrost å holde veksten oppe på grunn av oppkjøp og sammenslåinger. Det kan imidlertid virke naturlig at en syklisk bransje opplever en lignende bunn på mellomlang sikt. For ordens skyld, så er en laksepris på 44 NOK/kg langt høyere enn bunnen i 2012, da den var på 26,58 NOK/kg.

På lengre sikt forventes veksten å være lavere enn den historiske. Driftsinntektene vil så konvergere mot veksten i «steady state». Under den makroøkonomiske analysen ble det forventet en økende befolkningsvekst som igjen kan føre til en økning i etterspørsel etter sjømat. I tillegg har laks fått økt popularitet, grunnet blant annet helsemessige fordeler. På bakgrunn av utfordringer angående volumvekst og nyetableringer, vil det være nærliggende å tro at etterspørselen kommer til å være større enn tilbudet. Det kan imidlertid tenkes at man har fått implementert andre oppdrettsmetoder i fremtiden, hvor landbasert oppdrett virker mest nærliggende. Veksten mellom 2023 og 2026 forventes å være mer moderat, og konstant vekst settes til 4 %.

| Driftsinntektsvekst | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|---------------------|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Driftsinntektsvekst | div | 0,045 | -0,005 | -0,011 | -0,016 | -0,022 | -0,028 | -0,011 | 0,006 | 0,023 | 0,040 | 0,040 | 0,040 |

Tabell 9-1 - Driftsinntektsvekst Bakkafrost 2017-2028

| Driftsinntekter | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| DI t-1 | DI_{t-1} | 3417,344 | 3571,124 | 3553,269 | 3515,515 | 3458,388 | 3382,736 | 3289,711 | 3254,757 | 3275,100 | 3350,836 | 3484,870 | 3624,265 |
| Driftsinntektsvekst | (1+div) | 1,045 | 0,995 | 0,989 | 0,984 | 0,978 | 0,973 | 0,989 | 1,006 | 1,023 | 1,040 | 1,040 | 1,040 |
| Driftsinntekter | DI | 3571,124 | 3553,269 | 3515,515 | 3458,388 | 3382,736 | 3289,711 | 3254,757 | 3275,100 | 3350,836 | 3484,870 | 3624,265 | 3769,235 |

Tabell 9-2 - Utvikling driftsinntekter Bakkafrost 2017-2028

9.5.2 Netto driftsresultat

Driftsresultatet vil avhenge av netto driftsmargin og driftsinntektene. Ettersom vi i forrige delkapittel kom frem til driftsinntektene, vil fokuset her være å predikere netto driftsmargin.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Bakkafrost har over analyseperioden oppnådd en driftsmargin på 24% mot bransjens 11%. For ordens skyld, så er marginen beregnet på inngående kapital og ikke etterskuddsvis som tidligere. I tidsrom hvor lakseprisen er lav, er marginfordelen på et lavere nivå. Tidsvektet har Bakkafrost oppnådd en marginfordel på 17%.

Marginen vil forventes å være høye på kort sikt. Dette begrunnes først og fremst gjennom utsiktene for laksepriser hos Fish Pool. Prisen vil være den største driveren i netto driftsmargin, men eventuelle sykdomsutbrudd vil kunne svekke den. Som diskutert tidligere, kan marginfordelen Bakkafrost har hatt tilskrives kostnadseffektivitet. Selskapet oppnår generelt

lavere kostnader, og spesielt er det fordelaktig å være selvforsynt med laksefôr. Ettersom det vil være tid- og ressurskrevende å foreta investeringer tilknyttet egen fôrproduksjon, anser vi kostnadsfordelen til å vedvare i stor grad på kort sikt. I tillegg vil flere av fabrikkene i det nye anleggsområdet til selskapet, stå klare rundt årsskiftet 2016/17. Gjennom å sentralisere produksjonsområdet, ventes å føre til ytterligere kostnadsbesparelser. Sett under ett, tror vi at både 2017 og 2018 blir gode år for hele bransjen, og vi velger å sette driftsmarginen til henholdsvis 28% og 26%.

Ser vi videre på forwardprisene estimerer Fish Pool at lakseprisen utover 2018 reduseres til 44 NOK/kg i 2022. Det forventes derfor en god del lavere driftsmarginer i dette tidsrommet. Videre kan det tenkes at marginfordelen reduseres som følge av teknologien i bransjen bli mer lik. Det er godt mulig at man innen 2022 har funnet nye teknologier som effektiviserer produksjon og fører til lavere kostnader. Det er også mulig at det er Bakkafrost som introduserer disse først, og at bransjen kopierer Bakkafrost sine metoder. De senere årene har selskapet vist en god evne til å skape innovasjon. Videre vil det være nærliggende å tro at flere av konkurrentene velger å integrere fôrproduksjon i verdikjeden. Marine Harvest som utgjør den største delen av bransjesnittet er ventet å være mer eller mindre selvforsynte i Europa på dette tidspunktet. Driftsmarginen settes til 13 % i 2022, ettersom vi forventer at bransjen befinner seg i noe som kan ligne på en nedgangssyklus på mellomlang sikt.

Fra og med 2021 forventes det at prisene vil stige igjen grunnet større etterspørsel enn tilbud av laks. Videre kan det tenkes at kostnadene bli mer eller mindre lik bransjen, men likevel kan det være nærliggende å tro at Bakkafrost vil ha en kostnadsfordel ovenfor bransjen på grunn av lokaliseringen til selskapet. De optimale havtemperaturer fører til en lavere hyppighet av sykdomsutbrudd. Driftsmarginen i 2026 settes til 15 %. Årsaken til at den vil være lavere enn det tidsvektede snittet til selskapet er fordi konstant vekst-perioden skal reflektere at bransjen er syklisk.

| Netto driftsresultat | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|-----------------------------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Driftsinntekter | DI | 3571,124 | 3553,269 | 3515,515 | 3458,388 | 3382,736 | 3289,711 | 3254,757 | 3275,100 | 3350,836 | 3484,870 | 3624,265 | 3769,235 |
| Netto driftsmargin | ndm | 0,280 | 0,260 | 0,228 | 0,195 | 0,163 | 0,130 | 0,135 | 0,140 | 0,145 | 0,150 | 0,150 | 0,150 |
| Netto driftsresultat | NDR | 999,915 | 923,850 | 799,780 | 674,386 | 549,695 | 427,662 | 439,392 | 458,514 | 485,871 | 522,730 | 543,640 | 565,385 |

Tabell 9-3 - Utvikling netto driftsresultat Bakkafrost 2017-2028

9.5.3 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler vil avhenge av driftsinntektene og omløpet til netto driftseiendeler. Basert på formelen under, blir netto driftseiendeler funnet implisitt ut av driftsinntektene og omløpet. Dette vil med andre ord si at driftseiendelene vil følge driftsinntektene (Knivsflå, 2016, F14 s.9). Denne forutsetningen trenger nødvendigvis ikke å være korrekt, men vil være den riktige metoden i forhold til vårt rammeverk. Videre vil usikkerheten bli belyst under sensitivitetsanalysen.

$$\text{Netto driftseiendeler} = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}}$$

Innledningsvis ble det nevnt at budsjettdriverne må bli beregnet på inngående kapital, og ikke på opptjent kapital som i regnskapsanalysen. Det tidsvektede snittet blir henholdsvis 1,31 og 1,03. Omløpet til driftseiendelene har over den historiske analyseperioden vært relativt stabil både for Bakkafrost og bransjen. Dette forventes også fremover. Årsaken til at Bakkafrost har hatt en omløpsfordel ovenfor bransjen skyldes i stor grad de klimatiske forholdene. Ved å kunne sette ut smolt gjennom hele året i stabile havtemperaturer gjør at omløpshastigheten vil være større. De skaper derfor mer driftsinntekter per driftseiendel. Dette vil være en fordel for Bakkafrost som vanskelig kan kopieres av de andre selskapene. Omløpsfordelen til Bakkafrost vil bli opprettholdt i fremtidsbudsjettet. Ved å sette ut større smolt er det også mulig å øke omløpshastigheten. Spesielt SalMar er ventet å følge samme strategi som Bakkafrost når det gjelder dette.

Det forventes dermed at omløpet vil følge driftsinntektene, og synke frem til 2022. På lengre sikt ventes en marginalt høyere omløpshastighet enn snittet på grunn av sjøsetting av smolt på minimum 500g, og full effektivisering av det nye fabrikkområdet til selskapet. Omløpet for 2017 er funnet ved å se på driftsinntektene i 2017 og netto driftseiendeler i 2016. Denne er på 1,23.

Det synkende omløpet fører også til at selskapets egenkapital har samme trend frem til 2022, ettersom den blir utregnet residualt. Med andre ord vil rammeverket vårt forutsette at utbyttet blir finansiert av resultat, som igjen vil tære på egenkapitalen. Utbyttene vil da gjerne bli unormalt høye i forhold til selskapets ønskelige utbytteprosent på 30-50%.

| Netto driftseiendeler | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------|------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Driftsinntekter | DI_{t+1} | 3553,269 | 3515,515 | 3458,388 | 3382,736 | 3289,711 | 3254,757 | 3275,100 | 3350,836 | 3484,870 | 3624,265 | 3769,235 | 3920,005 |
| Omløpet til NDE | $onde_{t+1}$ | 1,27 | 1,266 | 1,262 | 1,258 | 1,254 | 1,25 | 1,2675 | 1,285 | 1,3025 | 1,32 | 1,32 | 1,32 |
| Netto driftseiendeler | NDE_t | 2797,8494 | 2776,86829 | 2740,40264 | 2688,97925 | 2623,37373 | 2603,80599 | 2583,9051 | 2607,65478 | 2675,52388 | 2745,65504 | 2855,48124 | 2969,70049 |

Tabell 9-4 - Utvikling netto driftseiendeler Bakkafrost 2017-2028

9.5.4 Netto finansiell gjeld

Budsjettering av netto finansiell gjeld blir gjort ved å se på både finansiell eiendeler og finansiell gjeld. For å budsjettere balansepostene benyttes finansiell eiendelsdel og finansiell gjeldsdel. Knivsflå (2016, F14, s. 28) mener at kapitalstrukturen på Oslo Børs og bransjesnittet vil være gode målestokker.

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

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{finansiell eiendelsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Den tidsvektede finansielle gjeldsdelen, beregnet på inngående kapital, har vært 29% for Bakkafrost. De er derfor mindre gjeldsfinansiert enn bransjen, som har hatt en gjeldsdel på 39%. Både bransjen og Bakkafrost har mindre gjeldsandel enn Oslo Børs. Snittet der er cirka 50% (Knivsflå, F14, 2016, s. 30). I 2016 stod deler av det nye fabrikkområdet til selskapet klar. Investeringsprosjektet for å skape et mer sentrert produksjonsområde har pågått siden 2014. Investeringene ble gjort gjennom driften da den finansielle gjeldsdelen ble redusert i samme periode. Til sammen ble den redusert med 57% i tidsrommet 2013-2015.

Videre annonserer selskapet at prosjektet skal pågå frem til 2020. Årene 2015-17 er de årene hvor det vil bli investert mest. Selskapet kommer fortsatt til å finansiere mye gjennom drift, men det vil også være naturlig at gjeldsdelen vil være på et høyere nivå på kort og mellomlang sikt. For eksempel økte gjeldsdelen i 2016 med 50% fra året før. Derfor vil det være nærliggende å tro at den minst vil ligge på dette nivået frem til investeringsprosjektet er gjennomført. På lengre sikt ventes gjeldsdelen til å øke mot bransjesnittet. Den mest utslagsgivende måten å oppnå volumvekst i bransjen vil være gjennom oppkjøp og sammenslåinger, samt tyngre investeringer i produksjonsmetoder.

Den tidsvektede finansielle eiendelsdelen basert på inngående kapital er 9 % mot bransjens 11%. Dette er lavere enn målestokken på Oslo Børs, som viser at denne i snitt er på cirka 20 % (Knivsflå, 2016, F14, s.34). De finansielle eiendelene til både Bakkafrost og bransjen består for det meste av bankekvivalenter og kontanter. Det vil kún være gunstig å holde en større andel kontanter når de brukes til konstant-vekst investeringer (Knivsflå, F14, s.34). I oppdrettsbransjen er oppkjøp av andre bedrifter en viktig måte å vokse på. Det kan derfor tenkes at det vil være hensiktsmessig å ikke ha en ubetydelig andel kontanter. Den finansielle eiendelsdelen settes til gjennomsnittet for Bakkafrost i 2025. Utregninger viser at denne er 7% i 2016, noe som medfører en lineær konvergering i gjennom budsjettperioden.

| Netto finansiell gjeld | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|-------------------------------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Netto driftseiendeler | NDE | 2797,849 | 2776,868 | 2740,403 | 2688,979 | 2623,374 | 2603,806 | 2583,905 | 2607,655 | 2675,524 | 2745,655 | 2855,481 | 2969,700 |
| Finansiell gjeldsdel | fgd | 0,250 | 0,270 | 0,290 | 0,310 | 0,330 | 0,350 | 0,360 | 0,370 | 0,380 | 0,390 | 0,390 | 0,390 |
| Finansiell gjeld | FG | 699,462 | 749,754 | 794,717 | 833,584 | 865,713 | 911,332 | 930,206 | 964,832 | 1016,699 | 1070,805 | 1113,638 | 1158,183 |
| Netto driftseiendeler | NDE | 2797,849 | 2776,868 | 2740,403 | 2688,979 | 2623,374 | 2603,806 | 2583,905 | 2607,655 | 2675,524 | 2745,655 | 2855,481 | 2969,700 |
| Finansiell eiendelsdel | fed | 0,072 | 0,074 | 0,076 | 0,078 | 0,080 | 0,082 | 0,084 | 0,086 | 0,088 | 0,090 | 0,090 | 0,090 |
| Finansielle eiendeler | FE | 201,445 | 205,488 | 208,271 | 209,740 | 209,870 | 213,512 | 217,048 | 224,258 | 235,446 | 247,109 | 256,993 | 267,273 |
| Netto finansiell gjeld | NFG | 498,017 | 544,266 | 586,446 | 623,843 | 655,843 | 697,820 | 713,158 | 740,574 | 781,253 | 823,697 | 856,644 | 890,910 |

Tabell 9-5 - Utvikling netto finansiell gjeld 2017-2028

9.5.5 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad finnes ved selskapets finansielle gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet. Videre multipliseres de på henholdsvis inngående finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

I den strategiske finansieringsanalysen kom vi frem til at Bakkafrost har en finansieringsulempe på nærmere 1 % i snitt. I følge Knivsflå (2016, F14, s.42) er det en rimelig forutsetning ved fremtidsbudsjettering av finanskostnader/-inntekter, å forutsette en rentabilitet lik kravet. Dette vil føre til at finansieringsfordelen i fremtiden vil være lik null. Årsaken til at vi har fått en ulempe kan være fordi vi har undervurdert gjelden til selskapet (Knivsflå, 2016, F14, s. 44). Ved å foreta en omgruppering av tall medfører forutsetninger til finanskostnader. Muligens vil ikke dette reflektere de reelle kostandene. Likevel anser vi ulempen som så liten i størrelse, at forutsetningene rundt finanskostnader ikke kan være veldig feilaktige. Det betyr likevel at vi får en stor nedgang i finanskostnader som igjen vil føre til et godt resultat. Sammen med et finansielt gjeldskrav som muligens er noe for lavt sett i forhold til konkurrentene, vil dette kunne påvirke verdierestimatet. Usikkerheten drøftes videre kapittel 11.

Videre skapte de finansielle eiendelene en fordel på 0,2 %. Her vil samme forutsetning gjelde for finansiell eiendelsrentabilitet, som for finansiell gjeldsrentabilitet. Fordelen vil innebære at finansielle eiendeler er undervurdert, selv om størrelsen er minimal. Vi forutsetter et effektivt kapitalmarked, hvor finansiell eiendelsrentabilitet er lik det finansielle eiendelskravet.

| Netto finanskostnad | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Finansiell gjeld | FG | 699,462 | 749,754 | 794,717 | 833,584 | 865,713 | 911,332 | 930,206 | 964,832 | 1016,699 | 1070,805 | 1113,638 | 1158,183 |
| Finansiell gjeldsrente | fgr=fgk | 0,012 | 0,011 | 0,012 | 0,013 | 0,013 | 0,014 | 0,018 | 0,022 | 0,026 | 0,030 | 0,030 | 0,030 |
| Finanskostnad | FK | 8,463 | 8,457 | 9,453 | 10,428 | 11,362 | 12,522 | 16,595 | 21,168 | 26,475 | 32,274 | 33,565 | 34,908 |
| Finansielle eiendeler | FE | 201,445 | 205,488 | 208,271 | 209,740 | 209,870 | 213,512 | 217,048 | 224,258 | 235,446 | 247,109 | 256,993 | 267,273 |
| Finansiell eiendelsrentat fer=fek | | 0,006 | 0,005 | 0,006 | 0,006 | 0,007 | 0,007 | 0,011 | 0,016 | 0,020 | 0,024 | 0,024 | 0,024 |
| Finansinntekt | FI | 1,194 | 1,042 | 1,176 | 1,305 | 1,427 | 1,575 | 2,483 | 3,476 | 4,606 | 5,837 | 6,071 | 6,314 |
| Netto finanskostnad | NFK | 7,269 | 7,415 | 8,277 | 9,123 | 9,935 | 10,947 | 14,112 | 17,692 | 21,869 | 26,437 | 27,494 | 28,594 |

Tabell 9-6 - Utvikling netto finanskostnad Bakkafrøst 2017-2028

9.6 Fremtidsregnskap

I tabellene nedenfor presenteres resultatet av fremtidsbudsjetteringen i henholdsvis resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm. Unormale poster er ikke inkludert i fremtidsbudsjetteringen, ettersom de vil være svært utfordrende å predikere. Fri kontantstrøm til egenkapital og netto betalt utbytte vil i analysen være lik. Dette kan imidlertid gi et misvisende bilde, ved at selskapet vil betale ut store beløp i utbytte i forhold til den historiske analyseperioden. Det vil være nærliggende å tro at selskapet vil følge sin målsetning om å betale ut 30-50% av utbytte. Ifølge rammeverket er gjennomsnittlig netto betalt utbytte frem til 2028, 103%. Holder selskapet seg til sin kommuniserte utbytteprosent, vil også egenkapitalen bli større. Rammeverket som er benyttet vil kanskje ikke gi et rettviseende bilde når det kommer til dette.

| Fremtidsresultatregnskap | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|---|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| År | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Driftsinntekter | 3571,124 | 3553,269 | 3515,515 | 3458,388 | 3382,736 | 3289,711 | 3254,757 | 3275,100 | 3350,836 | 3484,870 | 3624,265 | 3769,235 |
| Netto driftsresultat | 999,915 | 923,850 | 799,780 | 674,386 | 549,695 | 427,662 | 439,392 | 458,514 | 485,871 | 522,730 | 543,640 | 565,385 |
| Netto finansinntekt | 1,194 | 1,042 | 1,176 | 1,305 | 1,427 | 1,575 | 2,483 | 3,476 | 4,606 | 5,837 | 6,071 | 6,314 |
| Nettoreultat til sysselsatt kapi | 1001,109 | 924,892 | 800,956 | 675,691 | 551,122 | 429,237 | 441,875 | 461,990 | 490,477 | 528,568 | 549,711 | 571,699 |
| Netto finanskostnad | -8,463 | -8,457 | -9,453 | -10,428 | -11,362 | -12,522 | -16,595 | -21,168 | -26,475 | -32,274 | -33,565 | -34,908 |
| Nettoreultat til egenkapital | 992,646 | 916,435 | 791,503 | 665,263 | 539,759 | 416,716 | 425,280 | 440,822 | 464,002 | 496,294 | 516,146 | 536,791 |
| Unormalt resultat til egenkapital: | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Fullstendig nettoreultat | 992,646 | 916,435 | 791,503 | 665,263 | 539,759 | 416,716 | 425,280 | 440,822 | 464,002 | 496,294 | 516,146 | 536,791 |
| Fri kontantstrøm til egenkapital | 1049,552 | 983,665 | 870,148 | 754,083 | 637,365 | 478,260 | 460,519 | 444,488 | 436,812 | 468,606 | 439,267 | 456,838 |
| Endring i egenkapital | -56,907 | -67,230 | -78,646 | -88,820 | -97,606 | -61,544 | -35,239 | -3,666 | 27,190 | 27,688 | 76,878 | 79,953 |

Tabell 9-7 - Fremtidsregnskap Bakkafrøst 2017-2028

| Fremtidsbalanse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| År | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Netto driftseiendeler | 2797,849 | 2776,868 | 2740,403 | 2688,979 | 2623,374 | 2603,806 | 2583,905 | 2607,655 | 2675,524 | 2745,655 | 2855,481 | 2969,700 |
| Finansielle eiendeler | 201,445 | 205,488 | 208,271 | 209,740 | 209,870 | 213,512 | 217,048 | 224,258 | 235,446 | 247,109 | 256,993 | 267,273 |
| Sysseisatte eiendeler | 2999,295 | 2982,357 | 2948,673 | 2898,720 | 2833,244 | 2817,318 | 2800,953 | 2831,913 | 2910,970 | 2992,764 | 3112,475 | 3236,974 |
| Egenkapital | 2299,832 | 2232,602 | 2153,956 | 2065,136 | 1967,530 | 1905,986 | 1870,747 | 1867,081 | 1894,271 | 1921,959 | 1998,837 | 2078,790 |
| Finansiell gjeld | 699,462 | 749,754 | 794,717 | 833,584 | 865,713 | 911,332 | 930,206 | 964,832 | 1016,699 | 1070,805 | 1113,638 | 1158,183 |
| Sysseisatt kapital | 2999,295 | 2982,357 | 2948,673 | 2898,720 | 2833,244 | 2817,318 | 2800,953 | 2831,913 | 2910,970 | 2992,764 | 3112,475 | 3236,974 |
| Netto driftseiendeler | 2797,849 | 2776,868 | 2740,403 | 2688,979 | 2623,374 | 2603,806 | 2583,905 | 2607,655 | 2675,524 | 2745,655 | 2855,481 | 2969,700 |
| Egenkapital | 2299,832 | 2232,602 | 2153,956 | 2065,136 | 1967,530 | 1905,986 | 1870,747 | 1867,081 | 1894,271 | 1921,959 | 1998,837 | 2078,790 |
| Netto finansiell gjeld | 498,017 | 544,266 | 586,446 | 623,843 | 655,843 | 697,820 | 713,158 | 740,574 | 781,253 | 823,697 | 856,644 | 890,910 |
| Netto driftskapital | 2797,849 | 2776,868 | 2740,403 | 2688,979 | 2623,374 | 2603,806 | 2583,905 | 2607,655 | 2675,524 | 2745,655 | 2855,481 | 2969,700 |

Tabell 9-8 - Fremtidsbalanse Bakkafrost 2017-2028

| Fri kontantstrøm | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|--|-------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Netto driftsresultat | NDR | 999,915 | 923,850 | 799,780 | 674,386 | 549,695 | 427,662 | 439,392 | 458,514 | 485,871 | 522,730 | 543,640 | 565,385 |
| Unormalt netto driftsresultat | UNDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Endring i netto driftseiendeler | ENDR. NDE | 95,618 | 20,981 | 36,466 | 51,423 | 65,606 | 19,568 | 19,901 | -23,750 | -67,869 | -70,131 | -109,826 | -114,219 |
| Fri kontantstrøm fra drift | FKD | 1095,533 | 944,831 | 836,245 | 725,809 | 615,300 | 447,230 | 459,293 | 434,764 | 418,002 | 452,599 | 433,813 | 451,166 |
| Netto finansinntekter | NFI | 1,194 | 1,042 | 1,176 | 1,305 | 1,427 | 1,575 | 2,483 | 3,476 | 4,606 | 5,837 | 6,071 | 6,314 |
| Unormale netto finansinntekter | UNFI | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Endring i finansielle eiendeler | ENDR. FE | -1,602 | -4,043 | -2,782 | -1,470 | -0,130 | -3,642 | -3,536 | -7,210 | -11,188 | -11,663 | -9,884 | -10,280 |
| Fri kontantstrøm til sysseisatt kapital | FKS | 1095,125 | 941,830 | 834,639 | 725,645 | 616,598 | 445,163 | 458,240 | 431,030 | 411,420 | 446,774 | 430,000 | 447,200 |
| Netto finanskostnad | NFK | -8,463 | -8,457 | -9,453 | -10,428 | -11,362 | -12,522 | -16,595 | -21,168 | -26,475 | -32,274 | -33,565 | -34,908 |
| Unormale netto finanskostnader | UNFK | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Endring i finansiell gjeld | ENDR. FG | -37,110 | 50,292 | 44,962 | 38,867 | 32,130 | 45,619 | 18,874 | 34,626 | 51,867 | 54,106 | 42,832 | 44,546 |
| Fri kontantstrøm til egenkapital | FKE | 1049,5523 | 983,665 | 870,148 | 754,083 | 637,365 | 478,260 | 460,519 | 444,488 | 436,812 | 468,606 | 439,267 | 456,838 |

Tabell 9-9 - Fri kontantstrøm Bakkafrost 2017-2028

10 Fremtidskrav

Fremtidskravene blir først og fremst benyttet som diskonteringsrente ved fundamental verdivurdering. Kravet til netto driftskapital fungerer som diskonteringsrente og flytter kontantstrømmen til netto nåverdi. De budsjetterte kravene vil videre bli benyttet i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. I dette kapitlet skal vi utarbeide fremtidige avkastningskrav for egenkapital, minoritetsinteresser, finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt kapital.

Fremgangsmetoden for å beregne avkastningskravene vil være tilnærmet lik beregningene fra analyseperioden i kapittel 7, da tilsvarende krav også ble utregnet der. Med den forskjellen at vi nå skal beregne framtidige krav, sammenlignet med historiske. På bakgrunn av at framgangsmåten er lik, vil vi ikke presentere tilhørende teorier og forklaringer i samme grad. Videre vil de budsjetterte kravene bli justert ved hjelp av en iterativ prosess kalt konvergensprosedyre i kapittel 11. Dette medfører at de endelige kravene vil variere noe fra resultatene basert på denne analysen.

På tilsvarende måte som i kapittel 7, vil vi starte med å beregne egenkapital- og minoritetskrav, påfulgt av de nødvendige finansielle kravene. Videre beregnes de to selskapskravene, netto driftskapital og sysselsatt kapital, før vi avslutningsvis presenterer en strategisk fordel. For fremtidsbalansen vil vektingen bli basert på inngående balanse, og ikke gjennomsnittlig kapital slik vi gjorde for historiske avkastningskrav.

10.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Kapitalverdimodellen blir lagt til grunn for beregningen av egenkapital- og minoritetskrav. For å fastsette kravene må vi derfor avklare risikofri rente, markedsrisikopremie, årlig egenkapitalbeta og illikviditetspremie. Disse blir følgelig presenterte i tilsvarende rekkefølge under. Det er viktig å presisere antagelsen om at minoritetsbetaen er lik egenkapitalbetaen på lik linje som i kapittel 7.

10.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente i framtiden estimeres på bakgrunn av 3M Nibor, som i likhet med analyseperioden. Risikofri rente er tilbakevendende til gjennomsnittet over tid, slik at en lav rente i dag vil gradvis reverseres mot en normalrente i «steady state» fra år 2026, dvs. i konstant vekst (Knivsflå, 2016, F15, s27). Dagens rentenivå er i Norge er historisk lavt, og prognoser tilsier at den trolig vil opprettholdes på et lavt nivå inntil økonomisk vekst stabiliseres på et tilfredsstillende nivå (Norges Bank, 2016A). Likevel er det liten grunn til å tro at rentenivået vil være varig redusert. I vårt punkttestimat faller renten derfor på kort sikt, før den vokser litt på mellomlang sikt i 2022. Her har vi lagt til grunn en rente på 1,2%, som er en liten økning fra dagens rentenivå. For beregning av normalrenten har vi benyttet Knivsflå sitt forslag, med tilhørende formel presentert under:

$$\text{Normalrente i } T = \text{Gjennomsnittlig 3M Nibor} * \frac{2}{3} + 10 - \text{årig statsobligasjonsrente} * 1/3$$

Normalrenten i «steady state» på 3,2% i 2026 er basert på gjennomsnittlig 3M Nibor i perioden 1996-2015 på 4%, og dagens 10-årige statsobligasjon på 1,6%. Den estimerte langsiktige renten vil derfor være lavere enn den historiske renten. Et slikt rentenivå kan naturligvis gi utslag i form av svært lave krav for utredningen, som medfører høyere neddiskontert terminalverdi for verdsettelsen. Det kan derfor argumenteres for at renteestimatet bør justeres. Likevel velger vi å beholde normalrenten på 3,2%, da vi mener det kan forventes at langsiktig rentenivå vil være lavere. 10-årige statsobligasjoner skal i utgangspunktet gi fornuftig innsikt angående rentenivået frem i tid, og basert på disse vil renten reduseres.

Tabell 10-1 illustrerer risikofri rente over budsjettperioden vår, hvor vi har lagt til grunn en lineær utvikling per år mellom budsjettpunktene. Fra «steady state» i budsjettperiode T er renten normalisert og vil derfor være uendret i perioden framover.

| Risikofri rente | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------------|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Rating | | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A |
| Risikofri rente 3mnd Nibor | | 0,010 | 0,009 | 0,010 | 0,011 | 0,011 | 0,012 | 0,017 | 0,022 | 0,027 | 0,032 | 0,032 | 0,032 |
| Kort kpr før skatt | <i>kpr</i> | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 | 0,005 |
| Risikofri rente før skatt | <i>rf_{FS}</i> | 0,005 | 0,004 | 0,005 | 0,006 | 0,006 | 0,007 | 0,012 | 0,017 | 0,022 | 0,027 | 0,027 | 0,027 |
| Skatt (18%) | <i>s</i> | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,001 | 0,002 | 0,003 | 0,004 | 0,005 | 0,005 | 0,005 |
| Risikofri rente etter skatt | <i>rf_{ES}</i> | 0,004 | 0,003 | 0,004 | 0,005 | 0,005 | 0,006 | 0,010 | 0,014 | 0,018 | 0,022 | 0,022 | 0,022 |

Tabell 10-1- Risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2028

10.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er konstant i fremtiden, og beste prediksjon er dagens nivå (Knivsflå, F15, 2016, s.30). Det er derfor hensiktsmessig å benytte et pålitelig estimat for fastsettelsen av premien. Damodaran har beregnet historisk markedsrisikopremie fra ulike kapitalmarkeder i perioden 1900-2010, og funnet en markedsrisikopremie på 4,8% basert på gjennomsnittet. Geometrisk- og aritmetisk gjennomsnitt av markedsrisikopremien på kort og lang sikt er lagt til grunn for utregningene (Knivsflå, 2016, F15, s.31). Norges Finansanalytikers Forening og PwC konkluderer med at markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5% basert på deres undersøkelse, og den forventes å være uendret i framtiden (PwC, 2014). Thore Johnsen foretrekker en risikopremie på 4,5% (Knivsflå, 2016, F15, s33), mens i analysen fra kapittel 7 fikk vi et resultat på 4,8% i 2016.

Videre bør markedspremien være et resultat av de overnevnte funnene. Det langsiktige estimatet er 5,0%, men nyere data tyder på at risikopremien er lavere, kanskje 4,1% (Knivsflå, F15, 2016, s34). Vi velger å benytte forslaget til Knivsflå om å vekte de ulike synene likt, noe som gir ett fremtidig estimat på 4,8% etter skatt for markedspremien. Denne er illustrert i tabell 10-2.

| Markedsrisikopremie Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| År | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Markedsrisikopremie | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 | 0,048 |

Tabell 10-2 - Markedsrisikopremie etter skatt i perioden 2017-2028

10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

I fremtidskravene vil vi også legge til grunn betaverdiene beregnet i kapittel 7. Egenkapitalbetaen for Bakkafrost ble her estimert til 0,7981, og tilhørende konstant netto driftsbeta ble beregnet til 0,5914. I henhold til Modigliani-Miller teoremet, er selskapets verdi uavhengig av finanseringen, og netto driftsbeta var derfor konstant for analyseperioden. Denne vil også være konstant for fremtidsregnskapet, mens egenkapitalbetaen vil variere på tilsvarende måte som for historisk utregning. Videre beregnes egenkapitalbetaen i likhet med tidligere implisitt for fremtidsregnskapet, og er presentert i tabell 10-3. Egenkapitalbetaen i «steady state» blir kalkulert til 0,8436.

| Netto driftsbeta | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|-----------------------------|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Egenkapitalbeta | β_{EK} | 0,7187 | 0,7347 | 0,7515 | 0,7690 | 0,7874 | 0,8067 | 0,8156 | 0,8247 | 0,8340 | 0,8436 | 0,8436 | 0,8436 |
| Egenkapitalvekt | $EK + M_{IB}/NDK_{IB}$ | 0,8220 | 0,8040 | 0,7860 | 0,7680 | 0,7500 | 0,7320 | 0,7240 | 0,7160 | 0,7080 | 0,7000 | 0,7000 | 0,7000 |
| Netto finansiell gjeldsbeta | β_{NFG} | 0,0038 | 0,0037 | 0,0036 | 0,0035 | 0,0034 | 0,0033 | 0,0033 | 0,0032 | 0,0032 | 0,0031 | 0,0031 | 0,0031 |
| Netto finansiell gjeldsvekt | NFG_{IB}/NDK_{IB} | 0,1780 | 0,1960 | 0,2140 | 0,2320 | 0,2500 | 0,2680 | 0,2760 | 0,2840 | 0,2920 | 0,3000 | 0,3000 | 0,3000 |
| Netto driftsbeta | β_{NDK} | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 | 0,5914 |

Tabell 10-3 - Årlig egenkapitalbeta for Bakkafrøst i perioden 2017-2028

10.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremien benyttet i analyseperioden vil også vedvare i fremtiden. Dette skyldes antagelsene i delkapittel 7.2.4. Dette innebærer at majoriteten og minoriteten blir tildelt en illikviditetspremie på henholdsvis 1% og 2%.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Tabell 10-4 presenterer egenkapital- og minoritetskravet. Egenkapitalkravet beveger seg fra 4,86% i 2017 til 7,26% i «steady state», som medfører at minoritetskravet vokser med en tilhørende størrelse.

| Egenkapital- og minoritetskrav | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|--------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Risikofri rente etter skatt | r_{fES} | 0,0041 | 0,0033 | 0,0039 | 0,0045 | 0,0051 | 0,0057 | 0,0098 | 0,0139 | 0,0180 | 0,0221 | 0,0221 | 0,0221 |
| Egenkapitalbeta | β_{EK} | 0,7187 | 0,7347 | 0,7515 | 0,7690 | 0,7874 | 0,8067 | 0,8156 | 0,8247 | 0,8340 | 0,8436 | 0,8436 | 0,8436 |
| 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 majoritet | 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 |
| Egenkapitalkrav | ekk | 0,0486 | 0,0485 | 0,0500 | 0,0514 | 0,0529 | 0,0545 | 0,0590 | 0,0635 | 0,0681 | 0,0726 | 0,0726 | 0,0726 |
| 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 |
| Minoritetskrav | mik | 0,0686 | 0,0685 | 0,0700 | 0,0714 | 0,0729 | 0,0745 | 0,0790 | 0,0835 | 0,0881 | 0,0926 | 0,0926 | 0,0926 |

Tabell 10-4 - Egenkapital- og minoritetskrav for Bakkafrøst i perioden 2017-2028

10.2 Finansielle krav

Finansielle krav er basert på framtidregnskapet fra kapittel 9, men vi benytter fortsatt fremgangsmåten presentert i kapittel 7. Følgelig vil vi starte med en presentasjon av syntetisk rating, før vi gjennomgår de ulike kravene.

10.2.1 Syntetisk rating

Syntetisk rating er nødvending i utformingen av kravet til både finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Videre må vi derfor beregne syntetisk rating for de ulike årene i budsjettperioden. Forholdstallene er utregnet som i risikoanalysen, og utarbeidet gjennom tallmateriale fra fremtidsregnskapet.

Likviditetsgrad 1 vil være konstant og lik forholdstallet i 2016T. Dette skyldes at vi ikke har predikert budsjettstørrelsene som inngår i utregningen av tallet. Rentedeckningsgraden er beregnet på samme måte som i kapittel 7. Som tidligere nevnt, vil finanskostnader reduseres sterkt i starten av vår budsjettperiode. Dette ble utdypet i delkapittel 9.5.5. Til tross for at forholdstallet blir kunstig høyt, vil det være nærliggende å tro at rentedeckningen likevel ville holdt til en AAA-rating.

Tabell 10-5 viser den fremtidige syntetiske ratingen til Bakkafrost. Tallene fra budsjetteringen gir selskapet en kredittrating på AA, som vil være lik den historiske ratingen. Følgelig vil kredittrisikopremien være 0,8 %. Under fastsettelsen av historisk avkastningskrav ble det diskutert om gjeldskravet, for en bedrift i en temmelig syklisk bransje, var for lavt grunnet en forholdsvis lav premie. Til tross for dette, mener vi at den tildelte kredittrisikopremien til Bakkafrost er sannsynlig.

| Nøkkeltall Bakkafrost | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| År | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Likviditetsgrad 1 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 | 4,46 |
| Rentedeckningsgrad | 118,29 | 109,36 | 84,73 | 64,80 | 48,50 | 34,28 | 26,63 | 21,82 | 18,53 | 16,38 | 16,38 | 16,38 |
| Egenkapitalprosent | 0,77 | 0,75 | 0,73 | 0,71 | 0,69 | 0,68 | 0,67 | 0,66 | 0,65 | 0,64 | 0,64 | 0,64 |
| Netto driftsrentabilitet | 0,35 | 0,33 | 0,29 | 0,25 | 0,20 | 0,16 | 0,17 | 0,18 | 0,19 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| Syntetisk rating Bakkafrost | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Likviditetsgrad 1 | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A |
| Rentedeckningsgrad | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA | AAA |
| Egenkapitalprosent | AA | AA | A | A | A | A | A | A | A | A | A | A |
| Netto driftsrentabilitet | AAA | AAA | AA | AA | AA | A | A | A | AA | AA | AA | AA |
| Samlet rating | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA | AA |

Tabell 10-5 - Syntetisk rating Bakkafrost 2017-2028

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Tabell 10-6 presenterer finansielt gjeldskrav, som består av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremien. Kravet i «steady state» ligger på 3,01%. Dette er mer enn en dobling fra

starten av budsjettperioden, men kan forklares gjennom at risikofri rente øker gradvis tilbake mot det historiske gjennomsnittet.

| Finansielt gjeldskrav | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Risikofri rente etter skatt | r_{fES} | 0,0041 | 0,0033 | 0,0039 | 0,0045 | 0,0051 | 0,0057 | 0,0098 | 0,0139 | 0,0180 | 0,0221 | 0,0221 | 0,0221 |
| Kredittrisikopremie | krp | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 |
| Finansielt gjeldskrav | fgk | 0,0121 | 0,0113 | 0,0119 | 0,0125 | 0,0131 | 0,0137 | 0,0178 | 0,0219 | 0,0260 | 0,0301 | 0,0301 | 0,0301 |

Tabell 10-6 - Finansielt gjeldskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028

Finansiell gjeldsbeta er i likhet med tidligere beregnet implisitt, og er illustrert i tabell 10-7. Markedsrisikodelen holdes konstant, tilsvarende som i 7.3.1. Videre kan det påpekes at hverken finansiell gjeld- eller eiendelsbeta er nødvendig for kalkulasjonen av kravene. Likevel er de nødvendige i beregningen av netto driftsbeta, og dermed egenkapitalbetaen. Med tanke på presentasjonen mener vi det er mest hensiktsmessig at betaene blir presentert i samhold med tilhørende krav.

| Finansiell gjeldsbeta | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Kredittrisikopremie | krp | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 | 0,0080 |
| Markedsrisikodel FG | mrd | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 |
| Markedsrisikopremie | mrp | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 | 0,0480 |
| Finansiell gjeldsbeta | β_{FG} | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 |

Tabell 10-7 - Finansiell gjeldsbeta Bakkafrost i perioden 2017-2028

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Tabell 10-8 presenterer finansielt eiendelskrav, hvor beregningene av de tre kravene som inngår i kalkulasjonen, er presentert i kapittel 7.3.2. Ettersom fremtidsregnskapet ikke budsjetterer de nødvendige finansielle eiendelene, har vi satt 2026 lik bransjesnittet for analyseperioden. Videre er vektene frem mot 2026 basert på lineær utvikling. Vi ser fra tabellen at finansielt eiendelskrav beveger seg fra 0,59% i 2017 til 2,36% i «steady state».

| Finansielt eiendelskrav | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|--------------------------------|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Fordringskrav | fk | 0,0181 | 0,0173 | 0,0179 | 0,0185 | 0,0191 | 0,0197 | 0,0238 | 0,0279 | 0,0320 | 0,0361 | 0,0361 | 0,0361 |
| Fordringsvekt | FOR_{IB}/FE_{IB} | 0,1307 | 0,1272 | 0,1238 | 0,1203 | 0,1169 | 0,1134 | 0,1099 | 0,1065 | 0,1030 | 0,0996 | 0,0996 | 0,0996 |
| Investeringskrav | ik | 0,0521 | 0,0513 | 0,0519 | 0,0525 | 0,0531 | 0,0537 | 0,0578 | 0,0619 | 0,0660 | 0,0701 | 0,0701 | 0,0701 |
| Investeringsvekt | INV_{IB}/FE_{IB} | 0,0000 | 0,0002 | 0,0004 | 0,0006 | 0,0008 | 0,0010 | 0,0012 | 0,0014 | 0,0016 | 0,0019 | 0,0019 | 0,0019 |
| Kontantkrav | kk | 0,0041 | 0,0033 | 0,0039 | 0,0045 | 0,0051 | 0,0057 | 0,0098 | 0,0139 | 0,0180 | 0,0221 | 0,0221 | 0,0221 |
| Kontantvekt | KON_{FE}/FE_{IB} | 0,8693 | 0,8726 | 0,8758 | 0,8791 | 0,8823 | 0,8856 | 0,8888 | 0,8921 | 0,8953 | 0,8986 | 0,8986 | 0,8986 |
| Finansielt eiendelskrav | fek | 0,0059 | 0,0051 | 0,0056 | 0,0062 | 0,0068 | 0,0074 | 0,0114 | 0,0155 | 0,0196 | 0,0236 | 0,0236 | 0,0236 |

Tabell 10-8 - Finansielt eiendelskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028

Finansiell eiendelsbeta er presenterer i tabell 10-9. De ulike betaverdiene som inngår i kalkulasjonen, er beregnet på tilsvarende måte som i kapittel 7. Først er det nødvendig å estimere fordringsbetaen. Vi benytter også her en lang kredittrisikopremie basert på BBB-rating, ettersom Bakkafrost operer med langsiktige fordringer. Dette forutsetter vi at også vil gjelde i framtiden. Når det kommer til investerings- og kontantbetaen benyttes samme forutsetninger som tidligere, hvor de er estimert til henholdsvis én og null.

| Finansiell eiendelsbeta | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|--------------------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Lang kredittrisikopremie | KRP_L | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 | 0,0140 |
| 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 |
| Markedsrisikodel | m_{rd} | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 | 0,0176 |
| Fordringsbeta | β_{FOR} | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 | 0,0051 |
| Fordringsvekt | $FOR_{IB}FE_{IB}$ | 0,1307 | 0,1272 | 0,1238 | 0,1203 | 0,1169 | 0,1134 | 0,1099 | 0,1065 | 0,1030 | 0,0996 | 0,0996 | 0,0996 |
| Investeringsbeta | β_{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 | $FOR_{IB}FE_{IB}$ | 0,0000 | 0,0002 | 0,0004 | 0,0006 | 0,0008 | 0,0010 | 0,0012 | 0,0014 | 0,0016 | 0,0019 | 0,0019 | 0,0019 |
| Kontantbeta | β_{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 | $KON_{FE}FE_{IB}$ | 0,8693 | 0,8726 | 0,8758 | 0,8791 | 0,8823 | 0,8856 | 0,8888 | 0,8921 | 0,8953 | 0,8986 | 0,8986 | 0,8986 |
| Finansiell eiendelsbeta | β_{FE} | 0,0007 | 0,0009 | 0,0010 | 0,0012 | 0,0014 | 0,0016 | 0,0018 | 0,0020 | 0,0022 | 0,0024 | 0,0024 | 0,0024 |

Tabell 10-9 - Finansiell eiendelsbeta Bakkafrost i perioden 2017-2028

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Tabell 10-10 viser netto finansielt gjeldskrav, som er beregnet ved å vekte finansiell eiendels- og gjeldskrav opp mot tilhørende budsjetterte vekter. Av tabellen ser vi at netto finansielt gjeldskrav øker fra 1,45% i 2017 til 3,21% i «steady state». Ettersom vi benytter inngående balanse i beregningen av vektene, vil vi ikke oppnå konstant vekst før i år T+1. Dette vil være tilfelle for de fleste beregningene i resten av kapittelet, hvor det kun er avrundinger som medfører at T og T+1 er identiske i ulike tabeller. Videre vil vi derfor hovedsakelig presentere «steady state» som T+1.

| Netto finansielt gjeldskrav | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------------|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Finansielt gjeldskrav | fgk | 0,0121 | 0,0113 | 0,0119 | 0,0125 | 0,0131 | 0,0137 | 0,0178 | 0,0219 | 0,0260 | 0,0301 | 0,0301 | 0,0301 |
| Finansiell gjeldsvekt | FG_{IB}/NFG_{IB} | 1,4045 | 1,3776 | 1,3551 | 1,3362 | 1,3200 | 1,3060 | 1,3043 | 1,3028 | 1,3014 | 1,3000 | 1,3000 | 1,3000 |
| Finansielt eiendelskrav | fek | 0,0059 | 0,0051 | 0,0056 | 0,0062 | 0,0068 | 0,0074 | 0,0114 | 0,0155 | 0,0196 | 0,0236 | 0,0236 | 0,0236 |
| Finansiell eiendelsvekt | FE_{IB}/NFG_{IB} | 0,4045 | 0,3776 | 0,3551 | 0,3362 | 0,3200 | 0,3060 | 0,3043 | 0,3028 | 0,3014 | 0,3000 | 0,3000 | 0,3000 |
| Netto finansielt gjeldskrav | $nfgk$ | 0,0146 | 0,0136 | 0,0141 | 0,0146 | 0,0151 | 0,0157 | 0,0198 | 0,0239 | 0,0280 | 0,0321 | 0,0321 | 0,0321 |

Tabell 10-10 - Netto finansielt gjeldskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028

Netto finansiell gjeldsbeta er presentert i tabell 10-11. Den er på tilsvarende måte, som netto finansielt gjeldskrav, beregnet ved å vekte eiendels- og gjeldsbeta mot tilhørende budsjetterte

vekter. I forhold til tabellen ser vi at denne beveger seg fra 0,38% i 2017 til 0,31% i «steady state».

| Netto finansiell gjeldsbeta | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|------------------------------------|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Finansiell gjeldsbeta | β_{FG} | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 | 0,0029 |
| Finansiell gjeldsvekt | FG_{IB}/NFG_{IB} | 1,4045 | 1,3776 | 1,3551 | 1,3362 | 1,3200 | 1,3060 | 1,3043 | 1,3028 | 1,3014 | 1,3000 | 1,3000 | 1,3000 |
| Finansiell eiendelsbeta | β_{FE} | 0,0007 | 0,0009 | 0,0010 | 0,0012 | 0,0014 | 0,0016 | 0,0018 | 0,0020 | 0,0022 | 0,0024 | 0,0024 | 0,0024 |
| Finansiell eiendelsvekt | FE_{IB}/NFG_{IB} | 0,4045 | 0,3776 | 0,3551 | 0,3362 | 0,3200 | 0,3060 | 0,3043 | 0,3028 | 0,3014 | 0,3000 | 0,3000 | 0,3000 |
| Netto finansiell gjeldsbeta | β_{NFG} | 0,0038 | 0,0037 | 0,0036 | 0,0035 | 0,0034 | 0,0033 | 0,0033 | 0,0032 | 0,0032 | 0,0031 | 0,0031 | 0,0031 |

Tabell 10-11 - Netto finansiell gjeldsbeta Bakkafrost i perioden 2017-2028

10.2.5 Selskapskrav

Netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav representerer målestokkene for selskapskapitalen. Kravet til selskapskapitalen beregnes som det vektete kravet til finansieringskildene for virksomheten. Netto driftskrav er kalkulert ved å vekte avkastningskravene til egenkapitalen, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Da Bakkafrost ikke har minoritetsinteresser for budsjettp perioden, vil ikke disse ha innvirkning for estimatet til netto driftskrav. Tabell 10-12 representerer netto driftskrav for Bakkafrost, som beveger seg fra 4,25% i 2017 til 6,05% i «steady state».

| Netto driftskrav | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|-----------------------------|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Egenkapitalkrav | <i>ekk</i> | 0,0486 | 0,0485 | 0,0500 | 0,0514 | 0,0529 | 0,0545 | 0,0590 | 0,0635 | 0,0681 | 0,0726 | 0,0726 | 0,0726 |
| Egenkapitalvekt | EK_{IB}/NDK_{IB} | 0,8220 | 0,8040 | 0,7860 | 0,7680 | 0,7500 | 0,7320 | 0,7240 | 0,7160 | 0,7080 | 0,7000 | 0,7000 | 0,7000 |
| Minoritetskrav | <i>mik</i> | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Minoritetsvekt | MI_{IB}/NDK_{IB} | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Netto finansielt gjeldskrav | <i>nfgk</i> | 0,0146 | 0,0136 | 0,0141 | 0,0146 | 0,0151 | 0,0157 | 0,0198 | 0,0239 | 0,0280 | 0,0321 | 0,0321 | 0,0321 |
| Netto finansiell gjeldsvekt | NFG_{IB}/NDK_{IB} | 0,1780 | 0,1960 | 0,2140 | 0,2320 | 0,2500 | 0,2680 | 0,2760 | 0,2840 | 0,2920 | 0,3000 | 0,3000 | 0,3000 |
| Netto driftskrav | <i>ndk</i> | 0,0425 | 0,0417 | 0,0423 | 0,0429 | 0,0435 | 0,0441 | 0,0482 | 0,0523 | 0,0564 | 0,0605 | 0,0605 | 0,0605 |

Tabell 10-12 - Netto driftskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028

Tabell 10-14 viser sysselsatt kapital, og er beregnet gjennom vektet avkastningskrav av egenkapitalen, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Kravet beveger seg fra 3,81% til 5,54% i budsjettp perioden.

| Sysselsatt kapitalkrav | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|-------------------------------|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Egenkapitalkrav | <i>ekk</i> | 0,0486 | 0,0485 | 0,0500 | 0,0514 | 0,0529 | 0,0545 | 0,0590 | 0,0635 | 0,0681 | 0,0726 | 0,0726 | 0,0726 |
| Egenkapitalvekt | EK_{IB}/SSK_{IB} | 0,7435 | 0,7444 | 0,7209 | 0,6964 | 0,6710 | 0,6600 | 0,6478 | 0,6479 | 0,6489 | 0,6405 | 0,6479 | 0,6479 |
| Minoritetskrav | <i>mik</i> | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Minoritetsvekt | MI_{IB}/SSK_{IB} | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Finansielt gjeldskrav | <i>ngk</i> | 0,0121 | 0,0113 | 0,0119 | 0,0125 | 0,0131 | 0,0137 | 0,0178 | 0,0219 | 0,0260 | 0,0301 | 0,0301 | 0,0301 |
| Finansiell gjeldsvekt | NFG_{IB}/SSK_{IB} | 0,1610 | 0,1815 | 0,1963 | 0,2104 | 0,2237 | 0,2416 | 0,2469 | 0,2570 | 0,2676 | 0,2745 | 0,2777 | 0,2777 |
| Sysselsatt kapitalkrav | <i>ssk</i> | 0,0381 | 0,0382 | 0,0384 | 0,0384 | 0,0384 | 0,0393 | 0,0426 | 0,0468 | 0,0511 | 0,0548 | 0,0554 | 0,0554 |

Tabell 10-13 - Sysselsatt kapitalkrav Bakkafrost i perioden 2017-2028

Oppsummeringen av alle fremtidskravene i perioden 2017-2028 for Bakkafrost er illustrert i tabell 10-14.

| Oppsummering | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|-----------------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Egenkapitalkrav | <i>ekk</i> | 0,0486 | 0,0485 | 0,0500 | 0,0514 | 0,0529 | 0,0545 | 0,0590 | 0,0635 | 0,0681 | 0,0726 | 0,0726 | 0,0726 |
| Minoritetskrav | <i>mik</i> | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| Finansielt gjeldskrav | <i>fgk</i> | 0,0121 | 0,0113 | 0,0119 | 0,0125 | 0,0131 | 0,0137 | 0,0178 | 0,0219 | 0,0260 | 0,0301 | 0,0301 | 0,0301 |
| Finansielt eiendelskrav | <i>fek</i> | 0,0059 | 0,0051 | 0,0056 | 0,0062 | 0,0068 | 0,0074 | 0,0114 | 0,0155 | 0,0196 | 0,0236 | 0,0236 | 0,0236 |
| Netto finansielt gjeldskrav | <i>nfgk</i> | 0,0146 | 0,0136 | 0,0141 | 0,0146 | 0,0151 | 0,0157 | 0,0198 | 0,0239 | 0,0280 | 0,0321 | 0,0321 | 0,0321 |
| Netto driftskrav | <i>ndk</i> | 0,0425 | 0,0417 | 0,0423 | 0,0429 | 0,0435 | 0,0441 | 0,0482 | 0,0523 | 0,0564 | 0,0605 | 0,0605 | 0,0605 |
| Sysselsatt kapitalkrav | <i>ssk</i> | 0,0381 | 0,0382 | 0,0384 | 0,0384 | 0,0384 | 0,0393 | 0,0426 | 0,0468 | 0,0511 | 0,0548 | 0,0554 | 0,0554 |

Tabell 10-14 - Oppsummering fremtidskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028

10.3 Fremtidig strategisk fordel

Den fremtidige strategiske fordelten tar utgangspunkt i beregninger gjort i det foregående kapitlet om fremtidsregnskap. Tidligere avdekket vi en strategisk fordel på nærmere 40%. Knivslå (2016, F15, s.69) operer med to hypoteser når det kommer til strategisk fordel i konstant vekst-perioden. Nullhypotesen er at det ikke eksisterer en strategisk fordel. Den andre hypotesen sier at et selskap kan ha fordeler og ressurser som ikke er kopierbare, eller kan tilegnes av andre markedsaktører i bransjen.

Av tabell 10-15 fremkommer den fremtidige fordelten. Beregningsmetoden er lik som under den historiske lønnsomhetsanalysen. Fremover ser vi at den samlede driftsfordelen vil gå fra 37% til 20%. Videre vil den strategiske fordelten synke frem mot 2022, for deretter å stige igjen. Dette er på grunn av at det forventes en synkende netto driftsmargin og lavere laksepriser frem mot 2022. Til forskjell fra den historiske analysen, vil det si at Bakkafrost vil være mer eksponert mot lakseprisen en tidligere. Denne vil i større grad påvirke selskapets inntekter og derav netto driftsmargin i fremtiden. I den historiske analyseperioden var inntektsveksten preget av høy volumvekst og synergieffekter grunnet oppkjøpet av P/F Havsbrun. I tillegg ser vi at en synkende gearing fortsatt er med på å styrke fordelten. Mot «steady state» forventes situasjonen å bedres, med en høyere margin og økt etterspørsel av laks.

Til forskjell fra historisk strategisk fordel, så vil det ikke eksistere en finansieringsfordel. Dette skyldes forutsetningen om at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav. Samlet driftsfordel er derfor lik hele den strategiske fordel.

| Strategisk fordel | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Netto driftsrentabilitet | ndr | 0,346 | 0,33 | 0,29 | 0,25 | 0,20 | 0,163 | 0,17 | 0,18 | 0,19 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| Netto driftskrav | ndk | 0,043 | 0,042 | 0,042 | 0,043 | 0,043 | 0,044 | 0,048 | 0,052 | 0,056 | 0,060 | 0,060 | 0,060 |
| Ren driftsfordel | RDF | 0,30 | 0,29 | 0,25 | 0,20 | 0,16 | 0,12 | 0,12 | 0,13 | 0,13 | 0,13 | 0,14 | 0,14 |
| Gearingfordel | GFD | 0,06 | 0,07 | 0,06 | 0,06 | 0,05 | 0,04 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,06 | 0,06 | 0,06 |
| Samlet driftsfordel | DF | 0,37 | 0,36 | 0,31 | 0,26 | 0,21 | 0,16 | 0,17 | 0,17 | 0,18 | 0,19 | 0,20 | 0,20 |
| Strategisk fordel | SF | 0,37 | 0,36 | 0,31 | 0,26 | 0,21 | 0,16 | 0,17 | 0,17 | 0,18 | 0,19 | 0,20 | 0,20 |

Tabell 10-15 - Strategisk fordel Bakkafrost 2017-2028

I konstant vekst-perioden er den strategiske fordel på 20 %. Dette er et høyt tall, men likevel er det en reduksjon på rundt 50 % sett fra et historisk perspektiv. Konkurransen i markedet og imitering av produksjonsmetoder ventes å drive fordelene nedover. Gjennom budsjetteringen av fremtidsregnskapet, konstaterte vi med at Bakkafrost vil ha en varig strategisk fordel. På bakgrunn av lokaliseringen så har selskapet både en margin- og en omløpsfordel. I tillegg opererer de i en lønnsom bransje. De øvrige selskapene i bransjen har store problemer med lakselus. Selv om de har testet ut samme metoder som Bakkafrost, ser det ikke ut til at de klarer å oppnå like lav dødelighetsrate på fisken. (iLaks, 2015E). Det menes derfor at den strategiske fordel vil kunne vedvare på sikt. Det understrekes også at det kan argumenteres hvorvidt gearingfordelen kan tilskrives drift eller finans. Den «rene driftsfordelen» er på 14 %.

Som vi kan se av tabell 10-16, samsvarer Bakkafrost sin superrentabilitet med selskapets strategiske fordel. Fra historiske tall kom vi frem til at netto driftsmargin og egenkapitalrentabiliteten vil korrelere. Dette vil også være tilfelle for fremtiden, der rentabiliteten vil reduseres frem mot 2022, for så å øke igjen. Egenkapitalkravet i fremtiden er preget av lite svingninger, likt som den historiske trenden.

| Superrentabilitet | Forkortelse | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | T | T+1 | T+2 |
|--------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| År | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
| Egenkapitalrentabilitet | ekr | 0,421 | 0,398 | 0,355 | 0,309 | 0,261 | 0,212 | 0,223 | 0,236 | 0,249 | 0,262 | 0,269 | 0,269 |
| Egenkapitalkrav | ekk | 0,049 | 0,049 | 0,050 | 0,051 | 0,053 | 0,054 | 0,059 | 0,064 | 0,068 | 0,073 | 0,073 | 0,073 |
| Superrentabilitet | ekr-ekk | 0,37 | 0,36 | 0,31 | 0,26 | 0,21 | 0,16 | 0,17 | 0,17 | 0,18 | 0,19 | 0,20 | 0,20 |

Tabell 10-16 - Superrentabilitet Bakkafrost 2017-2028

11 Fundamental verdsettelse

Med utgangspunkt i de budsjetterte tallene fra de to foregående kapitlene skal vi komme frem til et verdiestimat på Bakkafrost sin egenkapital og den tilhørende verdien per aksje. I fundamental verdsettelse er det vanlig å skille mellom to ulike modeller, egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Førstnevnte verdsetter egenkapitalen direkte gjennom fremtidig kontantstrøm til egenkapital. Den andre verdsetter egenkapitalen indirekte ved hjelp av netto finansiell gjeld og netto driftseiendeler. Under de to metodene er det flere, ulike modeller (Knivsflå, 2016, F16, s.3).

Benytter vi verdivekter vil begge metodene gi likt verdiestimat. Som nevnt under utregning av fremtidskrav, så må budsjetterte vekter bli benyttet ettersom verdivektene på det tidspunktet er ukjent. Følgene av dette vil være at verdiestimatene ikke er konsistente ved første verdiestimat. Oppdatering av vektene i en konvergeringsprosess vil imidlertid eliminere problemet, og til slutt gi konsistente estimat for begge metodene (Knivsflå, 2016, F16, s.16). Avslutningsvis i kapitlet foretas det en simuleringsanalyse for å analysere usikkerheten rundt verdiestimatet.

11.1 Egenkapitalmetoden

Som nevnt, verdsetter egenkapitalmetoden direkte gjennom kontantstrømmen til egenkapitalen. Videre kan dette gjøres ved hjelp av fire modeller; utbytte-modellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofitt-modellen og superprofittvekst-modellen. De ulike modellene vil gi likt verdiestimat ved konsistent bruk (Knivsflå, 2016, F16, s.21). I fremtidsregnskapet budsjetterte vi netto betalt utbytte som lik fri kontantstrøm til egenkapital, noe som gjør at utbytte-modellen og fri kontantstrøm-metoden vil være den samme. Videre vil kun utbytte-modellen og superprofitt-modellen bli benyttet.

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

NBU = netto betalt utbytte

ekk = egenkapitalkrav

ekv = egenkapitalvekst

T = 2025 (budsjettperiode)

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{t+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

SPE = Superprofitt til egenkapital

11.2 Selskapskapitalmetoden

Denne metoden verdsetter egenkapitalen indirekte gjennom å verdsette hele selskapet for så å trekke ut gjelden. Dette kan gjøres både ved å ta utgangspunkt i netto driftskapital og sysselsatt kapital. Videre kan de fire modellene nevnt under egenkapitalmetoden benyttes, men man må benytte netto driftskrav og/eller sysselsatt kapitalkrav i stedet for egenkapitalkrav. Videre vil vi kun benytte fri kontantstrøm fra drift og superprofitt-modellen for netto driftskapital.

$$\text{Verdi egenkapital} = \text{verdi netto driftskapital} - \text{verdi netto finansiell gjeld}$$

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0$$

11.3 Første verdiestimat

Under fremkommer de første verdiestimatene fra egenkapital- og selskapskapitalmetoden (netto driftskapital) basert på budsjetterte vekter.

Egenkapitalmetoden

| Fri kontantstrøm fra egenkapital | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|----------------------------------|-----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| FKE | | 1049,552 | 983,665 | 870,148 | 754,083 | 637,365 | 478,260 | 460,519 | 444,488 | 436,812 | 468,606 | 439,267 | 456,838 |
| /Diskonteringsfaktor | | 1,049 | 1,100 | 1,154 | 1,214 | 1,278 | 1,348 | 1,427 | 1,518 | 1,621 | 1,739 | 1,865 | 2,001 |
| NV fra 1 til T+1 | 5467,96 | | | | | | | | | | | | |
| Horisontverdi fra T+2 | 6927,23 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av egenkapital | 12395,20 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje DKK | 253,70 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje NOK (1,2274) | 311,39 | | | | | | | | | | | | |

Figur 11-1 - Fri kontantstrøm-/Utbyttemodellen (EK-metoden)

| Superprofitt fra egenkapital | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Balanseført EK | 2356,74 | | | | | | | | | | | | |
| + Superprofitt til EK | | 878,118 | 820,887 | 702,276 | 554,500 | 430,469 | 309,558 | 314,751 | 321,978 | 336,903 | 358,711 | 376,552 | 391,614 |
| /Diskonteringsfaktor | | 1,049 | 1,100 | 1,154 | 1,214 | 1,278 | 1,348 | 1,427 | 1,518 | 1,621 | 1,739 | 1,865 | 2,001 |
| NV fra 1 til T+1 | 4160,86 | | | | | | | | | | | | |
| Horisontverdi fra T+2 | 5877,60 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av egenkapital | 12395,20 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje DKK | 253,70 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje DKK (1,2274) | 311,39 | | | | | | | | | | | | |

Figur 11-2 - Superprofittmodellen (EK-metoden)

Selskapskapitalmetoden (Netto driftskapital)

| Fri kontantstrøm fra drift | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| FKD | | 1095,533 | 944,831 | 836,245 | 725,809 | 615,300 | 447,230 | 459,293 | 434,764 | 418,002 | 452,599 | 433,813 | 451,166 |
| /Diskonteringsfaktor | | 1,043 | 1,086 | 1,132 | 1,180 | 1,232 | 1,286 | 1,348 | 1,419 | 1,498 | 1,589 | 1,685 | 1,787 |
| NV fra 1 til T+1 | 5543,20 | | | | | | | | | | | | |
| Horisontverdi fra T+2 | 11999,00 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av netto driftskapital | 17542,20 | | | | | | | | | | | | |
| - Netto finansiell gjeld | 536,73 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av EK | 17005,466 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje DKK | 348,06 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje NOK (1,2274) | 427,21 | | | | | | | | | | | | |

Figur 11-3 - Fri kontantstrøm-/Utbyttmodellen (NDK-metoden)

| Superprofitt fra drift | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Balansført NDK | 2893,47 | | | | | | | | | | | | |
| + Superprofitt fra drift | | 876,816 | 807,177 | 682,337 | 556,862 | 432,782 | 312,047 | 313,965 | 323,452 | 338,877 | 360,941 | 377,609 | 392,714 |
| /Diskonteringsfaktor | | 1,043 | 1,086 | 1,132 | 1,180 | 1,232 | 1,286 | 1,348 | 1,419 | 1,498 | 1,589 | 1,685 | 1,787 |
| NV fra 1 til T+1 | 4310,62 | | | | | | | | | | | | |
| Horisontverdi fra T+2 | 10338,11 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av netto driftskapital | 17542,19 | | | | | | | | | | | | |
| - Netto finansiell gjeld | 536,73 | | | | | | | | | | | | |
| = Verdien av EK | 17005,466 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje DKK | 348,06 | | | | | | | | | | | | |
| Verdi per aksje NOK (1,2274) | 427,21 | | | | | | | | | | | | |

Figur 11-4 - Superprofittmodellen (NDK-metoden)

Av tabell 11-5 så kommer det frem at gjennomsnittlig verdiestimatet når man benytter budsjetterte vekt er 14700,33 DKK. Videre kan man se på verdien per aksje. Antall utestående aksjer for Bakkafrost er 48.858.064. Verdien per aksje blir da 300,88 DKK. Ettersom selskapet er børsnotert på Oslo Børs vil det være hensiktsmessig å oppgi prisen i NOK. I den forbindelse benyttes valutakursen den 17.11.16, som er 1,2274 DKK/NOK (Norges Bank, 2016B).

| Verdi EK - første estimat | Fri kontantstrøm | Superprofitt | Snitt | Per aksje DKK | Per aksje NOK |
|-----------------------------|------------------|--------------|----------|---------------|---------------|
| Egenkapitalmetoden | 12395,20 | 12395,20 | 12395,2 | 253,70 | 311,39 |
| Netto driftskapital-metoden | 17005,47 | 17005,47 | 17005,47 | 348,06 | 427,21 |
| Snitt | 14700,33 | 14700,33 | 14700,33 | 300,88 | 369,30 |

Figur 11-5 - Verdi egenkapital - første verdiestimat

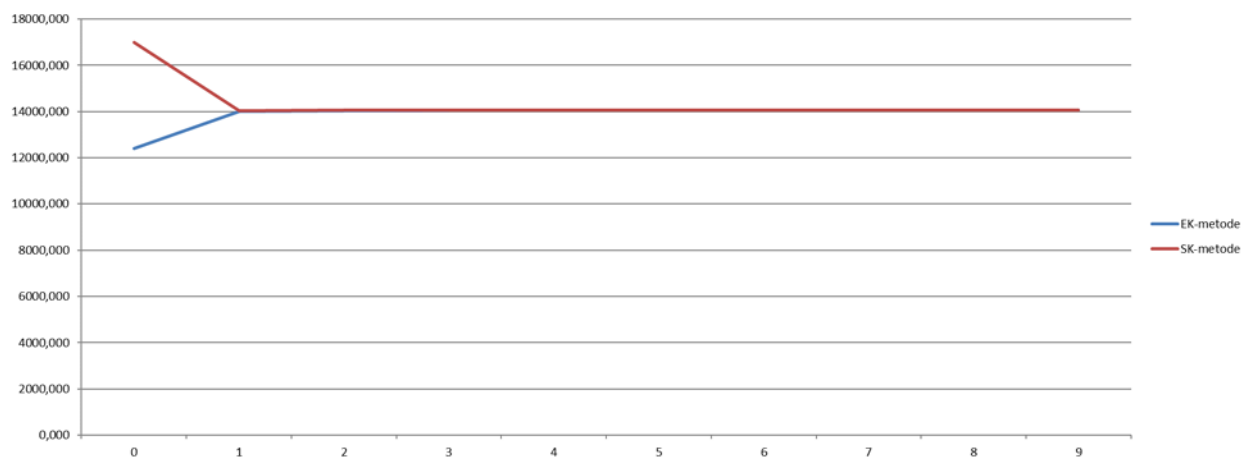
11.4 Konvergeringsprosess

Som nevnt, vil de budsjetterte vektene gi feil verdiestimat. En konvergeringsprosess vil oppdatere vektene sekvensielt mot virkelig verdi (Knivsflå, F17, s.52). Å utføre denne prosessen fører til at de gjennomsnittlige estimatene på egenkapitalen får en ny verdi. Videre vil verdivektene, egenkapital- og netto driftskrav oppdateres på bakgrunn av den nye verdien på egenkapitalen. Dette innebærer at verdiene fra steg 0 vil danne grunnlaget for de nye utregningene i steg 1. Dette gjøres helt til differansen på de ulike estimatene er marginale.

Av tabell 11-1 ser vi at avviket i steg 0 er 31,362 %. Bare etter ett steg, reduseres denne differanse til 0,144 %. Selv om den er ganske sammenfallende allerede etter ett år, velges det å gjennomføre ytterligere åtte steg. Da vil forskjellen være marginal, og egenkapitalverdien per 31.12.16 vil være 14048,29 DKK eller 287,53 DKK per aksje.

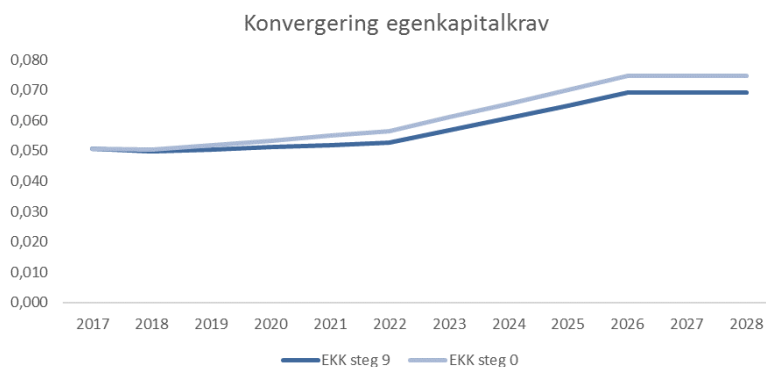
| Steg | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| EK-metode | 12395,195 | 14007,635 | 14031,114 | 14044,151 | 14047,951 | 14048,229 | 14048,289 | 14048,289 | 14048,289 | 14048,289 |
| SK-metode | 17005,466 | 14027,855 | 14049,084 | 14048,271 | 14048,290 | 14048,289 | 14048,289 | 14048,289 | 14048,289 | 14048,289 |
| Gjennomsnitt | 14700,331 | 14017,745 | 14040,099 | 14046,211 | 14048,121 | 14048,259 | 14048,289 | 14048,289 | 14048,289 | 14048,289 |
| Per aksje EK | 253,70 | 286,70 | 287,18 | 287,45 | 287,53 | 287,53 | 287,53 | 287,53 | 287,53 | 287,53 |
| Per aksje SK | 348,06 | 287,11 | 287,55 | 287,53 | 287,53 | 287,53 | 287,53 | 287,53 | 287,53 | 287,53 |
| Avvik i % | 31,362 % | 0,144 % | 0,128 % | 0,029 % | 0,002 % | 0,000 % | 0,000 % | 0,000 % | 0,000 % | 0,000 % |

Tabell 11-1 - Konvergeringsprosess i ulike steg med prosentvis avvik

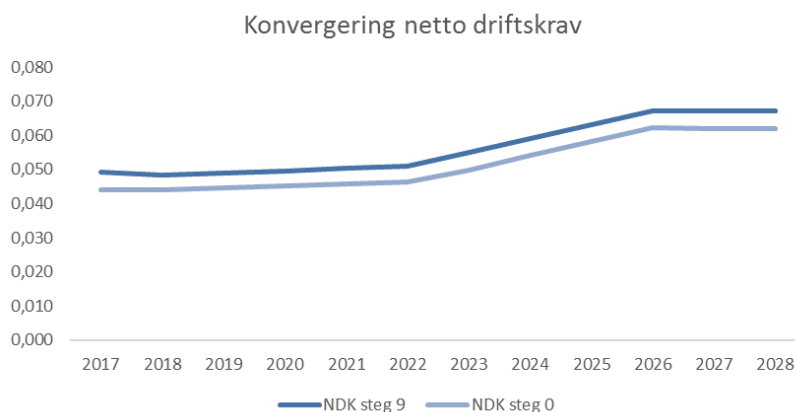


Figur 11-6 - Konvergeringsprosess fra steg 0 til 9

EK-metoden gir et for lavt verdiestimat i steg 0, mens SK-metoden gir et for høyt estimat i samme steg. I forhold til verdien i steg 9 er EK-metoden nærmest i steg 0. I steg 1 er det SK-metoden som er nærmest den endelige verdien i steg 9. Prosessen har sammenheng med kravene til de forskjellige kapitalene. Dette kan vi se av figur 11-7 der egenkapitalkravet er noe høyere i steg 0 enn i steg 9. I figur 11-8 fremkommer det at netto driftskapitalkrav er høyere i steg 9 enn 0.



Figur 11-7 - Konvergering egenkapitalkrav 2017-2028



Figur 11-8 - Konvergering netto driftskrav 2017-2028

11.5 Usikkerhet

Verdiestimatet vil være et punkttestimat på den forventede utviklingen i budsjettdriverne (Knivsflå, 2016, F18, s.4). Usikkerheten til utviklingen i de ulike budsjettdriverne vil derfor også føre til usikkerhet i verdiestimatet. I usikkerhetsanalysen blir både konkurrisiko og kvantifisering av usikkerheten i driverne bli gjennomgått.

11.5.1 Konkursrisiko

Verdsettelsen av Bakkafrost er under forutsetningen om fortsatt drift. I den syntetiske ratingen for fremtidskrav gjenspeiler kredittrisikopremien konkurssannsynligheten. Konkursrisikoen er derfor bygget indirekte inn i fremtidsregnskapet. I følge Knivsflå (2016, F18, s.18) er den allerede innebygget delvis indirekte og delvis direkte. Den fundamentale verdien vil da være

litt overvurdert, og en nedjustering vil være hensiktsmessig. Konkurranssynligheten kan finnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - p) * \text{fundamentalverdi per aksje} + p * \text{LVEK}$$

$p = \text{konkurssannsynlighet}$

$\text{LVEK} = \text{likvidasjonsverdi egenkapital}$

Likvidasjonsverdien er i mange tilfeller lik null (Knivsflå, 2016, F18, s.17). Dette er fordi det ofte er rask realisering av eiendelene ved konkurs. Kreditorer har første rett, noe som gjør at aksjonærene sitter igjen med lite etter utdeling. I risikoanalysen ble den syntetiske ratingen satt til AA og følgelig konkurssannsynligheten til 0,002 %. Nedjusteringen fører til et estimat på 287,47 DKK.

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - 0,0002) * 287,53 = 287,47 \text{ DKK}$$

11.5.2 Simuleringsanalyse

For å kvantifisere usikkerheten i verdiestimatet foretas en simuleringsanalyse, der kritiske drivere blir omgjort til stokastiske variabler (Knivsflå, 2016, F18, s. 22). Driverne vil være basert på sannsynlighetsfordelinger og ikke punkttestimat. Variasjonen vil da være innenfor et visst intervall. Sensitiviteten til ulike drivere og usikkerheten av verdiestimatet blir derav enklere fremstilt. Det opprinnelige punkttestimatet på 287,53 DKK vil bli benyttet.

11.5.3 Usikre drivere

Budsjett- og verdidriverne som blir benyttet i simuleringsanalysen blir gjennomgått og diskutert hver for seg.

11.5.3.1 Driftsinntektsvekst

Standardavviket for den historiske veksten er 19%. I simuleringen vil standardavviket til bransjen bli benyttet, ettersom veksten til Bakkafrost i stor grad er preget av oppkjøpsaktiviteter

i starten av analyseperioden. Den andre viktige faktoren for vekst, lakseprisen, vil på kort sikt være mindre usikker enn på mellomlang og lang sikt. Standardavviket halveres derfor i 2017 og 2018, men øker noe i 2022. På budsjetthorisonten T settes det en uniform fordeling, som betyr at det vil være like stor sannsynlighet for at alle verdiene i intervallet vil inntreffe.

| Driftsinntektsvekst | Mean | SD | Fordeling | Sannsynlighetsfordeling |
|------------------------|---------|------|------------------|-------------------------|
| Budsjettpunkt 1 - 2017 | 0,045 | 0,04 | N [4,5%; 4%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt 2 - 2018 | -0,005 | 0,04 | N [-0,5%; 4%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt 6 - 2022 | -0,0275 | 0,08 | N [-2,75%; 8%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt T - 2026 | 0,04 | | U [0,025; 0,045] | Uniformt fordelt |

Tabell 11-2- Driftsinntektsvekst i ulike budsjettpunkt

11.5.3.2 Netto driftsmargin

I likhet med driftsinntektsveksten vil lakseprisen være en viktig driver fremover for netto driftsmargin. Kostnadseffektivitet har historisk sett ført til en høy og stabil margin. Det vil være en rekke faktorer som kan ha en innvirkning, og usikkerheten vil være større i 2022 og 2026 enn på kort sikt. Standardavviket for de to første variablene vil bli satt lik det historiske på 5%. I 2022 blir den skalert opp til 6%. På lang sikt legges det inn et litt lavere standardavvik på 4%, ettersom det forventes at selskapet har en liten kostandsfordel ovenfor bransjen, og at den skal representere at bransjen er syklisk.

| Netto driftsmargin | Mean | SD | Fordeling | Sannsynlighetsfordeling |
|------------------------|------|------|--------------|-------------------------|
| Budsjettpunkt 1 - 2017 | 0,28 | 0,05 | N [28 %; 5%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt 2 - 2018 | 0,26 | 0,05 | N [26 %; 5%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt 6 - 2022 | 0,13 | 0,06 | N [13 %; 6%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt T - 2026 | 0,16 | 0,04 | N [16%; 4%] | Normalfordelt |

Tabell 11-3 - Netto driftsmargin i ulike budsjettpunkt

I tillegg legges det inn en korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Årsaken til at dette bør gjøres, er at når et selskap prøver å øke marginen, skjer dette ofte på kostnaden til omløpet (Knivsflå, 2016, F18, s. 38). Korrelasjon settes til halvparten av den historiske, som var 0,8. Samtidig er det lagt inn en negativ korrelasjon mellom margin og finansiell gearing på -0,2. Dette gjøres på bakgrunn av at selskaper med høy margin vil automatisk få høyere egenkapitalprosent (Knivsflå, 2016, F18, s.39).

11.5.3.3 Omløpet til netto driftseiendeler

Det historiske standardavviket til omløpet har vært 20%. På kort sikt vil standardavviket være lik det historiske, før den deretter økes til 25% i 2022. På lang sikt halveres usikkerheten, ettersom omløpet forventes å vende tilbake til snittet i «steady state».

| Omløp netto driftseiendeler | Mean | SD | Fordeling | Sannsynlighetsfordeling |
|-----------------------------|-------|------|----------------|-------------------------|
| Budsjettpunkt 1 - 2017 | 1,27 | 0,2 | N [1,27; 20%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt 2 - 2018 | 1,266 | 0,2 | N [1,266; 20%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt 6 - 2022 | 1,25 | 0,25 | N [1,25; 25%] | Normalfordelt |
| Budsjettpunkt T - 2026 | 1,32 | 0,1 | N [1,32; 10%] | Normalfordelt |

Tabell 11-4 - Omløpet til netto driftseiendeler i ulike budsjettpunkt

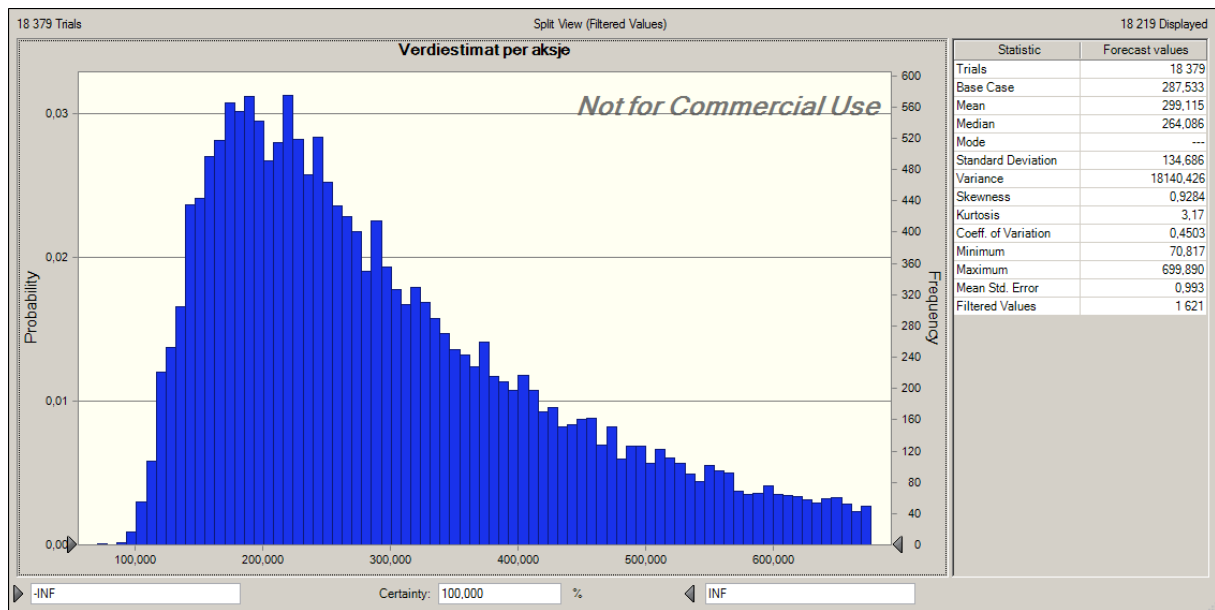
11.5.3.4 Andre drivere

| Andre drivere | Mean | SD | Fordeling | Sannsynlighetsfordeling |
|------------------------|--------|------|-----------------|-------------------------|
| Markedets risikopremie | 0,048 | | U [4,3%; 5,3%] | Uniformt fordelt |
| Risikofri rente | 0,022 | | U [1,8%; 2,6%] | Uniformt fordelt |
| Finansiell gjeldsdel | 0,39 | | U [35%; 45%] | Uniformt fordelt |
| Egenkapitalbeta | 0,7253 | 0,17 | N [0,7253; 17%] | Normalfordelt |

Tabell 11-5 - Andre drivere i ulike budsjettpunkt

11.5.4 Simuleringsanalyse

Resultatet av Monte Carlo-simuleringen med 20 000 trekninger, vises i figur 11-9. Det har blitt satt et skjønnsmessig intervall på aksjeverdien mellom [0,700] for å fjerne ekstremverdier. Ved å sette nedre verdi til 0, vil reflektere verdien for aksjonærene ved en eventuell konkurs. Simuleringen har ført til at 1 621 estimatet er filtrert bort.



Figur 11-9 - Monte Carlo-simulering av verdiestimat per aksje

Av figur 11-9 fremkommer det gjennomsnittlige verdiestimatet på 299,12 DKK, noe som vil si at etter simuleringsanalysen så har verdien økt med cirka 11,6 DKK. Videre er det en forskyvning mot høyre, med en lengre hale mot høyre enn venstre. «Skewness» på 0,9284 forklarer denne forskyvningen, der et estimat på 0 vil være perfekt normalfordelt. Forskyvningen kan forklare hvorfor gjennomsnittsestimatet er høyere enn «Base Case». «Coefficient of Variation» representerer det årlige standardavviket til aksjen, og ligger på 45%. Det vil dermed være høy usikkerhet knyttet til estimatet.

11.5.5 Sensitivitetsanalyse

Av tabell 11-10 kommer det frem at netto driftsmargin i T, egenkapitalbeta og driftsinntektsveksten i år 2022 er de variablene som påvirker resultatet av simuleringen i størst grad. At det er endringen i «steady state» for netto driftsmargin som gjør størst utslag vil være naturlig, da verdier i konstant-vekst perioden representerer en stor del av verdiestimatet. Marginen kan sees på som et mål for lønnsomheten til selskapet. Alle marginvariabler utgjør til sammen nærmere 47%. Dette synliggjør hvor viktig det er å fokusere på kostnadseffektiviteten i oppdrettsbransjen. Å redusere kostnader gjør stort utslag på lønnsomhet og verdiestimat.

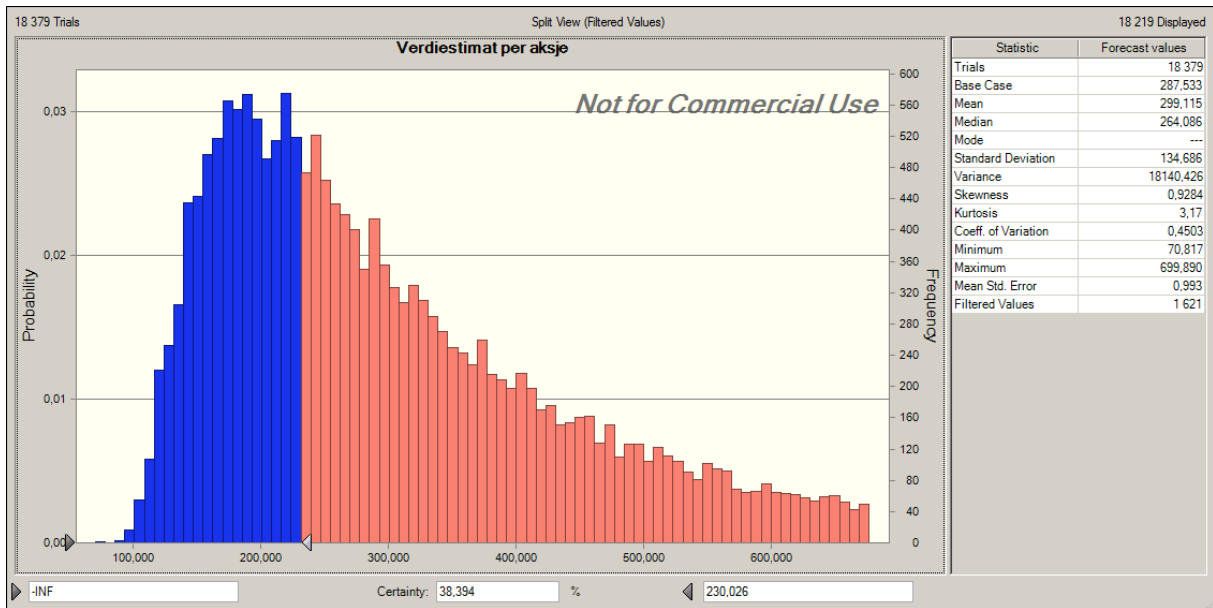
Videre har egenkapitalbetaen en stor forklaringsgrad. Dette er forståelig, da en økning vil føre til en økning i kravene. At driftsinntektsveksten i år 2022 påvirker i stor grad vil også være naturlig. Driveren representerer en bunn i fremtidsregnskapet. Dette vil underbygge argumentet om hvorfor det er viktig at en betydelig del av inntektene kommer fra VAP-segmentet. Omløpet i konstant vekst-perioden har et bidrag på 8,3 %, noe som kan begrunnes ved at omløpet påvirker netto driftseiendeler, som har blitt benyttet ved utregning av de andre kapitalstørrelsene.

| Variabler | Bidrag til varians |
|-----------------|--------------------|
| NDM T | 45,40 % |
| EK-beta | -21,20 % |
| Vekst 6 | 13,60 % |
| Onde T | 8,30 % |
| Fgd T | -2,40 % |
| Vekst 2 | 2,20 % |
| Risikofri rente | -1,60 % |
| Risikopremie | -1,10 % |
| NDM 6 | 0,90 % |
| Vekst 1 | 0,50 % |
| Onde 6 | 0,10 % |
| NDM 2 | 0,20 % |
| Onde 2 | 0,10 % |
| NDM 1 | 0,00 % |
| Onde 1 | 0,00 % |
| Vekst T | 0,00 % |

Figur 11-10 - Bidrag til varians i estimat i ulike budsjett drivere

11.5.6 Downside risk

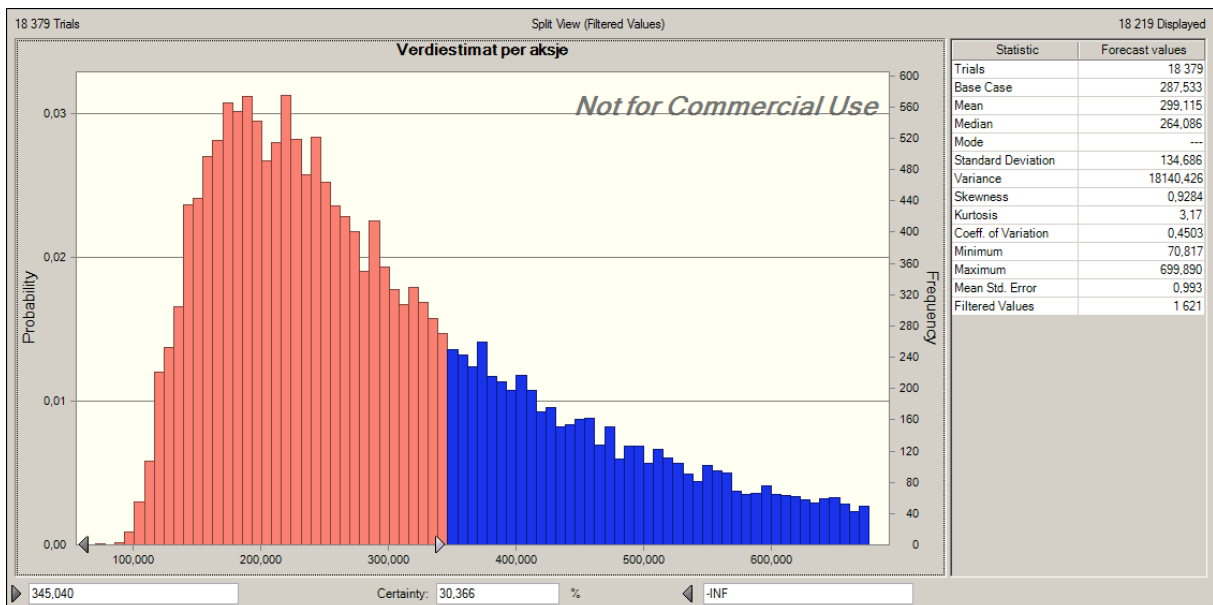
«Downside risk» representerer verdien av 80% eller mindre av forventet verdiestimert (Knivsflå, 2016, F18, s. 53). I vårt tilfelle, vil det med andre ord si sannsynligheten for at verdien er under 230 DKK. Figur 11-11 viser at sannsynligheten er 38 %.



Figur 11-11 – Downside risk fra Monte Carlo-simulering

11.5.7 Upside potential

«Upside potential» viser sannsynligheten for at verdiestimatet er høyere enn 20% av forventet estimat (Knivsflå, 2016, F18, s. 54). Med andre ord vil det si, sannsynligheten for at den er høyere enn 345 DKK. Figur 11-12 viser at denne er beregnet til 30%.



Figur 11-12 - Upside potential fra Monte Carlo-simulering

11.6 Oppsummering fundamentalt verdiestimat og sensitivitetsanalyse

Resultatene fra sensitivitetsanalyse viser at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet. At sannsynligheten for «upside potential» er ganske lik sannsynligheten for «downside risk» underbygger dette. Kursmålet som presenteres i handlingsstrategien vil derfor inneholde stor usikkerhet, der en økning eller reduksjon i driverne vil kunne påvirke kjøps- og salgsanbefalinger.

Det endelige verdiestimatet fra konvergeringsprosessen ble på 287,53 DKK. Justert for konkursrisiko er aksjeprisen på **287,47 DKK**. Etersom Bakkafrost er børsnotert i Norge vil det være hensiktsmessig å oppgi aksjeprisen i NOK. Valutakursen for 17.11.16 vil av den grunn bli benyttet. Aksjeprisen tilsvarer da en verdi på **352,84 NOK**. Som tidligere nevnt, vil muligens forutsetningen om at finansielt gjeldskrav er lik finansiell gjeldsrente kunne blåse opp verdiestimatet. Likevel, mener vi at resultatet er innenfor rimelighetens grenser. Dette kan begrunnes gjennom konsensusestimater per 17.11.16, som er på 367,5 NOK (DN, 2016D).

12 Komparativ verdsettelse

I kapittel 3 presenterte vi valg av verdsettelsesteknikk. Vi påpekte at en komparativ verdsettelse ville bli utført som en supplerende verdivurderingsteknikk. Vår komparative verdivurderingen baserer seg på anvendelse av ulike multiplikatormodeller, hvor en sammenligner egenkapitalen i forhold til tilsvarende virksomheter i bransjen (Knivsflå, 2016, F17, s.21). En slik framgangsmåte drar nytte av sin enkelhet, ettersom den er lett å forstå og krever få eksplisitte forutsetninger. Likevel, er det enkelt å bli inkonsistent, da multipler reflekterer dagens markedshumør, som i perioder kan avvike fra virkelig verdi. Vi har valgt å benytte multiplikatormodellen fremfor substansverdimodellen ved komparativ verdivurdering, ettersom denne hensyn tar bransjens karakteristikk bedre. I tillegg har bransjen konvertert mot en moden vekstfase, hvor multiplikatormodellen foretrekkes (Knivsflå, 2016, F21, s.12).

Komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodeller er også den mest vanlige verdivurderingsmetoden i praksis (Knivsflå, 2016, F17, s14).

Egenkapitalverdien beregnes ved å multiplisere en komparativ verdimultiplikator med en skaleringsfaktor/basis (Dyrnes, 2004, s.44). Det eksisterer et bredt spekter av ulike multiplikatorer, men vi har naturligvis valgt å anvende de mest hensiktsmessige multiplikatorene for analysen.

For beregningen av multiplikatorene vil både et vektet snitt og vanlig gjennomsnitt bli benyttet. Det vektete snittet vil fange opp ulikheter i markedsandeler. Deretter beregner vi verdiestimatet per aksje som snittet av disse to estimatene.

For å gjennomføre en verdivurdering av Bakkafrost, ved å benytte multiplikatorer, tar vi utgangspunkt i følgende rammeverk, som er basert på Knivsflå (2016, F21):

1. Identifiser komparative virksomheter
2. Velg ut passende basiser og dermed multiplikatormodeller
3. Regn ut og justert de utvalgte komparative multiplikatorene

4. Beregne det komparative verdiestimatet basert på multiplikatorene

En svakhet ved komparativ verdivurdering er at den er avhengig av sammenligningsgrunnlaget, noe som medfører at valg av basis og komparative virksomheter ikke nødvendigvis må være entydig. I tillegg kan estimatet påvirkes av markedets holdninger til bransjen, samt ulikheter innenfor finansiering og risiko blant de komparative virksomhetene. Dette kan som nevnt føre til misvisende og inkonsistente multipler. Derfor er det nødvendig å ha en kritisk tilnærming ovenfor multiplikatormodellen, for å redusere risikoen av et unøyaktig verdiestimatet. Vi vil derfor analysere og justere mulige feilkilder av modellen, før vi beregner det endelige komparative verdiestimatet.

12.1 Komparative virksomheter

Et kriterium for utvalget av komparative virksomheter er at de er børsnoterte virksomheter i samme bransje. Vi velger derfor å benytte de samme komparative virksomhetene, som anvendt i den fundamentale verdsettelsen. Dette utvalget tilbyr produkter som er nære substitutter til Bakkafrost og representerer derfor en solid målgruppe. I tillegg er alle virksomhetene notert på Oslo Børs.

12.2 Multiplikatorer

Multiplikatorforholdstallet består av et verdiestimat dividert på en basis. Verdiestimatet er verdien av egenkapitalen eller pris per aksje, mens basisen representerer et typisk nøkkeltall og kan være en kritisk ressurs, resultatstørrelse, og balanse- eller kontantstørrelse. Det er krav om at basis må være av positiv benevnelse, ellers må man benytte en annen basis for verdivurdering. Først beregnes komparative multiplikatorer, som igjen multipliseres med basisen for å finne verdiestimatet. Dette er illustrert i formelen under (Knivsflå, 2016, F21, s. 26)

$$VEK = m_K * Basis$$

$$= \frac{VEK}{Basis} * Basis$$

VEK = Verdien på egenkapitalen

m_K = Komparativ multiplikator

Videre har vi 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 kan i hovedsak deles inn i to hovedgrupper. Den ene hovedgruppen tar utgangspunkt i pris per aksje, og kalles for *egenkapitalmultiplikatorer*. De kjennetegnes ved at telleren i brøken er bokstaven P, «Price» (Dyrnes, 2004).

Den andre hovedgruppen tar utgangspunkt i summen av markedsverdien til både egenkapital og netto rentebærende gjeld og omtales som *total kapitalmultiplikatorer*. Disse multiplikatorene kjennetegnes ved at telleren i brøken har bokstavene EV, «Enterprise Value» (Dyrnes, 2004).

Total kapitalmultiplikatorer kan foretrekkes som estimat for komparativ verdivurdering, ettersom egenkapitalmultiplikatorer påvirkes av kapitalstrukturen til virksomheten. To identiske virksomheter, med unntak av kapitalstruktur bør ha forskjellig P-multiplikator. Virksomheten med høyest egenkapitalandel vil mest sannsynlig ha den høyeste P-multiplikatoren, grunnet lavere finansiell risiko. Forskjeller i kapitalstruktur kan dermed svekke gyldigheten av slike multiplikatorer basert på bransjesnittet, da virksomheten som verdsettes kan ha ulik kapitalstruktur, sammenlignet med det komparative utvalget. Total kapitalmultiplikatorer er i hovedsak uavhengig av finansieringsstrukturen, og vil dermed eliminere feilkilden som ulik kapitalstruktur representerer. Vi velger likevel å benytte begge

kategoriene for multiplikatorer, da Bakkafrost og de komparative virksomhetene operer med en relativt lik kapitalstruktur.

12.2.1 P/B-multiplikator

Pris/Bok-forholdet er en balanseorientert multiplikator, og benyttes til å sammenligne virksomhetens markedsverdi mot bokført verdi. Formelen er presentert under:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

Dersom P/B-forholdet er høyere enn 1, medfører dette at markedsverdien er høyere enn hva virksomhetens egenkapital ville blitt solgt for (Knivsflå, 2016, F21, s.31). Differansen reflekterer hva investorer mener om framtidige vekstmuligheter for virksomheten (Dyrnes, 2004). Multiplikatoren inneholder begrensninger ettersom den ikke tar hensyn til immaterielle eiendeler (Koller, 2010). Multiplikatoren tar heller ikke hensyn til ulikhet blant kapitalstrukturer mellom Bakkafrost og det komparative utvalget. Ettersom Bakkafrost opererer med en noe høyere egenkapitalandel sammenlignet med bransjesnittet, vil vi benytte selskapskapitalmetoden fremfor egenkapitalmetoden ved multiplikatormodellen. Dette er også i tråd med anbefalinger av Knivsflå (2016, F21, s.21). Verdien på egenkapital blir beregnet indirekte, og det er dermed ikke behov for justering av kapitalstruktur.

Den bokførte egenkapital består i tillegg av en eventuell avsetning til utbytte som kortsiktig gjeld, eksklusiv minoritet i konsernet (Knivsflå, 2016, F21, s.31). P/B-multiplikatoren tar ikke høyde for ulikhet i utbyttepolitikk blant de komparative virksomhetene. Videre følger både Marine Harvest, Austevoll og SalMar IFRS, og dermed inngår utbyttet i den bokførte egenkapitalen på balansedagen. Derfor er det ikke nødvendig å justere bokført egenkapital for utbytte.

12.2.2 P/E-multiplikator

Pris/Fortjeneste-multiplikatoren er den mest populære forholdstallet innenfor verdsettelse, og indikerer hvor mye investorer er villig til å betale for en krone av selskapets fortjeneste (Furuseth, 2010). Formelen er som følger:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Nettoresultat til egenkapitalen}}$$

En høy P/E-verdi indikerer at markedet har tro på høye framtidige vekstmuligheter, og i motsatt tilfelle lave vekstmuligheter for lave P/E-verdier. Samtidig er det viktig å påpeke at multiplikatoren påvirkes av kapitalstruktur, risikonivå og vekstpotensialet. Nettoresultatet bør også være normalisert slik at innvirkningen av unormale forhold ikke påvirker verdivurderingen (Knivsflå, 2016, F21, s.36).

12.2.3 EV/EBIT-multiplikator

EV/EBIT-forholdet blir ofte brukt i praksis, og beregnes som summen av selskapsverdien over driftsresultatet til virksomheten (Dyrnes, 2004). Tilhørende formel følger under:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat fra egen virksomhet}}$$

EV-multiplikatorer tar som nevnt utgangspunkt i selskapsverdien, i motsetning til P-multiplikatorene som tar utgangspunkt i markedsverdien til egenkapitalen. EV/EBIT-forholdet påvirkes dermed ikke av feilkilden relatert til ulikhet blant kapitalstruktur. Derfor er det ikke behov for å foreta justeringer tilknyttet endringer i kapitalstruktur for EV-multiplene.

12.2.4 EV/EBITDA

EV/EBITDA-multiplikatoren er en utvidelse av EV/EBIT-multiplikatoren. Forskjellen er at den ikke trekker ut avskrivninger og nedskrivninger av driftsresultatet. På denne måten blir

kapitalslit hensyntatt. Dette er den mest populære multiplikatoren som baserer seg på selskapsverdi (Dyrnes, 2004).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenakpital} + \text{Minoritetsinteresser} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

En begrensning til multiplikatoren er at dersom en ikke inkluderer avskrivninger, vil effekten være at kapitalintensive bransjer som krever en høy CAPEX (og avskrivninger), se unaturlig bra ut. Problemet er at denne kontantstrømmen aldri når investorene, siden det er nødvendig for å opprettholde den produktive kapitalen (Macabus, u.d).

12.3 Mulige feilkilder ved bruk av multiplikatormodellen

For komparativ verdsettelse kreves det konsistens mellom beregningen av basis for både verdsetteleseobjektet og de komparative virksomhetene. Basisen utgjør nevneren i multiplikatoren, hvor inkonsistens utgjør en mulig feilkilde ved bruk av modellen. Dersom en foretar ulike endringer hos verdsettelsesobjektet, må tilsvarende endringer gjennomføres for de andre virksomhetene i sammenligningen. Videre er det viktig å korrigere for ulik bruk av sentrale regnskapsprinsipper (Dyrnes, 2004). Samtlige selskaper i vår analyse benytter som tidligere nevnt IFRS, og vi har korrigert for de samme postene for alle selskaper, slik at kravet om konsistens opprettholdes.

For det andre er det nødvendig at basisen er beregnet for samme tidsperiode. Dersom basisen i multiplikatorene til virksomhetene blir hentet fra siste årsregnskap og videre multipliseres med neste års estimerte resultat for verdsettelsesobjektet, oppstår det inkonsistens i beregningene (Dyrnes, 2004).

Den siste feilkilden omhandler telleren i multiplikatoren. Dersom prisen på en eller flere av virksomhetene i utvalget er påvirket av vesentlige engangshendelser, er det nødvendig å justere for dette i basisen. I tillegg må også prisen som skal legges til grunn for beregningene i

multiplikatoren justeres (Dyrnes, 2004). Vår analyse benytter normaliserte tall, tilsvarende grunnlaget for den fundamentale verdsettelse. Videre har det ikke eksistert engangshendelser som har påvirket aksjeprisen betydelig for verken Bakkafrost eller de komparative virksomhetene.

Ettersom multiplikatorene beregnes på aksjebasis, er det nødvendig at antall aksjer beregnes på tilsvarende måte (Dyrnes, 2004). Vi legger til grunn antall utestående aksjer i våre estimater, på lik linje med det som er gjort i den fundamentale verdsettelsen.

12.4 Komparativt verdiestimat

Vi har nå gjennomført stegene angående identifikasjon av komparative virksomheter, og valg av ulike multiplikatorer for den komparative verdsettelsen. Videre skal vi beregne et verdiestimat basert på disse multiplikatorene for virksomhetene, før vi avslutningsvis sammenstiller resultatene fra de ulike multiplikatorene til et endelig verdiestimat. I tillegg har vi beregnet en implisitt verdi basert på resultatet fra den fundamentale verdsettelsen.

12.4.1 Verdiestimat basert på P/B-multiplikator

Tabell 12-1 inneholder ulike finansiell nøkkeltall nødvendig for analysen, i tillegg til aksjekursen og antall utestående aksjer for de komparative virksomhetene per 17.11.2016. Sistnevnte størrelser er hentet fra nettkildene Dagens Næringsliv og Yahoo Finance. Ved estimering av P/B-forholdet kreves nemlig markedsverdien til egenkapitalen, som er beregnet ved aksjekursen multiplisert med antall utestående aksjer.

| | Bakkafrost | Marine Harvest | SalMar | AUSS |
|--------------------------|------------|----------------|-----------|------------|
| Aksjekurs per 14.11.2016 | 350,40 | 149,10 | 259,90 | 76,75 |
| Netto driftskapital | 3 617 413 | 27 479 000 | 7 641 110 | 17 347 797 |
| Netto finansiell gjeld | 671 018 | 8 264 000 | 2 593 510 | 1 343 021 |
| Minoritetsinteresser | | 6 000 | 76 300 | 7 723 386 |
| Antall utestående aksjer | 48 858 | 450 090 | 112 120 | 201 820 |

Tabell 12-1 - Finansielle tall for komparative virksomheter

Tabell 12-2 illustrerer utregningen av de ulike P/B-multiplikatorene. Vi ser av tabellen at det eksisterer noe variasjon i multiplikatoren blant virksomhetene. SalMar har høyest multiplum på 5,86, tett etterfulgt av Bakkafrost på 5,81. I motsatt ende finner vi Austevoll, som har en svært lav verdi, ettersom egenkapitalverdien ligger relativt nær markedsverdien. Dette signaliserer at markedet predikerer noe moderate vekstmuligheter for selskapet, i forhold til denne multiplikatoren. Det lave estimatet kan forklares gjennom at vi har inkludert samtlige datterselskaper innenfor konsernet sin virksomhet. Dersom vi hadde benyttet datterselskapet Lerøy Seafood, som omhandler lakseoppdrett, ville sammenligningsgrunnlaget trolig vært nærmere bransjesnittet. Ifølge de siste årsrapportene for Austevoll, er det nettopp dette segmentet som gir best avkastning for virksomheten. Andre bransjeområder for selskapet, som pelagisk fiske, opplever mer motgang. Dette påvirker P/B-multiplikatoren i negativt favør.

| P/B-multiplikator | Bakkafrost | Marine Harvest | SalMar | AUSS | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Implisitt |
|--------------------------|-------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| Vekt | 13,29 % | 52,08 % | 22,61 % | 12,02 % | | Bakkafrost | Bakkafrost |
| Markedsverdi egenkapital | 17 119 843 | 67 108 419 | 29 139 988 | 15 489 685 | | | |
| Bokført egenkapital | 2 946 395 | 19 209 000 | 4 971 300 | 8 281 390 | | | |
| P/B-multiplikator | 5,81 | 3,49 | 5,86 | 1,87 | 4,14 | 4,24 | 5,76 |

Tabell 12-2 - P/B-multiplikator for Bakkafrost og komparative virksomheter

Egenkapitalen beregnes som tidligere nevnt implisitt. Dette gjøres ved å multiplisere P/B-multiplikatoren med netto driftskapital fratrukket minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

$$VEK = \frac{P}{B} * EK = \frac{P}{B} * (NDK - MI - NFG)$$

Fra tabell 12.3 får vi et gjennomsnittlig verdiestimat per aksje for Bakkafrost på 253,33 NOK, basert på P/B-forholdet. Dette er signifikant lavere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen på 352,84 NOK og konsensus på 367,5 NOK. Dette er det klart største avviket i forhold til vårt fundamentale estimatet blant multiplikatorene. Austevoll trekker ned bransjesnittet betraktelig, og avviker veldig fra Bakkafrost.

| Verdiestimat P/B | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Gjennomsnittlig verdiestimat |
|-------------------------------|-------------------|-----------------|------------------------------|
| P/B-multiplikator | 4,14 | 4,24 | |
| Balanseført NDK | 3 617 413 | 3 617 413 | |
| Balanseført NFG | 671 018 | 671 018 | |
| Balanseført MI | 0 | 0 | |
| Egenkapitalverdi | 12203375,8 | 12479687 | |
| Antall aksjer | 48 858 | 48 580 | |
| Verdiestimat per aksje | 249,77 | 256,89 | 253,33 |

Tabell 12-3 - Verdiestimat per aksje basert på P/B-multiplikatoren

12.4.2 Verdiestimat basert på P/E-multiplikator

Tabell 12-4 viser utregningen av P/E-multiplikatoren for analysen. Estimatene ligger klart over det historiske gjennomsnittet på Oslo Børs, som tilsvarer en P/E på 11,7 (Sundberg, 2012). De høye multiplikatoren representere markedets forventninger angående fremtidige vekstmuligheter for bransjen. Som nevnt er oppdrettsbransjen negativt korrelert med oljebransjen, og ettersom vi befinner oss i en oljekrise er det naturlig at oppdrettsselskapene gjør det bra. Videre ser vi at SalMar opererer med det høyeste P/E-forholdet. Dette skyldes at selskapet kan henviser til ekstremt gode resultater den siste perioden. Aksjen har vokst fra rundt 130 NOK, ved årsskiftet 2015/2016, til 260 NOK ved analysetidspunktet 17.11.2016. Dette er årsaken til at SalMar presterer svært godt på en del av multiplikatoren.

P/E for de andre virksomhetene er relativt jevne. Vi forventet at Bakkafrost hadde en høyere multiplikator enn Marine Harvest, i tillegg til Austevoll, men det er viktig å påpeke at multipler representere et øyeblikksbilde. Det kan tenkes at de norske selskapene har dratt en fordel av en svak kronekurs, noe som vil gi økt inntjening.

| P/E-multiplikator | Bakkafrost | Marine Harvest | SalMar | AUSS | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Implisitt |
|-------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 13,29 % | 52,08 % | 22,61 % | 12,02 % | | | Bakkafrost |
| Markedsverdi egenkapital | 17 119 843 | 67 108 419 | 29 139 988 | 15 489 685 | | | |
| Nettoresultat til egenkapital | 1 030 891 | 3 736 006 | 1 311 245 | 985 421 | | | |
| P/E-multiplikator | 16,61 | 17,96 | 22,22 | 15,72 | 18,48 | 18,13 | 16,46 |

Tabell 12-4 - P/E-multiplikatoren for Bakkafrost og komparative virksomheter

Egenkapitalverdien beregnes direkte fra P/E, ved å multiplisere multiplikatoren med nettoresultatet til egenkapitalen.

$$VEK = \frac{P}{E} * NRE$$

Tabell 12-5 viser utregningen av verdiestimatet per aksje basert på P/E. Gjennomsnittlig verdiestimat er på 386,17 NOK, noe som er omtrent 10% høyere enn vårt fundamentale verdiestimat på 352,84 NOK. I forhold til konsensus avviker verdiestimatet med 5%. Økningen skyldes hovedsakelig den høye P/E-verdien til SalMar.

| Verdiestimat P/E | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Gjennomsnittlig verdiestimat |
|-------------------------------|---------------|---------------|------------------------------|
| P/E-multiplikator | 18,48 | 18,13 | |
| Nettoreultat til egenkapital | 1 030 891 | 1 030 891 | |
| Egenkapitalverdi | 19 046 999 | 18 687 850 | |
| Antall aksjer | 48 858 | 48 858 | |
| Verdiestimat per aksje | 389,84 | 382,49 | 386,17 |

Tabell 12-5 - Verdiestimat per aksje basert på P/E-multiplikatoren

12.4.3 Verdiestimat basert på EV/EBIT

EV/EBIT-multiplikatoren baserer seg på selskapsverdi «Enterprise Value», som beregnes ved å legge minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld til markedsverdien av egenkapitalen. Utregningene av EV/EBIT-multiplikatoren for 2016 er illustrert i tabell 12-6. I likhet med forrige multiplenum oppnår SalMar en høyere multiplikator, sammenlignet med resten av bransjen. Som nevnt, skyldes dette en kraftig vekst i aksjeprisen den siste perioden. Det er derfor naturlig at de har en høyere prising av egenkapitalen i markedet i forhold til ulike prestasjonsmål. Videre ser vi at multiplikatoren er relativt lik for det resterende utvalget, bortsett fra Marine Harvest som ligger noe høyere. Samlet sett er multiplikatorene for vektet snitt, og gjennomsnitt større enn multiplikatoren til Bakkafrost.

Størrelsen på EV/EBIT kan variere mye, men 5-8 er vanlig (Lederkilden, 2016C). Ettersom oppdrettsbransjen kan vise til solide resultater den siste tiden, er det naturlig at vi får en del høyere multipler. Verdiestimatet basert på den fundamentale verdivurderingen er svært nær aksjeprisen per 17.11.2016, derfor vil den implisitte multiplikatoren til Bakkafrost være tilnærmet lik multiplenum basert på aksjepris. Dette er tilfelle for samtlige multiplikatorer.

| EV/EBIT-multiplikator | Bakkafrost | Marine Harvest | SalMar | AUSS | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Implisitt |
|------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 13,29 % | 52,08 % | 22,61 % | 12,02 % | | | Bakkafrost |
| Markedsverdi egenkapital | 17 119 843 | 67 108 419 | 29 139 988 | 15 489 685 | | | |
| Minoritetsinteresser | 0 | 6 000 | 76 300 | 7 023 386 | | | |
| Netto finansiell gjeld | 671 018 | 8 264 000 | 2 593 510 | 1 342 021 | | | |
| Selskapsverdi | 17 790 861 | 75 378 419 | 31 809 798 | 23 855 092 | | | |
| EBIT | 1 264 733 | 4 383 626 | 1 529 171 | 1 604 715 | | | |
| EV/EBIT-multiplikator | 14,07 | 17,20 | 20,80 | 14,87 | 17,32 | 16,73 | 13,95 |

Tabell 12-6 - EV/EBIT-multiplikatoren for Bakkafrost og komparative virksomheter

Egenkapitalverdien beregnes ved å multiplisere EBIT med multiplikatoren, og deretter trekke fra minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

$$VEK = \frac{EV}{EBIT} * EBIT - MI - NFG$$

Tabell 12-7 viser utregningen av verdiestimatet for Bakkafrost basert på EV/EBIT-multiplikatoren. Det gjennomsnittlige estimatet er kalkulert til 426,95 NOK. Dette er det høyeste verdiestimatet blant multiplikatorene, og ligger mellom 15-20% over verdien fra den fundamentale analysen og konsensus. Estimatenes er henholdsvis 352,84 NOK og 367,5 NOK. Dette kan igjen forklares gjennom den høye multiplikatoren til SalMar.

| Verdiestimat EV/EBIT | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Gjennomsnittlig verdiestimat |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|------------------------------|
| EV/EBIT-multiplikator | 17,32 | 16,73 | |
| EBIT | 1 264 733 | 1 264 733 | |
| Netto finansiell gjeld | 671 018 | 671 018 | |
| Minoritetsinteresser | 0 | 0 | |
| Egenkapitalverdi | 21 228 241 | 20 491 119 | |
| Antall aksjer | 48 858 | 48 858 | |
| Verdiestimat per aksje | 434,49 | 419,40 | 426,95 |

Tabell 12-7 - Verdiestimat per aksje basert på EV/EBIT-multiplikatoren

12.4.4 Verdiestimat basert på EV/EBITDA

Tabell 12-8 illustrerer EV/EBITDA-multiplikatoren for 2016. EBITDA finnes ved å legge til avskrivninger og nedskrivninger på EBIT. Dette medfører at størrelsen på EV/EBITDA-multiplikatorene nærmest alltid vil være lavere enn EV/EBIT-multiplikatorene, noe som også er tilfelle for virksomhetene i vårt komparative utvalg. Vi ser at Bakkafrost har en veldig liten

endring i forhold til EV/EBIT- multiplikatoren sammenlignet med de andre virksomhetene. Størrelsen på EV/EBITDA kan variere mye, men 4-7 er ikke uvanlig (Lederkilden, 2016D), derfor kan våre multiplikator forsvares. Både vektet og gjennomsnittlig multiplikator ligger like over multiplikatoren til Bakkafrost på 12,60. Dette medfører at vi får en høyere aksjepris.

| EV/EBITDA-multiplikator | Bakkafrost | Marine Harvest | SalMar | AUSS | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Implisitt |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| Vekt | 13,29 % | 52,08 % | 22,61 % | 12,02 % | | | Bakkafrost |
| Markedsverdi egenkapital | 17 119 843 | 67 108 419 | 29 139 988 | 15 489 685 | | | |
| Minoritetsinteresser | 0 | 6 000 | 76 300 | 7 023 386 | | | |
| Netto finansiell gjeld | 671 018 | 8 264 000 | 2 593 510 | 1 342 021 | | | |
| Selskapsverdi | 17 790 861 | 75 378 419 | 31 809 798 | 23 855 092 | | | |
| EBITDA | 1 412 040 | 5 935 643 | 1 703 758 | 1 996 552 | | | |
| EV/EBITDA-multiplikator | 12,60 | 12,70 | 18,67 | 11,95 | 13,95 | 13,98 | 12,49 |

Tabell 12-8 - EV/EBITDA-multiplikatoren for Bakkafrost og komparative virksomheter

Egenkapitalverdien estimeres ved å multiplisere EBITDA med multiplikatoren, og deretter trekke fra minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

$$VEK = \frac{EV}{EBITDA} * EBITDA - MI - NFG$$

Tabell 12-9 viser utregningen av verdiestimatet for Bakkafrost basert på EV/EBITDA-multiplikatoren. Det gjennomsnittlige estimatet er beregnet til 389,80 NOK. Aksjeprisen er som forventet lavere sammenlignet med EV/EBIT, grunnet overnevnte faktorer. Verdiestimatet ligger svært nært estimatet fra P/E- multiplikatoren, med omtrent 10% over verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen på 352,84 NOK. Videre ligger den 6% over konsensus på 367,5 NOK.

| Verdiestimat EV/EBITDA | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Gjennomsnittlig verdiestimat |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|------------------------------|
| EV/EBITDA-multiplikator | 13,95 | 13,98 | |
| EBITDA | 1 412 040 | 1 412 040 | |
| Netto finansiell gjeld | 671 018 | 671 018 | |
| Minoritetsinteresser | 0 | 0 | |
| Egenkapitalverdi | 19 021 330 | 19 068 317 | |
| Antall aksjer | 48 858 | 48 858 | |
| Verdiestimat per aksje | 389,32 | 390,28 | 389,80 |

Tabell 12-9 - Verdiestimat per aksje basert på EV/EBITDA-multiplikatoren

12.4.5 Endelig verdiestimat etter komparativ verdsettelse

Tabell 12-10 presenterer endelig verdiestimat per aksje for Bakkafrost basert på den komparative verdivurderingen. Det gjennomsnittlige verdiestimatet er 364,06 NOK. Dette er funnet ved å ta gjennomsnittet av estimatet til de fire utvalgte multiplikatorene. Dette er kun 3% høyere enn verdien fra den fundamentale verdsettelsen på 352,84 NOK. Videre ser vi at verdiestimatet på 362,27 NOK, basert på rent gjennomsnitt, er relativt nært det fundamentale verdiestimatet. Vi får en verdi på 365,86 NOK basert på vektet gjennomsnitt. Forskjellen skyldes at Marine Harvest og SalMar ikke får en like stor vektning ved vanlig gjennomsnitt, noe som trekker ned estimatet samlet sett. Dette begrunnes med høyere multipler i forhold til Bakkafrost og Austevoll.

Vi ser at verdien per aksje estimert av P/B-multiplikatoren er vesentlig lavere enn de andre, og trekker ned verdien på det endelig estimatet. Videre er det naturlig at SalMar i snitt har de høyeste multiplikatorene, ettersom de har prestert best den siste tiden.

Vi nevnte innledningsvis at EV-multiplikatorene kan gi et bedre verdiestimat enn P-multiplikatorene, ettersom de tar hensyn til forskjeller i kapitalstruktur. Basert på tabellen under ser vi at EV-multiplikatorene samlet sett gir et høyere og mer konsistent verdiestimat sammenlignet med P-multiplikatorene. Dette tilsier at aksjen er undervurdert, mens P-multiplikatorene tilsier at aksjen er overvurdert. Derfor er det gjerne hensiktsmessig å benytte samtlige multiplikatorer. Samlet sett gir multiplikatorene et relativt fornuftig verdiestimat av aksjen i forhold til fundamental verdivurdering og underliggende aksjepris på verdsettelsestidspunktet.

| Metode | Vektet snitt | Gjennomsnitt | Gjennomsnittlig verdiestimat |
|-------------------------------------|---------------|---------------|------------------------------|
| P/B | 249,77 | 256,89 | 253,33 |
| P/E | 389,84 | 382,49 | 386,17 |
| EV/EBIT | 434,49 | 419,40 | 426,95 |
| EV/EBITDA | 389,32 | 390,28 | 389,80 |
| Gjennomsnittlig verdiestimat | 365,86 | 362,27 | 364,06 |

Tabell 12-10 - Endelig verdiestimat for Bakkafrost basert på komparativ verdivurdering

Det er relativt liten spredning mellom multiplikatorene P/E, EV/EBIT og EV/EBITDA. Disse trekker verdiestimat opp, mens P/B trekker verdiestimatet ned. Likevel, gir det samlede verdiestimatet for komparativ verdsettelse, et relativt bra estimat i forhold til den fundamentale verdsettelsen. Vi velger å vektlegge den komparative verdivurderingen med 30% og den fundamentale verdivurderingen med 70%. Prosentsatsene er satt skjønnsmessig, og vil naturligvis påvirke det endelig verdiestimatet. Likevel mener vi det er riktig å vekte den fundamentale verdivurderingen mest, da dette er hovedteknikken vi benytter for verdsettelsen. Den komparative verdsettelsen skal som tidligere nevnt fungere som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

$$\begin{aligned} \text{Endelig verdiestimat} &= \text{Fundamental verdsettelse} * 0,7 + \text{Komparative verdsettelse} * 0,3 \\ &= 352,84 * 0,7 + 364,06 * 0,3 = 356,21 \text{ NOK} \end{aligned}$$

Endelig verdiestimat for Bakkafrost per aksje er kr 356,21 NOK

13 Oppsummering og handlingsstrategi

Vi har frem til nå estimert verdien av egenkapitalen til Bakkafrost ved å benytte både en fundamental og komparativ verdsettelse. I dette kapittelet skal vi oppsummere de mest sentrale funnene fra utredningen, før vi avslutningsvis presenterer vår anbefalte handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering

I kapittel 4 ble den strategiske analysen delt inn i henholdsvis en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen konkluderte med at det foreligger moderate muligheter for å skape eller opprettholde konkurransefordeler i oppdrettsbransjen. Videre presiserte den interne ressursbaserte analysen at Bakkafrost utnytter noen av ressursene sine bedre sammenlignet med sine konkurrenter. Noen av fordelene ventes imidlertid å bli redusert på sikt, men de har en varig fordel knyttet til den optimale lokaliseringen. Dette er vanskelig for de andre konkurrentene å tilegne seg gitt konsesjonslovgivning, som er med på å forhindre etableringsmuligheter.

I kapittel 6 kom det frem av selskapets syntetiske rating, at selskapet har en kredittrating på AA. Dette ble analysert ved hjelp av ulike forholdstall, både når det kommer til likviditet og soliditet. Videre la dette til grunne beregning av historisk finansielt gjeldskrav i kapittel 7, der vi også fant analyseperiodens ulike driftskrav. Av kapittel 9 ble Bakkafrost sin strategiske fordel i samme periode avdekket. Denne var på nærmere 40 %. Videre analyser viste en driftsfordel på 41 % og en finansieringsulempe på rundt 1%.

De to neste kapitlene tok for seg fremtidsbudsjettering av regnskapsstørrelser og driftskrav. De predikerte tallene viser en fremtidig strategisk fordel for selskapet på 20 % i «steady state». Videre ble tallene benyttet under estimeringen av egenkapitalen per 31.12.2016 i kapittel 11. Her ble både egenkapital- og selskapskapitalmetoden benyttet. Etter en konvergeringsprosess, for å skape et konsistent verdiesimat basert på verdivekter, kom vi frem til en aksjepris på 287,53 DKK. Etter en justering for konkurrisiko er endelig verdiesimat på **287,47 DKK**. Omgjort til norske kroner per 17.11.2016 tilsvarer dette en kurs på 352,84 NOK. I samme

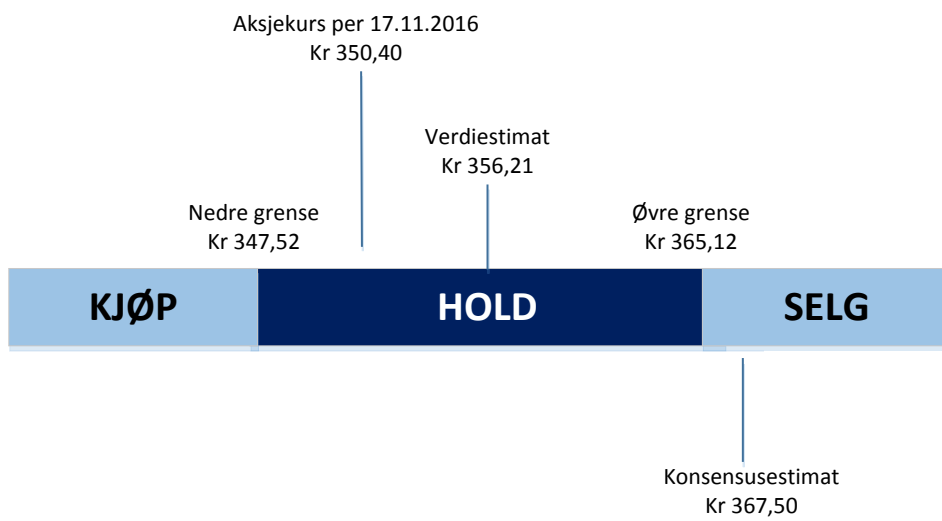
kapittel belyste vi usikkerheten knyttet til verdiestimatet. Resultatene viste at det kan knyttes stor usikkerhet, der små endringer i de ulike budsjettdriverne kan påvirke kjøps- og salgsanbefalinger.

I kapittel 12 gjennomførte vi en supplerende verdsettelse for å tilføre mer substans til verdiestimatet. Det eksisterer ulike verdsettelsesteknikker, men vi valgte å benytte en komparativ verdsettelse i form av multiplikatormodellen. Dette skyldes blant annet at teknikken er enkel og anses som den mest brukte verdsettelsesmetoden i praksis. Basert på gjennomsnittet av våre fire utvalgte multiplikatorer resulterte det i et verdiestimat på **364,06 NOK**. I det endelige verdiestimatet har vi valgt å vektlegge den fundamentale- og komparative verdsettelsen med henholdsvis 70% og 30%, ettersom den fundamentale verdsettelsen er vår hovedteknikk.

13.2 Handlingsstrategi

Basert på vårt endelige verdiestimat på **356,21 NOK** vil vi i påfølgende avsnitt utlede handlingsstrategien for aksjen. Det er naturligvis knyttet usikkerhet til verdiestimatet vårt, ettersom den fundamentale analysen krever en del forutsetninger. Videre ser vi også at det er en del variasjon i estimatene fra den komparative verdsettelsen. Derfor ilegges handlingsstrategien et avvik på +/- 2,5% for verdiestimatet vårt. Aksjen mottar en hold-anbefaling i intervallet (347,52 , 365,12). Ved en aksjepris under kr 347,52 vil handlingsstrategien anbefale kjøp, mens dersom aksjeprisen overstiger kr 365,12 anbefales salg.

Figur 13-1 presenterer handlingsstrategien for aksjen i form av kjøp, hold og salg. Bakkafrost sin aksjepris per 17.11.2016 ligger innenfor hold intervallet, og er svært lik estimatet fra den fundamentale analysen. Dette taler for en hold-anbefaling av aksjen. Benytter vi samme handlingsrom for konsensusestimatet resulterer det i en kjøps-anbefaling. Likevel er handlingsrommet skjønnsmessig basert, og konsensus per 17.11.2016 har gitt aksjen en hold/kjøps-anbefaling (DN, 2016D). Årsaken til at det er forskjell fra vårt verdiestimat og konsensus, kan være grunnet ulike forutsetninger om selskapet og bransjen.



Figur 13-1 - Handlingsstrategi

14 Referanseliste

14.1 Faglitteratur

- Barney, J. (2014). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Essex: Pearson Education.
- Berk, J. & DeMarzo, P., (2014). *Corporate Finance*. London: Pearson Education
- Dahl, G., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdal, A. (2004). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag AS.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2012). *Fundamentals of Strategy*. London: Pearson Education
- 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.
- Kristoffersen, T. (2012). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring*. Oslo: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke.
- Penman, s. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill

14.2 Forelesningsnotater

Knivsflå, K.H (2016). *Rekneskapsanalyse og verdivurdering BUS440/MRR413A*.
<http://course.nhh.no/master/BUS440/>

Forelesning 1 (F1): *Introduksjon*

Forelesning 2 (F2): *Strategi, regnskap og verdi*

Forelesning 3 (F3): *Regnskapsanalyse; ramme og «trailing»*

Forelesning 4 (F4): *Omgruppering for analyse*

Forelesning 5 (F5): *Omgruppering; balanse og kontantstrøm*

Forelesning 6 (F6): *Regnskapsbasert måling og målefeil*

Forelesning 7 (F7): *Justering av målefeil*

Forelesning 8 (F8): *Kredittvurdering; syntetisk rating*

Forelesning 9 (F9): *Avkastningskrav; målestokk for rentabilitet*

Forelesning 10 (F10): *Strategisk rentabilitetsanalyse*

Forelesning 11 (F11): *Strategisk driftsanalyse*

Forelesning 13 (F13): *Fremtidsregnskap; ramme og driftsinntekter*

Forelesning 14 (F14): *Fremtidsregnskap; andre budsjett drivere*

Forelesning 15 (F15): *Fremtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*

Forelesning 16 (F16): *Fundamental verdsettelse; egenkapitalmetoden*

Forelesning 17 (F17): *SK-metoden og verdikonvergering*

Forelesning 18 (F18): *Uvisshet i verdiestimatet og «some topics in valuation»*

Forelesning 21 (F21): *Komparativ verdsettelse*

14.3 Årsrapporter og øvrig publisering fra selskaper

Årsrapporter (2010-2015), kvartalsrapporter (Q1-Q2) og øvrige publiseringer er hentet fra selskapenes hjemmesider:

Austevoll: <http://www.auss.no/investor/results-webcast>

Bakkafrost: <http://www.bakkafrost.com/en/investor-relations/reports-and-presentations/>

Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/investor/landing-page/>

SalMar: <http://www.salmar.no/siste-rapporter>

Bakkafrost (2016A). *Quarterly materials Q1 & Q2*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2016B). *Industry General Presentation*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2016C). *Capital Markets Day*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2015). *Annual report 2015*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2014). *Annual report 2014*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2013). *Annual report 2013*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2012). *Annual report 2012*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2011). *Annual report 2011*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Bakkafrost (2010). *Annual report 2010*. Glyvvar: P/F Bakkafrost

Austevoll (2016). *Kvartalsrapport Q2*. Storebø: Austevoll Seafood ASA
Austevoll (2015). *Årsrapport 2015*. Storebø: Austevoll Seafood ASA
Austevoll (2014). *Årsrapport 2014*. Storebø: Austevoll Seafood ASA
Austevoll (2013). *Årsrapport 2013*. Storebø: Austevoll Seafood ASA
Austevoll (2011). *Årsrapport 2012*. Storebø: Austevoll Seafood ASA

SalMar (2016). *Kvartalsrapport Q2*. Kverva: SalMar ASA
SalMar (2015). *Årsrapport 2015*. Kverva: SalMar ASA
SalMar (2014). *Årsrapport 2014*. Kverva: SalMar ASA
SalMar (2013). *Årsrapport 2013*. Kverva: SalMar ASA
SalMar (2012). *Årsrapport 2012*. Kverva: SalMar ASA
SalMar (2011). *Årsrapport 2011*. Kverva: SalMar ASA

Marine Harvest (2016A). Quarterly material, Q2. Bergen: Marine Harvest ASA
Marine Harvest (2016B). *Salmon Industry Handbook 2016*. Bergen: Marine Harvest ASA
Marine Harvest (2015). *Annual report 2015*. Bergen: Marine Harvest ASA
Marine Harvest (2014). *Annual report 2014*. Bergen: Marine Harvest ASA
Marine Harvest (2013). *Annual report 2013*. Bergen: Marine Harvest ASA
Marine Harvest (2012). *Annual report 2012*. Bergen: Marine Harvest ASA
Marine Harvest (2011). *Annual report 2011*. Bergen: Marine Harvest ASA

14.4 Offentlige kilder

Finansdepartementet (2016C). *Regjeringen*. Skattesatser 2016.
<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrensener-i-2016/id2457143/>

Fiskeri- og kystdepartementet. (April 2009). *Regjeringen*. Strategi for en miljømessig bærekraftig havbruksnæring:
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/vedlegg/brosjyrer/2009/brosjyre_strategi_bae_rekraftig_havbruk.pdf

Helsedirektoratet. (24. Oktober 2016). *Helsedirektoratet*. Kostråd fra Helsedirektoratet: <https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ernering/kostrad-fra-helsedirektoratet#5.-spis-fisk-til-middag-to-til-tre-ganger-i-uken.-bruk-også-gjerne-fisk-som-pålegg>.

Innovasjon Norge. (2016). *Innovasjon Norge*. Færøyene: <http://www.innovasjonnorge.no/no/Eksporthandboken/Landoversikt/Europa-liste/Faroyene/>

Miljødirektoratet. (21. Januar 2015). *Miljødirektoratet*. Lakselus: <http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Arter-og-naturtyper/Villaksportalen/Pavirkninger/Lakselus/>

Miljødirektoratet. (13. September 2016). *Utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett*: <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/>

Norges Bank. (2016A). Norges Bank. Styringsrenten: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank (2016B). *Norges Bank*. Valutakurs for danske kroner. <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/DKK/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2015A). *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/sec6>

Nærings- og fiskeridepartementet. (11. Desember 2015B). *Regjeringen*. Enklere med landbasert oppdrett: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/enklere-med-landbasert-oppdrett/id2466724/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (20. November 2015B). *Regjeringen*. Nye konsesjoner skal utvikle framtidens oppdrett: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-konsesjoner-skal-utvikle-framtidens-oppdrett/id2462544/>

Skatteetaten. (7. September 2016). *Skatteetaten*. Finansielle instrumenter – renteswap, valutaswap og rente- og valutaswap: <http://www.skatteetaten.no/en/Radgiver/Rettskilder/Handboker/lignings-abc/kapitler/f/?mainchapter=210061>

Statistisk sentralbyrå (2016). *SSB*. Nøkkeltall for børsnoterte selskaper, 3.kvartal 2016: <http://www.ssb.no/regnbors>

The Government of the Faroe Islands. (u.d.). *The Government of the Faroe Islands*. Agreement of Free Trade between the Faroe Islands and the European Community: <http://www.government.fo/foreign-relations/agreement-on-free-trade-between-the-faroe-islands-and-the-european-community/>

14.5 Andre kilder

Aftenposten. (17. April 2015). *Aftenposten*. Nå kan Norge igjen selge laks til Kina:

<http://www.aftenposten.no/okonomi/Na-kan-Norge-igjen-selge-laks-til-Kina-43764b.html>

Akvafakta (14. Desember 2016). *Akvafakta*. Prisutvikling:

<http://akvafakta.fhl.no/category.php?categoryID=31>

Bakkafrost. (15. Desember 2016) *Bakkafrost*. Share information:

<http://www.bakkafrost.com/en/investor-relations/share-information/share-information/>

Blume, Marshall E. (1975). *Blume*. Betas and Their Regression Tendencies:

<http://www.efalken.com/pdfs/BlumeBetas.PDF>

Damodaran, A. (Januar 2016). Damodaran. Betas by Sector (US):

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Deloitte (2016). *Deloitte*. IAS 1 – Presentation of Financial Statements:

<http://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1>

DNB. (u.d). *DNB*. Rentesikring: <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valuta-og-rentesikring/merinfo/hva-er-rentesikring.html>

DN. (25. Juni 2016A). *DN*. Kina åpner dørene på gløtt for norsk laks:

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2016/06/25/0950/Laks/kina-pner-dren-p-gltt-for-norsk-laks>

DN. (24. April 2016B). *DN*. Det er kort og godt et eventyr:

<http://www.dn.no/nyheter/2016/02/24/1627/Bakkafrost/-det-er-kort-og-godt-et-eventyr>

DN. (20. November 2016C). *DN*. Børs og Marked:

<http://www.dn.no/finans/#/detaljer/SALM.OSE>

DN. (17. November 2016D). *DN*. Børs og Marked:

<http://www.dn.no/finans/#/detaljer/BAKKA.OSE>

E24. (2. Mai 2016A). *E24*: Nå har danskene satt verdensrekord med negative renter:

<http://e24.no/makro-og-politikk/danmark/naa-har-danskene-satt-verdensrekord-med-negative-renter/23673046>

E24. (28. November 2016B). *E24*. «Egget» til Marine Harvest får tommel opp:

<http://e24.no/boers-og-finans/laks/egget-til-marine-harvest-faar-tommel-opp/23858215>

E24. (10. November 2014A). *E24*. Fortsatt usikker framtid for verdensøkonomien:

<http://e24.no/nyheter/finanskrisen/fortsatt-usikker-framtid-for-verdensoekonomien/3265840>

E24. (9. August 2014B). *E24*: Lakseselskapet som kan tjene på de russiske sanksjonene: <http://e24.no/naeringsliv/bakkafrost/lakseselskapet-som-kan-tjene-paa-de-russiske-sanksjonene/23270618>

Fish Pool (u.d). *Fish Pool*. Spot prices: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/>

Fish Pool (u.d). *Fish Pool*. Forward prices: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fishsource. (5. September 2016). *Fishsource*. Anchoveta Southern Peru/Norther Chile: https://www.fishsource.org/stock_page/1384

Furuset, T. (6. september 2010). *Morningstar*. Introduksjon til aksjeverdsettelse: <http://www.morningstar.no/no/news/86937/introduksjon-til-aksjeverdsettelse.aspx>

Guttormsen, A. (2013). *Europharma*. Hva påvirker laksepriser: <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>

Iffo. (Mai 2009). *International Fishmeal and Fish Oil Organisation*. The production of fishmeal and fish oil from Peruvian anchovy: http://www.iffonet.net/system/files/67_0.pdf

ILaks. (24. Oktober 2016A). *ILaks*. Pure Atlantic vil bygge en halv kilometer langt oppdrettsskip: http://ilaks.no/pure-atlantic-vil-bygge-en-halv-kilometer-langt-oppdrettsskip/?_ga=1.141554162.1358554319.1436428455

ILaks. (22. Desember 2016B). *ILaks*. Mindre fisk å selge i 2016: <http://ilaks.no/mindre-fisk-a-selge-i-2016/>

ILaks. (2. Februar 2015A). *ILaks*. Norsk laks via Hviterussland til Russland: <http://ilaks.no/norsk-laks-via-hviterussland-til-russland/>

ILaks. (8. Oktober 2015B). *ILaks*. Vi skal ikke produsere norsk standardlaks på Færøyene: <http://ilaks.no/vi-skal-ikke-produsere-norsk-standardlaks-pa-faeroyene/>

ILaks. (22. Mai 2015C). *ILaks*. Lakselus har vært et minst like stort problem på Færøyene som i Norge: <http://ilaks.no/lakselus-har-vaert-et-minst-like-stort-problem-pa-faeroyene-som-i-norge/>

iLaks. (5. Mars 2015D). *iLaks*. Jakter gevinster med stor smolt: <http://ilaks.no/jakter-gevinster-med-stor-smolt/>

iLaks. (15. Oktober 2015E). *iLaks*. Ferskvann mot lus fungerer best på stor laks: <http://ilaks.no/ferskvann-mot-lus-fungerer-best-pa-stor-laks/>

iLaks. (11. Mars 2013). *iLaks*. Fôring: Svært temperaturavhengig: <http://ilaks.no/foring-svaert-temperaturavhengig/>

Jerver, H. (12. September 2016). *Metal supply*. Flaskegjennkjennings-teknologi kan revolusjonere oppdrettsbransjen:
<http://www.metalsupply.no/article/view/291667/flaskegjennkjennings-teknologi-kan-revolusjonere-oppdrettsbransjen?red=mobile#>

Kontali analyse. (August 2013). *Kontali analyse*. Produksjonsreguleringer i havbruk:
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/vedlegg/rapporter/2013/rapport_rullerende_mtb_v2.pdf

Laksefakta. (9. Mai 2016A). *Laksefakta*. Hvorfor rømmer laksen?: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

Laksefakta. (9. Mai 2016B). *Laksefakta*. Norske regler for miljø og oppdrett:
<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Larsen, I. Hovelsrud, G. & Rebours, C. (14. Desember 2013). *Intrafish*. Bærekraftig utvikling av havbruk: <http://www.intrafish.no/nyheter/733299/baerekraftig-utvikling-av-havbruk>

Lederkilden. (2016A). *Lederkilden*. Badwill: <https://www.lederkilden.no/ordliste/badwill>

Lederkilden. (2016B). *Lederkilden*. Rentedekningsgrad:
<https://www.lederkilden.no/tema/rentedekningsgrad>

Lederkilden. (2016C) *Lederkilden*. EV/EBIT: <https://www.lederkilden.no/ordliste/ev-ebit>

Lederkilden. (2016D). *Lederkilden*. EV/EBITDA: <https://www.lederkilden.no/ordliste/ev-ebitda>

Macabus. (u.d). *Macabus*. Valuation Multiples: <http://macabacus.com/valuation/multiples>

Mattilsynet. (1 Juli 2016). *Mattilsynet*. Infeksiøs lakseanemi (ILA):
http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/ila/

Miljøstiftelsen Bellona. (8. Juni, 2006). *Utslipp av næringsalter og organisk materiale*. Oslo: Miljøstiftelsen Bellona. <http://bellona.no/nyheter/ukategorisert/2006-06-utslipp-av-naeringssalter-og-organisk-materiale>

Mohsin, S & Holter, M. (14. Januar 2016). *Bloomberg*: Norway Declares Crisis in Oil Industry as Devaluation Continues. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-01-14/norway-government-rules-out-extra-stimulus-as-oil-rout-persists>

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/

Norges Sjømatråd. (7 august. 2014). *Importforbud for norsk sjømat*. Tromsø: Norges Sjømatråd. <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Importforbud-for-norsk-sj%C3%B8mat>

Norges Sjømatråd. (2016). *Laks og ørret for 50 milliarder i 2015*. Tromsø: Norges Sjømatråd. <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Laks-og-%C3%B8rret-for-50-milliarder-i-2015>

NRK. (7. Januar 2015). *NRK*. Fiskeoppdrett kan erstatte oljen:

<https://www.nrk.no/troms/fiskeoppdrett-kan-erstatte-oljen-1.12137321>

Oslo Børs. (2016). *Oslo Børs*. Mest omsatte verdipapir: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/Aksjer/2015-Mest-omsatte-verdipapir>

Praktisk økonomi & finans 1/2004. (2004). *Dyrnes, S*. Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. Oslo: Universitetsforlaget.

Praktisk økonomi & finans 2/2007. (2007). *Gjesdal, F*. Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. Oslo: Universitetsforlaget.

Praktisk økonomi & finans 2/2014. (2014). *Strandberg, B., & Sellæg, F*. Verdimåling av fisk etter IFRS. Oslo: Universitetsforlaget.

PwC. (Desember 2014). PwC. Risikopremien i det norske markedet 2014:

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2014-2015.html>

SNL. (7. Juni 2015). *Store norske leksikon*. Fiskeoppdrett: <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Sundberg, J & Nilsen, A. (28. Desember 2012). *E24*. Børsen steg 15 prosent i kriseåret 2012.

<http://e24.no/boers-og-finans/oslo-boers-steg-15-prosent-i-kriseaaret-2012/20317448>

Sysla. (23. Juni 2016A). *Sysla*. Dårlig fiskevelferd kan gi bot:

http://sysla.no/2016/06/23/pressemelding/darlig-fiskevelferd-kan-gi-bot_121524/

Sysla. (23. Mai 2016B). *Sysla*. Gratis konsesjon til oppdrettere på land:

http://sysla.no/2016/05/23/havbruk/gratis-konsesjon-til-oppdrettere-pa-land_107677/

The Fish Site. (25 September 2009). *The Fish Site*. The impact of the ISA virus in Chile:

<http://www.thefishsite.com/articles/763/the-impact-of-the-isa-virus-in-chile/>

The Guardian. (21. August 2013). *The Guardian*. Faroe Islands condemn EU ban on herring and macherel exports: <https://www.theguardian.com/environment/2013/aug/21/faroe-islands-eu-ban-herring-mackerel>

Vike, S. (29 August 2014). *UIB*. Årsaker til den dramatiske laksekrisen i Chile 2007-09:
<http://www.uib.no/nye-doktorgrader/80465/%C3%A5rsaker-til-den-dramatiske-laksekrisen-i-chile-i-2007-09>

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/>

15 Tabell- og figuroversikt

15.1 Tabelloversikt

| | |
|--|-----|
| Tabell 4-1 - Konkurransenintensiteten i oppdrettsbransjen | 53 |
| Tabell 5-1 - Trailing resultatregnskap Bakkafrost 2016T | 66 |
| Tabell 5-2 - Trailing balanseregnskap Bakkafrost 2016T | 67 |
| Tabell 5-3 - Rapportert resultatregnskap Bakkafrost 2010-2016T | 70 |
| Tabell 5-4 - Rapportert balanseoppstilling Bakkafrost 2010-2016T | 71 |
| Tabell 5-5 - Endring egenkapital Bakkafrost 2010-2016T | 72 |
| Tabell 5-6 - Fullstendig nettoresultat Bakkafrost 2010-2016T | 73 |
| Tabell 5-7- Fullstendig driftsresultat før skatt Bakkafrost 2010-2016T | 74 |
| Tabell 5-8 - Fullstendig finansresultat før skatt Bakkafrost 2010-2016T | 75 |
| Tabell 5-9 - Unormalt driftsresultat Bakkafrost 2010-2016T | 76 |
| Tabell 5-10 - Unormalt finansresultat Bakkafrost 2010-2016T | 76 |
| Tabell 5-11 - Driftsskattesats Bakkafrost 2010-2016T | 77 |
| Tabell 5-12 - Rapportert skattekostnad Bakkafrost 2010-2016T | 78 |
| Tabell 5-13 - Sysselsatt kapital Bakkafrost 2010-2016T | 80 |
| Tabell 5-14 - Netto driftskapital Bakkafrost 2010-2016T | 81 |
| Tabell 5-15 – Justeringseffekt av målefeil i resultatregnskap Bakkafrost 2010-2016T | 83 |
| Tabell 5-16 - Justeringseffekt av målefeil i balanseoppstilling Bakkafrost 2010-2016T | 84 |
| Tabell 5-17 - Omgruppert og justert resultatregnskap Bakkafrost 2010-2016T | 84 |
| Tabell 5-18 - Omgruppert og justert sysselsatt kapital Bakkafrost 2010-2016T | 85 |
| Tabell 5-19 - Omgruppert og justert netto driftskapital Bakkafrost 2010-2016T | 85 |
| Tabell 5-20 - Justert endring i egenkapital Bakkafrost 2010-2016T | 85 |
| Tabell 6-1 - Omgruppert kontantstrøm Bakkafrost 2011-2016T | 91 |
| Tabell 6-2 - Kapitalstruktur (absolutte tall) Bakkafrost 30.06.16 | 93 |
| Tabell 6-3 - Kapitalstruktur (prosentvis) Bakkafrost 30.06.16 | 93 |
| Tabell 6-4 - Kapitalstruktur (prosentvis) bransje 30.06.16 | 93 |
| Tabell 6-5 - Beregning syntetisk rating Bakkafrost 2011-2016T | 96 |
| Tabell 6-6 - Beregning syntetisk rating bransje 2011 – 2016T | 96 |
| Tabell 7-1 - Risikofri rente i perioden 2011-2016 | 100 |
| Tabell 7-2 Markedsrisikopremien i perioden 2011-2016 (Knivsflå, F15, 2016, s. 34) | 100 |
| Tabell 7-3 - Beregning av egenkapitalbeta for Bakkafrost basert på børskopiering | 102 |
| Tabell 7-4 - Beregning av årlig netto driftsbeta for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 104 |
| Tabell 7-5 - Egenkapital- og minoritetskrav for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 105 |
| Tabell 7-6 - Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, F9, 2016, s. 58) | 106 |
| Tabell 7-7 - Finansielt gjeldskrav for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 107 |
| Tabell 7-8 - Finansiell gjeldsbeta for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 107 |
| Tabell 7-9 - Finansielt eiendelskrav for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 109 |
| Tabell 7-10 - Finansiell eiendelsbeta for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 109 |
| Tabell 7-11 - Netto finansielt gjeldskrav for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 110 |
| Tabell 7-12 - Netto finansiell gjeldsbeta for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 110 |
| Tabell 7-13 - Netto driftskrav for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 111 |
| Tabell 7-14 - Sysselsatt kapitalkrav for Bakkafrost i perioden 2011-2016 | 111 |
| Tabell 7-15 - Oppsummering avkastningskrav for Bakkafrost og bransjen i perioden 2011-2016 | 112 |

| | |
|---|-----|
| Tabell 8-1 - Egenkapitalrentabilitet 2011-2016T..... | 113 |
| Tabell 8-2 - Superrentabilitet Bakkafrost 2011-2016T..... | 114 |
| Tabell 8-3 - Superrentabilitet bransje 2011-2016T..... | 115 |
| Tabell 8-4 - Intern ressursbasert fordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 115 |
| Tabell 8-5 - Egenkapitalkravfordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 115 |
| Tabell 8-6 - Strategisk fordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 115 |
| Tabell 8-7 - Ren driftsfordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 117 |
| Tabell 8-8 - Bransjefordel drift 2011-2016T..... | 117 |
| Tabell 8-9 - Rentabilitetsfordel drift Bakkafrost 2011-2016T..... | 118 |
| Tabell 8-10 - Driftskravfordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 118 |
| Tabell 8-11 - Marginfordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 119 |
| Tabell 8-12 - Common size-regnskap Bakkafrost 2011-2016T..... | 120 |
| Tabell 8-13 - Oppsummering margin-analyse 2011-2016T..... | 122 |
| Tabell 8-14 - Omløpsfordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 123 |
| Tabell 8-15 - Oppsummering ren driftsfordel 2011-2016T..... | 123 |
| Tabell 8-16 - Gearingfordel drift Bakkafrost 2011-2016T..... | 123 |
| Tabell 8-17 - Oppsummering samlet driftsfordel Bakkafrost 2011-2016T..... | 124 |
| Tabell 8-18 – Finansieringsfordel finansiell gjeld Bakkafrost 2011-2016T..... | 125 |
| Tabell 8-19 - Finansieringsfordel finansielle eiendeler Bakkafrost 2011-2016T..... | 125 |
| Tabell 8-20 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld Bakkafrost 2011-2016T..... | 126 |
| Tabell 8-21 - Samlet finansieringsfordel 2011-2016T..... | 126 |
| Tabell 8-22 - Oppsummering strategisk fordel..... | 127 |
| Tabell 9-1 - Driftsinntektsvekst Bakkafrost 2017-2028..... | 133 |
| Tabell 9-2 - Utvikling driftsinntekter Bakkafrost 2017-2028..... | 133 |
| Tabell 9-3 - Utvikling netto driftsresultat Bakkafrost 2017-2028..... | 134 |
| Tabell 9-4 - Utvikling netto driftseiendeler Bakkafrost 2017-2028..... | 136 |
| Tabell 9-5 - Utvikling netto finansiell gjeld 2017-2028..... | 137 |
| Tabell 9-6 - Utvikling netto finanskostnad Bakkafrost 2017-2028..... | 138 |
| Tabell 9-7 - Fremtidsregnskap Bakkafrost 2017-2028..... | 138 |
| Tabell 9-8 - Fremtidsbalanse Bakkafrost 2017-2028..... | 139 |
| Tabell 9-9 - Fri kontantstrøm Bakkafrost 2017-2028..... | 139 |
| Tabell 10-1- Risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2028..... | 141 |
| Tabell 10-2 - Markedsrisikopremie etter skatt i perioden 2017-2028..... | 142 |
| Tabell 10-3 - Årlig egenkapitalbeta for Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 143 |
| Tabell 10-4 - Egenkapital- og minoritetskrav for Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 143 |
| Tabell 10-5 - Syntetisk rating Bakkafrost 2017-2028..... | 144 |
| Tabell 10-6 - Finansielt gjeldskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 145 |
| Tabell 10-7 - Finansiell gjeldsbeta Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 145 |
| Tabell 10-8 - Finansielt eiendelskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 145 |
| Tabell 10-9 - Finansiell eiendelsbeta Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 146 |
| Tabell 10-10 - Netto finansielt gjeldskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 146 |
| Tabell 10-11 - Netto finansiell gjeldsbeta Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 147 |
| Tabell 10-12 - Netto driftskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 147 |
| Tabell 10-13 - Sysselsatt kapitalkrav Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 147 |
| Tabell 10-14 - Oppsummering fremtidskrav Bakkafrost i perioden 2017-2028..... | 148 |
| Tabell 10-15 - Strategisk fordel Bakkafrost 2017-2028..... | 149 |
| Tabell 10-16 - Superrentabilitet Bakkafrost 2017-2028..... | 149 |
| Tabell 11-1 - Konvergeringsprosess i ulike steg med prosentvis avvik..... | 153 |

| | |
|---|-----|
| Tabell 11-2 - Driftsinntektsvekst i ulike budsjettpunkt | 156 |
| Tabell 11-3 - Netto driftsmargin i ulike budsjettpunkt..... | 156 |
| Tabell 11-4 - Omløpet til netto driftseiendeler i ulike budsjettpunkt..... | 157 |
| Tabell 11-5 - Andre drivere i ulike budsjettpunkt | 157 |
| Tabell 12-1 - Finansielle tall for komparative virksomheter | 168 |
| Tabell 12-2 - P/B-multiplikator for Bakkafrost og komparative virksomheter..... | 169 |
| Tabell 12-3 - Verdiestimat per aksje basert på P/B-multiplikatoren..... | 170 |
| Tabell 12-4 - P/E-multiplikatoren for Bakkafrost og komparative virksomheter..... | 170 |
| Tabell 12-5 - Verdiestimat per aksje basert på P/E-multiplikatoren..... | 171 |
| Tabell 12-6 - EV/EBIT-multiplikatoren for Bakkafrost og komparative virksomheter..... | 172 |
| Tabell 12-7 - Verdiestimat per aksje basert på EV/EBIT-multiplikatoren..... | 172 |
| Tabell 12-8 - EV/EBITDA-multiplikatoren for Bakkafrost og komparative virksomheter..... | 173 |
| Tabell 12-9 - Verdiestimat per aksje basert på EV/EBITDA-multiplikatoren..... | 173 |
| Tabell 12-10 - Endelig verdiestimat for Bakkafrost basert på komparativ verdivurdering..... | 174 |

15.2 Figuroversikt

| | |
|---|----|
| Figur 2-1 - Utvikling og prognose for verdens lakseproduksjon 2004 - 2020E (Marine Harvest, 2016B, s. 18) | 6 |
| Figur 2-2 - Produksjonsprosess for oppdrettslaks (Marine Harvest, 2016B, s.30)..... | 7 |
| Figur 2-3 - Gjennomsnittlig havtemperatur i ulike produksjonsområder (Bakkafrost, 2016B, s.47)..... | 8 |
| Figur 2-4 - Kostnadsfordeling oppdrettslaks på Færøyene og i Norge (Bakkafrost, 2015, s.58)..... | 9 |
| Figur 2-5 - Standard oppskrift for fiskefôr (Bakkafrost 2016B, s.41)..... | 9 |
| Figur 2-6 - Antall aktører i ulike lakseproduserende land (Marine Harvest, 2016B, s.28)..... | 10 |
| Figur 2-7 - Global handelsbalanse av oppdrettslaks (Marine Harvest, 2016B, s.20) | 11 |
| Figur 2-8 - Utvikling av verdi og volum (Marine Harvest, 2016B, s.22)..... | 12 |
| Figur 2-9 - Sesongbaserte slaktevolum og-pris (Guttormsen, 2013, s. 38) | 14 |
| Figur 2-10 - Utvikling i gjennomsnittlig eksportpris fersk hel laks i perioden 1980-2015 (Regjeringen, 2015A) | 15 |
| Figur 2-11 - Relative priser av ulik laksestørrelser (Marine Harvest, 2016B, s. 26) | 16 |
| Figur 2-12 - Prisforskjeller mellom norsk og færøysk oppdrettslaks (Bakkafrost, 2016B, s. 39) | 16 |
| Figur 2-13 - Global fiskemelproduksjon i perioden 1997 - 2015E (Villegas, 2015) | 18 |
| Figur 2-14 - Prisutvikling fiskemel og soyamel i perioden 2007 - 2015 (Villegas, 2015) | 18 |
| Figur 2-15 - Prisutvikling fiskeolje og soyaolje i perioden 2007-2015 (Villegas, 2015) | 19 |
| Figur 2-16 - Historisk utvikling og prognose for styringsrenten (Norges Bank, 2016A)..... | 20 |
| Figur 2-17 - Gjennomsnittlig fiskedødelighet (Bakkafrost, 2016B, s.37)..... | 26 |
| Figur 2-18 - Aksjeprisutvikling Bakkafrost | 28 |
| Figur 2-19 – Datterselskapene til Bakkafrost (Bakkafrost, 2015)..... | 29 |
| Figur 2-20 - Fordeling driftsinntekter Bakkafrost..... | 30 |
| Figur 2-21 - Salg fordelt på ulike marked | 31 |
| Figur 3-1 - Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2016, F2, s.2)..... | 37 |
| Figur 4-1 - PESTEL-rammeverk (Johnson, Whittington, Scholes, 2012, s.21)..... | 39 |
| Figur 4-2 - Porters fem konkurransekrefter (Barney, 2011, s.48) | 46 |
| Figur 4-3 - Illustrasjon VRIO-rammeverk (Barney, 2011, s.136)..... | 54 |
| Figur 4-4 - Sammenligning av fôroppskrift (Bakkafrost, 2016B, s. 41) | 58 |

| | |
|--|-----|
| Figur 4-5 - Oppsummering VRIO-analyse Bakkafrost | 60 |
| Figur 4-6 - SWOT-analyse Bakkafrost | 61 |
| Figur 5-1 - Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2016, F3, s.15) | 63 |
| Figur 5-2 - Fordeling fullstendig nettoresultat | 74 |
| Figur 5-3 - Fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2016, F5, s.56)..... | 80 |
| Figur 5-4 - Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2016, F5, s. 56) | 81 |
| Figur 6-1 - Likviditetsgrad 1 2011-2016T..... | 87 |
| Figur 6-2 - Likviditetsgrad 2 tradisjonell 2011-2016T..... | 88 |
| Figur 6-3 - Likviditetsgrad 2 utradisjonell 2011-2016T..... | 89 |
| Figur 6-4 – Rentedekningsgrad 2011-2016T | 90 |
| Figur 6-5 – Egenkapitalprosent 2011-2016T | 92 |
| Figur 6-6 - Netto driftsrentabilitet 2011-2016T | 94 |
| Figur 6-7 - Syntetisk rating (Knivsflå, 2016, F8, s.86) | 95 |
| Figur 8-1 - Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse..... | 116 |
| Figur 8-2 - Utvikling netto driftsmargin 2011-2016T..... | 119 |
| Figur 8-3 - Utvikling varekostnad 2011-2016T | 121 |
| Figur 8-4 - Utvikling i andre driftskostnader 2011-2016T | 121 |
| Figur 8-5 - Oppsummerings tidsvektet strategisk fordel Bakkafrost 2011-2016T | 127 |
| Figur 9-1 – Historisk driftsinntektsvekst for Bakkafrost og bransjen | 129 |
| Figur 9-2 - Historiske og fremtidige laksepriser NOK/kg (fishpool.eu)..... | 132 |
| Figur 11-1 - Fri kontantstrøm-/Utbyttmodellen (EK-metoden) | 151 |
| Figur 11-2 - Superprofittmodellen (EK-metoden) | 151 |
| Figur 11-3 - Fri kontantstrøm-/Utbyttmodellen (NDK-metoden) | 152 |
| Figur 11-4 - Superprofittmodellen (NDK-metoden) | 152 |
| Figur 11-5 - Verdi egenkapital - første verdiestimat | 152 |
| Figur 11-6 - Konvergeringsprosess fra steg 0 til 9 | 153 |
| Figur 11-7 - Konvergering egenkapitalkrav 2017-2028 | 154 |
| Figur 11-8 - Konvergering netto driftskrav 2017-2028..... | 154 |
| Figur 11-9 - Monte Carlo-simulering av verdiestimat per aksje..... | 158 |
| Figur 11-10 - Bidrag til varians i estimat i ulike budsjett drivere | 159 |
| Figur 11-11 – Downside risk fra Monte Carlo-simulering | 160 |
| Figur 11-12 - Upside potential fra Monte Carlo-simulering | 160 |
| Figur 13-1 - Handlingsstrategi | 178 |