



Fjord1 ASA

Strategisk rekneskapsanalyse og verdivurdering

Susanne Totland og Guro Lothe

Rettleiar: Kjell Henry Knivsflå

Sjølvstendig arbeid – Masterstudiet i rekneskap og revisjon

NOREGS HANDELSHØGSKOLE

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

Samandrag

I denne oppgåva vert det gjennomført ein strategisk rekneskapsanalyse og verdivurdering av Fjord1 ASA, heretter omtalt som Fjord1, der hovudformålet er å estimera ein verdi på eigenkapitalen til selskapet per 31.12.2016 og synleggjera uvisse i dette estimatet. Verdivurderinga vert utført med utgangspunkt i verdettingsmetoden fundamental verdsetting.

Utreiinga er bygd opp av tre delar. I første og andre del vert det utført ein strategisk rekneskapsanalyse av Fjord1 og bransjen. Her vart det avdekkja ein strategisk fordel hos Fjord1 som historisk har vert negativ grunna ein negativ ressursfordel knytt til dårlig utnytting av flåten. Denne er venta å auka til eit høgt nivå på kort sikt, då nye samband skal overtakast og nye fartøy skal settast i drift dei neste åra, samt tal på reisande vil auka. På lengre sikt er det så venta at den vil verta moderat grunna konkurransekrefte og utviklinga i bransjen. Utarbeidning av framtdsrekneskap, framtdskrav og rentabilitetsanalyse i tredje del av oppgåva avdekker ein sterk strategisk fordel på kort sikt, før den på lang sikt vert redusert til eit stabilt nivå på 5,1 prosent. Dette er i tråd med forventninga frå den strategiske analysen.

Den fundamentale verdivurderinga gir med grunnlag i framtdsrekneskap og framtdskrav eit endeleg konvergent verdiestimat på eigenkapitalen til Fjord1 per 31.12.16 lik 5 441 041. Dette gir ein verdi per aksje lik 54,41 kr. Verdiestimatet gir eit pris/bok-forhold lik 3,22 og eit pris/forteneste-forhold lik 9,88. Dette kan grunngjenvæst i identifisering av betydelege meirverdiar i bransjen knytt til høge etableringsbarrierar grunna konsesjonssystemet, som sørger for liten trussel for nyetableringar. Ser ein dette i samanheng med forventning om auke i tal på reisande vil dette gi bransjen høg forventa lønnsemd. Det er også venta meirverdiar knytt til Fjord1 sin nye moderniserte flåte og overtaking av nye samband. Dette medfører også ei forventning om at Fjord1 vil kunne konkurrere om ytterlegare konsesjonar med sine nye konkurransedyktige fartøy i åra som kjem.

Som følgje av at verdien vert estimert med grunnlag i variablar og krav basert på skjønn er det knytt uvisse til verdiestimatet. Verdiestimatet vert difor justert for konkursrisiko, som gir verdien 54,37 kr per aksje. Simuleringsanalysen understrekar at det er betydeleg uvisse i estimatet ved å vise ein variasjonskoeffisient lik 38,6 prosent. Det endelege verdiestimatet til Fjord1 per 31.12.16 er med dette 54,37 kr per aksje, noko som gir ein handlingsstrategi per 08.12.17 som seier kjøp.

Forord

Denne utreiinga inngår som ein obligatorisk del av vår mastergrad i rekneskap og revisjon ved Noregs Handelshøgskole. Hensikta med sjølvstendig arbeid er å anvende teoretisk kunnskap som me har tileigna oss gjennom studiet innanfor ulike fagfelt. Gjennom arbeidet har me blitt utfordra på fleire områder, som blant anna vurdering av rimelegheit og våre analytiske evner.

Me valte å gjennomføra ei strategisk rekneskapsanalyse og verdivurdering av Fjord1. Mykje av grunnen til at me valde Fjord1 var at det er ei verksemد som nyleg vart børsnotert og som dei siste åra har gjennomgått eit eigarskifte. Me syntest også det var interessant å verdsetje ei verksemد som opererer i ein bransje me frå før hadde lite kjennskap til.

Arbeidet med utreiinga har vert svært lærerikt, der me har tileigna oss kunnskap om verdsetting i praksis, og dette er noko me vil ta med oss vidare inn i arbeidslivet. Utreiinga er basert på offentleg tilgjengeleg informasjon, og mangel på relevant informasjon har til tider bidrige til å gjera arbeidet svært utfordrande.

Me ønskjer å takke vår rettleiar, Kjell Henry Knivsflå, for verdifulle tilbakemeldingar og gode innspel gjennom heile prosessen.

Noregs Handelshøgskole

Bergen, desember 2017

Guro Lothe

Susanne Totland

Innhaldsliste

Samandrag	2
Forord	3
Innhaldsliste.....	4
1 Innleiing.....	10
1.1 Målsetjing	10
1.2 Avgrensing.....	10
1.3 Struktur	11
2 Presentasjon av Fjord1 og sjøtransportbransjen	13
2.1 Presentasjon av Fjord1	13
2.1.1 Forretningsområde og lokalisering.....	13
2.1.2 Historie	14
2.1.3 Aksjonærforhold	15
2.1.4 Flåte	15
2.2 Ferje- og hurtigbåtbransjen i Noreg	16
2.2.1 Bransjen	16
2.2.2 Bransjeutsikter og makroforhold	18
2.2.2.1 Politiske- og legale forhold.....	18
2.2.2.2 Økonomiske forhold	20
2.2.2.3 Sosiokulturelle forhold	23
2.2.2.4 Teknologiske- og miljømessige forhold.....	24
2.3 Norske sjøtransportselskap	25
2.3.1 Torghatten	26
2.3.2 Norled	27
2.3.3 Boreal.....	27
2.4 Fjord1 samanlikna med gjennomsnittselskapet i bransjen	28
2.4.1 Lokalisering og marknad	28
2.4.2 Produkt og flåte	29
3 Val av verdsettingsteknikk	30
3.1 Fundamental verdsetting.....	30
3.2 Komparativ verdsetting	30
3.3 Opsjonsbasert verdsetting	31

3.4 Val av verdsettingsteknikk.....	31
3.5 Rammeverk for fundamental verdsetting	32
4 Strategisk analyse	34
4.1 Rammeverk	34
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse	35
4.2.1 PESTEL-analyse	36
4.2.1.1 Politiske forhold	37
4.2.1.2 Økonomiske forhold	38
4.2.1.3 Sosiokulturelle forhold	40
4.2.1.4 Teknologiske forhold.....	40
4.2.1.5 Miljømessige forhold	41
4.2.1.6 Legale forhold	41
4.2.2 Porter sine fem konkurransekrefter	42
4.2.2.1 Kundemakt.....	43
4.2.2.2 Leverandørmarkt.....	44
4.2.2.3 Nye konkurrentar.....	45
4.2.2.4 Eksisterande konkurranse.....	46
4.2.2.5 Substituttar	47
4.2.3 Oppsummering av bransjefordel	48
4.3 Intern ressursorientert analyse.....	49
4.3.1 VRIO-analyse.....	50
4.3.1.1 Merkenamn og omdømme	50
4.3.1.2 Lokalisering	51
4.3.1.3 Flåte	52
4.3.1.4 Konsesjonar.....	53
4.3.2 Oppsummering av intern ressursorientert analyse	54
4.4 Oppsummering av strategisk analyse.....	55
4.4.1 Strategisk fordel.....	55
4.4.2 SWOT-analyse.....	56
4.4.3 Strategisk vekstanalyse.....	57
5 Rekneskapsanalyse	59
5.1 Rammeverk	59
5.2 Praktiske val	60
5.2.1 Val av analysenivå.....	60
5.2.2 Val av analyseperiode	61

5.2.3 Val av komparative verksemder	61
5.3 Presentasjon av rapporterte tal og "trailing"	62
5.4 Omgruppering for analyse	64
5.4.1 Omgruppering av resultatrekneskapen	64
5.4.2 Omgruppering av balansen.....	71
5.4.3 Omgruppert resultatrekneskap og balanse	78
5.5 Analyse og justering av målefeil	80
5.6 Rammeverk for forholdstalsanalyse.....	81
6 Analyse av risiko	83
6.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko	83
6.1.1 Likviditetsgrad 1.....	84
6.1.2 Likviditetsgrad 2.....	85
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad	86
6.1.4 Rentedekningsgrad	88
6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstraum	89
6.1.6 Oppsummering av likviditetsanalyse	90
6.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko.....	91
6.2.1 Eigenkapitalprosent	91
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	92
6.2.3 Kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse	94
6.2.4 Oppsummering av soliditetsanalysen.....	95
6.3 Syntetisk rating.....	96
6.4 Oppsummering av risikoanalysen	99
7 Historisk avkastningskrav.....	100
7.1 Teori for avkastningskrav.....	100
7.2 Risikofri rente, risikopremie og beta	101
7.2.1 Risikofri rente	101
7.2.2 Risikopremie	102
7.2.3 Gjennomsnittleg eigenkapitalbeta for analyseperioden	103
7.2.4 Likviditetspremie	106
7.2.5 Årleg eigenkapitalbeta.....	107
7.3 Krav til eigenkapital og netto finansiell gjeld.....	107
7.3.1 Eigenkapitalkrav	107
7.3.2 Finansielt gjeldskrav	108

7.3.3 Finansielt egedelskrav	110
7.3.4 Netto finansielt gjeldskrav.....	111
7.4 Krav til netto driftskapital.....	112
8 Analyse av lønnsemd	115
8.1 Strategisk fordel	115
8.2 Dekomponering av strategisk fordel	116
8.3 Driftsfordel.....	117
8.3.1 Bransjefordel drift.....	118
8.3.2 Ressursfordel drift	119
8.3.2.1 Marginfordel	120
8.3.2.2 Omløpsfordel	121
8.3.3 Gearingfordel drift.....	123
8.4 Finansieringsfordel	123
8.4.1 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld	123
8.4.2 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser.....	124
8.5 Oppsummering.....	125
9 Framtidsrekneskap	128
9.1 Rammeverk for framtidsrekneskap.....	128
9.2 Analyse av driftsinntektsvekst og val av budsjett horizon T	129
9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst	129
9.2.2 Val av budsjett horizon T.....	130
9.2.3 Val av detaljnivå og rammeverk for framskriving av budsjettvarar	131
9.3 Budsjettering av driftsinntektsvekst fra 0 til T+1	132
9.3.1 Pris	133
9.3.2 Volum	133
9.3.3 Samla vurdering av driftsinntektsvekst	134
9.4 Budsjettering av andre budsjettvarar fra 0 til T+1.....	135
9.4.1 Netto driftseigedeler	135
9.4.2 Netto driftsresultat	137
9.4.3 Finansiell gjeld	138
9.4.4 Finansiell egedeler	139
9.4.5 Netto finanskostnad	140
9.4.6 Netto finansinntekt.....	141
9.4.7 Minoritetsinteresser.....	141

9.4.8 Netto minoritetsresultat.....	143
9.5 Framtidsrekneskap og fri kontantstraum	144
9.5.1 Framtidsresultat	144
9.5.2 Framtidsbalanse	145
9.5.3 Framtidig fri kontantstraum	146
10 Framtidskrav og strategisk fordel	147
10.1 Krav til eigenkapital og minoritet.....	147
10.1.1 Framtidig risikofri rente	147
10.1.2 Framtidig marknadsrisikopremie.....	148
10.1.3 Framtidig årleg eigenkapitalbeta	149
10.1.4 Framtidig likviditetspremie.....	149
10.1.5 Framtidig krav til eigenkapital og minoritet	149
10.2 Krav til framtidig netto finansiell gjeld	150
10.2.1 Syntetisk framtidsrating	150
10.2.2 Framtidig finansielt gjeldskrav.....	151
10.2.3 Framtidig finansielt egedelskrav	151
10.2.4 Framtidig netto finansielt gjeldskrav	152
10.3 Framtidig krav til netto driftskapital	152
10.4 Analyse av budsjett – superrentabilitet.....	153
11 Fundamental verdsetting	156
11.1 Oversikt over metodar og modellar	156
11.2 Eigenkapitalmetoden.....	157
11.2.1 Fri kontantstraum til eigenkapital-metoden (FKE)	157
11.2.2 Superprofittmodellen (SPE)	158
11.2.3 Superprofittvekstmodellen (Δ SPE)	159
11.3 Selskapskapitalmetoden	159
11.3.1 Superprofitt til minoritetsinteresse-modellen (SPMI)	160
11.3.2 Fri kontantstraum frå drift-modellen (FKD).....	160
11.3.3 Superprofitt frå drift-modellen (SPD)	161
11.3.4 Superprofittvekst frå drift-modellen (Δ SPD)	162
11.4 Første verdiestimat og konvergens	163
11.4.1 Første estimat.....	163
11.4.2 Konvergens mot endeleg estimat.....	163
11.4.3 Vurdering av konvergent verdiestimat.....	165

11.5 Uvisse	166
11.5.1 Analyse av konkursrisiko.....	167
11.5.2 Simuleringsanalyse	168
11.5.2.1 Føresetnadar i simuleringsanalysen.....	168
11.5.2.2 Korrelasjon	170
11.5.2.3 Resultat frå simuleringsanalysen	171
11.5.2.4 Forklaring av variasjon i verdiestimatet.....	172
11.5.2.5 Oppsidepotensial	173
11.5.2.6 Ned siderisiko.....	174
11.5.3 Sensitivitetsanalyse	175
11.5.3.1 Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst	175
11.5.3.2 Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseigedelar.....	176
11.5.3.3 Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin.....	177
11.5.3.4 Sensitivitetsanalyse av risikofri rente.....	177
11.5.3.5 Sensitivitetsanalyse av eigenkapitalbeta	178
11.6 Oppsummering av verdiestimat og uvisse.....	179
12 Oppsummering og handlingsstrategi.....	181
12.1 Oppsummering	181
12.2 Handlingsstrategi.....	182
Litteraturliste	185
Tabelloversikt.....	192
Figuroversikt	196
Ordliste	198

1 Innleiing

Dette kapittelet vil bestå av ei innleiing av oppgåva. I delkapittel 1.1 vert det først gjort ein presentasjon av målsetjinga for oppgåva. Vidare i delkapittel 1.2 vert dei avgrensingane som ligg til grunn i oppgåva påpeikt og til slutt vert oppbygginga og strukturen i oppgåva presentert i delkapittel 1.3.

1.1 Målsetjing

Målsetjinga med denne masterutreiinga er å fastsetta eit verdiestimat på eigenkapitalen til Fjord1 per 31.12.2016, med tilhøyrande aksjeverdi, samt synleggjera uvisse i dette verdiestimatet. Estimatet vert fastsett basert på ein analyse av underliggende økonomiske forhold og lønnsemrd, samt eit utarbeida framtidsrekneskap, som vil kunne avdekka verdiar som ikkje kjem fram i aksjeprisen.

Problemstillinga i oppgåva vil såleis vera å undersøka og avdekka Fjord1 sine underliggende verdiar og deira framtidsutsikter for å kunne fastsetta eit endeleg verdiestimat og synleggjere uvisse knytt til dette, samt kunne forklara dei strategiske fordelane som vert identifiserte og bygde inn i verdiestimatet.

1.2 Avgrensing

Oppgåva er basert utelukkande på offentleg informasjon. Det er nytta offentleg tilgjengelege årsrekneskap frå perioden 2012 til 2016 for både Fjord1 og dei komparative verksemndene, innhenta frå det offentlege registeret Brønnøysundregisteret. Anna informasjon er innhenta frå informasjonskjelder på internett, bransjepublikasjonar og anna faglitteratur om verdsetting.

I oppgåva er sist tilgjengelege informasjon nytta. For Fjord1 vil dette vera årsrekneskapen i 2016, samt halvårsrekneskapen frå 2017. I midten av november vart Fjord1 sin kvartalsrapport for 2017 publisert, og det har med det blitt tilgjengeleg ny informasjon gjennom prosessen. Denne informasjonen ble publisert etter at del 1 og del 2 i oppgåva var gjennomført og er difor ikkje tatt omsyn til i oppgåva. For dei komparative verksemndene som ikkje er børsnoterte er sist tilgjengelege informasjon årsrekneskapet frå 2016, då det ikkje førelegg delårs- eller halvårsrekneskap.

Det eksisterer fleire forskjellige metodar for å utarbeida ei verdivurdering. I denne oppgåva er det nytta fundamental verdivurdering, som er ein omfattande metode som tar utgangspunkt i underliggende økonomiske forhold. Det kan vera verdifult å også utføra ei supplerande verdivurdering, for å undersøka rimelegheita i verdiestimatet som kjem fram i den fundamentale verdivurderinga. Det kan til dømes gjerast i form av ei supplerande verdivurdering eller ei opsjonsbasert verdivurdering. Som følgje av at dei komparative verksemndene, som i oppgåva vil utgjera bransjen, ikkje er børsnoterte og det ikkje er nokre andre naturlege bransjar som vil kunne vera representative, er det ikkje tilgjengeleg kvalitetsfull informasjon som vil antakast å gi ei god informasjonsnyttig supplerande verdivurdering. Fjord1 har heller ikkje opsjonar i den grad at det vil vera mogleg å utføra ei opsjonsbasert verdivurdering. Det vert med bakgrunn i dette ikkje utført ei supplerande verdivurdering.

Det er til slutt føretatt ei avgrensing av bransjedefinisjonen i oppgåva. Bransjen er avgrensa til å gjelda den norske marknaden for drift av ferjer- og hurtigbåtar, der ferjeverksemda er sterkest tatt omsyn til då denne utgjer hovudtyngda av verksemda til Fjord1. Med bakgrunn i bransjedefinisjonen er det valt tre komparative verksemder som utgjer dei fire klart største ferjeverksemndene nasjonalt. Ingen av desse verksemndene er børsnoterte. Ettersom desse saman med Fjord1 dominerer tilnærma lik heile ferjebransjen meiner me at dette vil utgjere eit representativt utval for den nasjonale bransjen.

Dei komparative verksemndene vil bestå av Torghatten ASA, Norled AS og Boreal Norge AS, heretter omtalt som høvesvis Torghatten, Norled og Boreal.

1.3 Struktur

Oppgåva følgjer i stor grad strukturen til rammeverket i kurset Rekneskapsanalyse og verdivurdering (MRR413A/BUS401) utarbeidd av professor Kjell Henry Knivsflå. Dette rammeverket er bygd på litteratur frå Penman (2013), Palepu, Healy og Peak (2013), Damodaran (2017) og Koller, Goedhart og Wessels (2010). Anna eksisterande faglitteratur vil supplera dette rammeverket. Rammeverket er delt inn i tre delar som i det følgjande vil presenterast.

Del 1 omfattar kapitla 2, 3 og 4. I kapittel 2 vert Fjord1 og bransjen dei opererer i presentert, saman med dei komparative verksemndene som utgjer bransjegjennomsnittet i oppgåva. Kapittel 3 tek føre seg ulike verdettingsmetodar og val av verdettingsmetode for oppgåva. I kapittel 4 vert det så gjennomført ein kvalitativ strategisk rekneskapsanalyse basert på det informasjonsgrunnlaget presentert i kapittel 2. Her vert det gjennomført ein analyse av eksterne omgivnadar i form av ein PESTEL-analyse og ein analyse av Porter sin fem konkurransekrefter, samt ein analyse av dei interne ressursane til Fjord1 i form av ein VRIO-analyse.

Del 2 omfattar kapitla 5, 6, 7 og 8, der det vart utført ein rekneskapsanalyse. I kapittel 5 vert dei historiske rekneskapstala til Fjord1 presentert og omgruppert for å gjere klar til analyse frå eit investororientert perspektiv. Det vert så i kapittel 6 gjennomført ein analyse av risiko, der målet er å finna ei passande syntetisk rating for Fjord1 og bransjen basert på forskjellige forholdstal og innsikt frå den strategiske analysen i kapittel 4. I kapittel 7 vert det fastsatt historiske avkastingskrav. Desse vert nytta til å analysera lønnsemda og avdekka eventuelle strategiske fordelar gjennom ein strategisk rentabilitetsanalyse i kapittel 8.

Del 3 omfattar til slutt kapittel 9, 10 og 11 der det vert utarbeida framtidsrekneskap, framtidsskrav og utført fundamental verdsetting. I kapittel 9 vert det utarbeida framtidsrekneskap basert på budsjettvarar. Framtidsrekneskapen vert så nytta til å utarbeida framtidsskrav og deretter Fjord1 sin framtidige strategiske fordel i kapittel 10, basert på same teori som presentert i kapittel 7. I kapittel 11 vert det så gjennomført ei fundamental verdsetting av eigenkapitalen til Fjord1 ved bruk av ulike metodar, basert på framtidsrekneskapen og framtidsskrava. Dette gir første verdiestimat. Det vil så gjennomførast ei konvergeringsprosess der vektene vert oppdaterte til verdivekter for å komma fram til eit endeleg konvergent verdiestimat. Dette estimatet vil så analyserast for uvisse i form av ein simulerings- og sensitivitetsanalyse.

I kapittel 12 vil det endelege verdiestimatet til slutt presenterast, saman med ei oppsummering av dei viktigaste funna og bakgrunnen for det endelege verdiestimatet, og uvissa knytt til dette. Her vil det også presenterast ein handlingsstrategi for kjøp, hold eller sal av Fjord1 si aksje, basert på samanlikning med børskurs.

2 Presentasjon av Fjord1 og sjøtransportbransjen

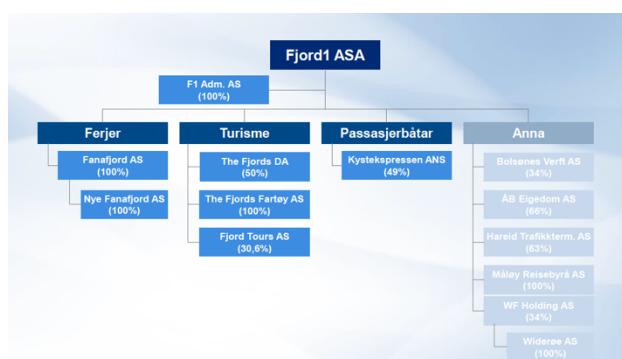
I dette kapittelet vil selskapet Fjord1 verta presentert, saman med ferje- og hurtigbåtbransjen der dei har si hovudverksem. Vidare presenterast dei makroforhold som pregar bransjen og dei konkurrentane som inngår i bransjegjennomsnittet. Til slutt vert Fjord1 samanlikna med gjennomsnittsverksemda. Denne informasjonen legg grunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4.

2.1 Presentasjon av Fjord1

Dette delkapittelet vil bestå av ein presentasjon av Fjord1. I delkapittel 2.1.1 vil Fjord1 sine forretningsområde og deira lokalisering presenterast. Vidare i delkapittel 2.1.2 vil det bli gitt ei kort innføring i historia til selskapet. Delkapittel 2.3.1 presenterer aksjonærforholdet i Fjord1 og til slutt vert flåten deira introdusert i delkapittel 2.1.4. Informasjonen presentert i dette delkapittelet vil leggja grunnlag for VRIO-analysen som vert gjennomført i delkapittel 4.3.1.

2.1.1 Forretningsområde og lokalisering

Fjord1 ASA er Noregs største ferjeselskap, og deira kjerneverksem er sjøtransport i form av ferje- og hurtigbåt drift. Verksemda består i all hovudsak av å eige og drifte ferjer og hurtigbåtar, og har sitt hovedkontor i Florø. Samla har verksemda 1069 årsverk og 1161 tilsette per 2016. Innanføre sjøtransporten er det ferjedrift som utgjer den største delen av verksemda (Fjord1, 2017a). I tillegg til kjerneverksemda har dei også investert i andre verksemder innanføre reiselivsbransjen, som fjordselskapet The Fjords og Widerøe Flyveselskap ASA, samt at dei har aktivitetar innanføre områder som reisebyrå, eigedomsforvaltning og verkstaddirft (Fjord1, 2017a). Figur 2-1 viser eit kart over korleis Fjord1 er organisert (Fjord1, 2017b):



Figur 2-1 – Organisasjonskart over Fjord1

I vedtekten har dei definert si verksemد på følgjande måte: «Selskapet sitt føremål er sjølv, eller gjennom heilt eller delvis eigarskap i andre verksemder, å drive transport-, kommunikasjons- og reiselivsverksemد. Selskapet kan også engasjere seg i andre forretningsområde når dette er forretningsmessig interessant og er eigna til å styrke hovudføremålet, eller dette fører til ei meir rasjonell utnytting av selskapet sine ressursar.» (Fjord1, 2017a).

Fjord1 er primært lokalisert på Vestlandet og strekk seg fra Buskerud og Rogaland i sør, til Sør-Trøndelag i Nord. Dei driftar i dag 34 ferjesamband, som blant anna ferjestrekningane Halhjem-Sandvikvåg og Arsvågen-Mortavika. Sambanda er ein del av den høgt tragikkerte vegstrekninga E39, som går via Vestlandet frå Trondheim i Norge til Ålborg i Danmark. Halhjem-Sandvikvåg er i dag det einaste ferjesambandet Fjord1 driftar i Hordaland, men frå 2020 skal dei drifte heile 11 av 17 samband i dette fylket. I dag har selskapet flest ferjestrekningar i Møre og Romsdal og Sogn og Fjordane, mens passasjerbåtverksemda er hovudsakleg lokalisert i Sogn og Fjordane (Fjord1, 2017c). Sjølv om Fjord1 primært er lokalisert i Møre og Romsdal og Sogn og Fjordane har Fjord1 dei siste åra også deltatt i anbodskonkurransar i andre delar av Noreg, og har vunne samband utanføre sitt kjerneområde (Konkurransetilsynet, 2016).

2.1.2 Historie

Selskapet har gått gjennom ein snart 17 år lang historie for å bli det Fjord1 ein kjenner selskapet som i dag. I det følgjande kjem det ein kort introduksjon av historia til Fjord1. Den 9.mai 2001 blei konsernet Nordvestlandske AS stifta. Dette var eit felles eigarselskap for fylkesbåtar eigde av Møre og Romsdal- og Sogn og Fjordane Fylkeskommune. I 2002 vart Fjord1 ein del av konsernet sin identitet. Konsernet fekk då namnet Fjord1 Nordvestlandske AS og var organisert med ei rekke operative datterselskap der sjølve drifta blei halden. Vidare gjekk konsernet i 2005 gjennom ei omfattande omorganisering, der alle datterselskapene tok inn Fjord1 som ein del av namnet. Det var først i 2012 at Fjord1 AS begynte å operere som eit selskap, og ikkje lenger eit konsern. Selskapet tok då namnet ein i dag kjenner det som, Fjord1 AS. Den 15.august 2017 blei Fjord1 AS notert på Oslo Børs og tok namnet Fjord1 ASA (Wikipedia, 2017).

2.1.3 Aksjonærforhold

Fjord1 ASA er børsnotert som eit allmennaksjeselskap som gir inngang for at alle kan eiga aksjar i selskapet. Det er ingen vedtektsfesta avgrensing for omsetning av aksjane i selskapet, og dei kan fritt omsettast. Likevel har selskapet liten eigarspreiing. 22. mai 2017 kjøpte Havilafjord AS opp alle aksjane i Fjord1, og vart eineaksjonær. Etter å ha registrert Fjord1 på Merkur marknaden til Oslo Børs 24. mai, selde Havilafjord 49,5 prosent av aksjane privat og har vanleg fleirtal (Fjord1, 2017d). Eit så konsentrert eigarskap kan ha betydning når avkastningskravet til minoritetseigarane seinare skal vurderast i kapittel 7.

2.1.4 Flåte

Fjord1 sin flåte består i dag av 61 ferjer og 4 hurtigbåtar som variera både i alder og storleik (Fjord1, 2017d). Gjennomsnittsalder på ferjene ligg på 24 år, noko som er tilnærma likt gjennomsnittet i bransjen. Transportbransjen er i dag inne i eit grønt skifte, og denne utviklinga står også sentralt i ferje- og hurtigbåtbransjen. I dag eig Fjord1 tolv gassferjer, som går fire ulike strekningar (Fjord1, 2017c). Dei nyttar ulike leverandørar til levering av drivstoff, som Gasnor for levering av gass, Bunkers Oil for levering av diesel og Eco1 bioenergi for levering av bio-diesel (Fjord1, 2017e).

Framover vil Fjord1 satse på hybrid- og elferjer. Fjord1 er altså inne i ein fase der dei fornyar flåten sin, og har uttalt at innan fem år vil Fjord1 ha bytta ut alle sine dieselferjer. Per dags dato har selskapet 20 elektriske ferjer til bygging (Holøien, 2017). Nye fartøy vert bestilt fra leverandørar både nasjonalt og internasjonalt. Berre i år har Fjord1 bestilt fem nye ferjer fra Havyard, der skroga vert bygd i Tyrkia og utstyrt i Sogn (Rosbach, 2017). Det grøne skifte vil prege bransjen også i framtida, og om Fjord1 vil kunne fortsette å vinne anbodskontraktar i framtida må dei vera med på dette skifte. Det aukande behovet for miljøvenlege alternativ vil vidare diskuterast i delkapittel 2.2.2.4 der makroforholda som vil påverka bransjen vert presenterte.

Det er no gitt ein introduksjon og presentasjon av Fjord1. Vidare vil bransjen ferje- og hurtigbåtbransjen og dei makroforholda som pregar den presenterast.

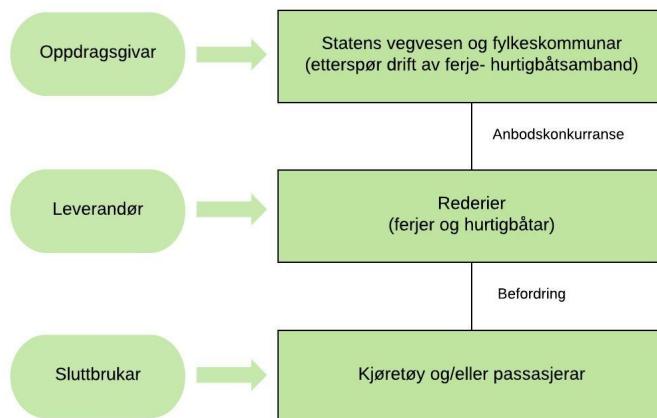
2.2 Ferje- og hurtigbåtbransjen i Noreg

I delkapittel 2.2 vert ferje- og hurtigbåttransportbransjen i Noreg introdusert. Sjølve bransjen vert introdusert i delkapittel 2.2.1, i form av ein presentasjon av lokalisering og flåte. I delkapittel 2.2.2 vert det så gjort ein presentasjon av makroforhold og utsiktene til bransjen. Dette vil legge grunnlaget for analysen av bransjeforholda som vert gjennomført i delkapittel 4.2.

2.2.1 Bransjen

Den norske sjøtransportnæringen i form av ferje- og hurtigbåt drift består av fire store aktørar i tillegg til eit par mindre. Ettersom det er her Fjord1 si hovudverksemid ligg vel me å avgrensa bransjen til dette i analysen. Informasjonen presentert i dette delkapitlet vil legga grunnlag for bransjeanalyesen som vert føretatt i delkapittel 4.2.

Ferjesambanda i Noreg er konkurranseutsette og blir satt ut på anbod til private operatørar. Det er private operatørar som driv sambanda etter kontrakt utsett av oppdragsgivar. Det blir altså tildelt konsesjon som gir rett til å drifta samband. Kven som set strekningane ut på anbod avheng av kven som er ansvarleg for drift og forvaltning av vegstrekningane sambanda er ein del av. Dette vil seie at Statens vegvesen er ansvarleg for drift og forvaltning av ferjesambanda knytt til europavegane og riksvegane og fylkeskommunane er ansvarleg for dei øvre sambanda knytt til fylkesvegane. Figur 2-2 viser ei oversikt over dynamikken og aktørane i bransjen:

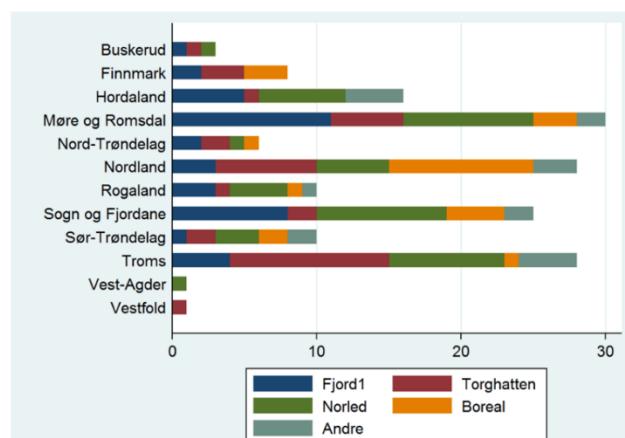


Figur 2-2 – Illustrasjon over aktørane og dynamikken i bransjen

Lokalisering

Tidlegare har ein sett at aktørane i ferje- og hurtigbåtbransjen har konsentrert verksemda si til bestemte geografiske områder. Viss ein ser på dei store aktørane i bransjen har Fjord1 og Norled tidlegare hovudsakleg operert på Vestlandet, medan Torghatten og Boreal har tidlegare hovudsakleg operert i Nord-Noreg. I dag ser ein tendensar til at dei etablerte aktørane i bransjen konkurrerer om samband utanfor sin tidlegare kjernelokasjon. Figur 2-3 viser ei oversikt over kva fylke dei ulike selskapa har deltatt i anbodskonkurranse i frå 2004 til 2016.

Figuren viser til dømes at Fjord1 primært har deltatt i anbodskonkurransar i fylka Møre og Romsdal, Sogn og Fjordane og Hordaland. Dette samsvarar med dei områda dei i dag driv samband og har sitt geografiske tyngdepunkt (Konkurransetilsynet, 2016).



Figur 2-3 – Oversikt over deltaking i anbodskonkurranse per fylke

Flåte

Som allereie nemnt i delkapittel 2.1.4, og som me vil komma nærmare inn på i delkapittel 2.2.2.4, er bransjen prega av det grøne skifte, altså eit auka fokus på miljø- og klimautslepp. I dei aller fleste anbodsrundane som skjer i dag, er det krav om nullutslepp på ferjene som skal operere på sambandet. Alle dei store aktørane har i dag batteriferjer, ferjer som nyttar naturgass eller hybridferjer som er drifta delvis av batteri og delvis av olje eller gass, på nokon av strekningane dei driftar. Ein ser likevel at det i Noreg i dag vert nytta flest ferjer som er drifta av diesel eller tungolje. Fleire av dei store aktørane har i år sett i gang å byggje nye elektriske ferjer etter å ha fått konsesjonar på nye samband, der det er krav om nullutsleppsferjer. I framtida vil det dermed vera viktig å ha ein moderne flåte som vil vera attraktiv i anbodskonkurransar.

Nærmare om kva forhold som vil vera sentrale for- og kan vera med å påverka bransjen vil i det følgjande gjennomgåast i ein analyse av makroforholda.

2.2.2 Bransjeutsikter og makroforhold

For å kunna gjera ein analyse av verdien på Fjord1 er det nødvendig å sjå på makrofaktorar som pregar bransjen dei opererer i. Desse vil legga grunnlaget for PESTEL-analysen som vil verta gjennomført i delkapittel 4.2.1. Makroforhold vil vera eksterne forhold som er lik for alle verksemndene i bransjen, altså vil det vera dei rammeføresetnadane som gjeld for bransjen og som dei enkelte verksemndene har avgrensa innverknad på. Makroforhold som vil vera med å prega sjøtransportnæringa kan vera mange, og i det følgjande vil det gis ei utdjuping i dei følgjande kategoriar: politiske- og legale forhold, økonomiske forhold, sosiokulturelle forhold, og teknologiske- og miljømessige forhold.

2.2.2.1 Politiske- og legale forhold

Anbodskonkurranse: Ferje- og hurtigbåtbransjen vert drifta med utgangspunkt i konsesjonar, som vil seie utdeling av tillating til å drifta eit samband. Tillating til å drifta ferje- og hurtigbåtsamband vert lagt ut på anbod, og gjennom anbodsroundar vert det gitt konsesjonar til å drifta konkrete samband over ein tidsperiode på normalt 5-10 år. Konsesjonane som vert delte ut vil innehalde krav av ulike former som verksemndene må møte. Det er politiske organ som staten og fylkeskommunane som står bak drift og hold av ferjesambanda, og det er desse som utformar kontraktane som vert sett ut på anbod. Utforminga av kontraktane er dermed i stor grad prega av politiske vurderingar.

Kostnadane på nye anbodsavtaler er dei siste åra auka opp mot 40 prosent, noko som gjer at konkurransen på pris i framtida vil bli enda større. Fylkeskommunen og staten som set ut kontraktane på anbod set krav til korleis verksemndene handterer blant anna miljø, kapasitet og universell utforming – men den kraftige auken i pris vil mest sannsynleg tilseie at også pris blir ein svært viktig faktor for utdeling av kontraktar i framtida. Dette er heilt klart ei utfordring for bransjen.

Grunnlaget for gjennomføring av anbodsroundar og for utdeling av konsesjonar må vera i samsvar med reglar om offentlege anskaffingar (Konkurrensetilsynet, 2016). Ved gjennomføring av anbodsroundar er ein underlagt EØS sin reglar om offentlege anskaffingar (Krüger, 2014). Det kjem fram i EØS-forskrifter at det er anbodskonkurranse som skal nyttast, og stat og fylkeskommune som utdelande myndighet, samt aktørane som byr, må forholda seg til desse reglane. Det er også reglar om ulovleg samarbeid, der konkurranseloven §10 første

ledd tilseier at det ikkje er lov til å inngå samarbeid der mål eller verknad er å avgrensa konkuransen (Konkurransetilsynet, 2011). Dette vil også gjelda i anbodsrundar der aktørane i bransjen ikkje kan inngå samarbeid som vil ha verknad på konkurranseforholda. Skulle likevel anbodssamarbeida gi effektivitetsgevinstar som veg opp for verknadene i avgrensinga av konkuransen kan dette vera lov. Dette vil avhenga av ei konkret vurdering.

Eit anna politisk spørsmål som er stilt er om heile ferjenæringa i Noreg bør omstrukturerast. Det er lagt fram forslag om at staten sjølv skal eiga ferjene som går i norske samband, og det berre vil vera sjølve drifta av ferjene som blir lagt ut på anbod. Dette vil i så tilfelle vera revolusjonerande for aktørane i bransjen og vil skapa behov for ei stor omstilling. (Otterlei & Helgheim, 2016).

Finanspolitikk: Ettersom ferje- og hurtigbåtsamband vert drifta på oppdrag frå offentlege myndigheter vil politiske vedtak om tildeling av midlar vera eit betydeleg forhold. Finanspolitikken har ei inntektsside og ei utgiftsside, der utgiftssida vil vera avgjerande for tildeling og utforming av kontraktane som gir tillating til å drifta ferje- og hurtigbåtsamband. Aktørane i bransjen konkurrerer om å vinna anbodskontraktar som vil gi rett til å drifta ferjesamband, mot at dei mottar kompensasjon for dette frå staten. Det er vanleg å nytta både bruttokontraktar og nettokontraktar. Ved bruk av en bruttokontrakt vil billettinntektene gå direkte til oppdragsgivar, medan i ein nettokontrakt vil billettinntektene gå til verksemda som driv sambandet, altså reiarlaget. Ved bruk av nettokontraktar vil oppdragsgivar gi tilskot til reiarlaget, men tilskotet vil då vera meir betydeleg ved bruk av ein bruttokontrakt. Billettprisane vert normalt ikkje fastsett av reiarlaga sjølv, offentlege myndigheter fastset reguleringar for billettprisane (Konkurransetilsynet, 2016). Finanspolitikken og politiske slutningar om budsjettering av midlar vil med det kunne påverka kor mykje som vert tildelt drifta av ferje- og hurtigbåtsamband.

Infrastruktur: Finanspolitikken vil også på ei anna side kunne påverka bransjen gjennom vedtak om utbygging og utbetring av vegstrekningar som inneber å bygge bruver og tunnelar. Infrastrukturen i Noreg er i stadig utvikling og det er politikarane som vedtar nye utbyggingsprosjekt. Ferje- og hurtigbåtnæringa eksisterer som følgje av at det er strekningar over sjø og vatn som ikkje er mogleg å kryssa utan å nytta seg av ferje eller båt som framkomstmiddel. Vert det vedtatt budsjettering av midlar til nye vegprosjekt med tunnel eller bru vil dette føre til at det ikkje lenger er behov for ferje eller hurtigbåt og det vært færre

ferjesamband som treng driftast. Politiske slutningar om utbygging av veg vil difor også vera forhold som vil dominera bransjen. Det kan bli færre samband å konkurrera om og med det rom for færre aktørar i bransjen.

Miljøregulering: Det er i dag retta stor merksemd til miljø- og klimaproblematikken og dette utgjer viktige politiske tema. Som ei følgje av dette vert det gradvis stilt større krav til at aktørane i bransjen kan tilby meir miljø- og utsleppsvennlege alternativ. Det er lagt fram ei nasjonal målsetting om at all transport innan 2050 skal vera tilnærma lik utsleppsfri, og det er foreslått at alle nye ferjer og hurtigbåtar skal vera utsleppsfrie innan 2030 (Sogn og Fjordane fylkeskommune, 2017). Miljøvennlege forslag vil av den grunn vera avgjerande framover. I dag vinn aktørane tre av fire anbod på nullutsleppsferjer (Stensvold, 2016a). Dette heng tett saman med teknologiske- og miljømessige makroforhold som vert presentert nærmare i neste punkt.

Politiske- og juridiske forhold er dermed viktig og er med på å definera bransjen. Dei mest sentrale forholda vil vera tildeling av konsesjonar gjennom anbodskonkurranse, økonomiske vedtak om budsjettering av midlar og utbygging av nye vegstrekningar, samt vedtak om nullutslepp i framtida. Dette vil vera avgjerande makrofaktorar som verksemndene i bransjen må tilpassa seg og vert påverka av.

2.2.2.2 Økonomiske forhold

Ved vurdering av dei økonomiske forholda i ferje- og hurtigbåtbransjen er det nødvendig å sjå både på verdsøkonomien og den nasjonale økonomien. Bransjen som vert presentert driv hovudsakeleg si næring i Noreg og opererer ikkje internasjonalt, men likevel kan det vera internasjonale økonomiske forhold som kan verka inn. Ferjedrifta i Noreg er offentleg regulert og utsetting av konsesjon til å drifta ferjesamband blir utgitt av offentlege myndigheter. Denne typen drift er heilt nødvendig for at Noregs samferdsel og infrastruktur skal fungere.

Internasjonale økonomiske forhold

Fjord1 og dei andre aktørane i bransjen er avhengig av sine fartøy for å kunne drifta sambanda. Desse må bestillast hos eksterne skipsverft. Korleis verdsøkonomibiletet ser ut kan ha innverknad på prisen dei må betala på fartøya, og kven dei vel som leverandør. Desse økonomiske forholda vil difor ha ei betyding for bransjen. Det same vil gjelda den

internasjonale oljeprisen som vil bety noko for kostnadsnivået aktørane i bransjen vil få på drivstoff i form av diesel og gass. Oljeprisen har sidan 2014 hatt ein betrakteleg nedgang, noko som har påverka både skipsbransjen og internasjonale valutakursar.

Fjord1 har også ulike former for tilleggsverksemd som kan bli påverka av både internasjonale og nasjonale økonomiske forhold. Dei driv verksemd innanføre reiseliv og fjorturisme, som er avhengig av turistar, veldig ofte frå andre land. Reising er eit gode mange tillét seg å gjera i tider der økonomien er sterk og det er lite arbeidsløyse, men som ein ikkje vil ta seg råd til i dårlige økonomiske tider. Er den norske krona svak kan dette tiltrekke seg turistar frå andre land og motsett.

Oljesektoren har dei siste tiåra hatt ei svært viktig betydning for norsk økonomi og har bidrge til at landet har opparbeida seg eit oljfond som kvart år sikrar midlar til statsbudsjettet gjennom ein handlingsregel om å bruke 4 prosent av dette fondet årleg. I midten av 2014 starta den internasjonale oljeprisen å falle og det oppstod det som blir teikna som ei oljekrise. Dette har bidrge til at handlingsregelen no er redusert til 3 prosent, noko inneber at det vert tatt ein lågare del midlar ut av fondet kvart år (Finansdepartementet, 2017a). Dette kan tenkast at langsiktig også vil medføra at det blir tildelt mindre midlar til ferjedrift. Ser ein på statsbudsjettet for 2017 er det likevel ei auke på 7,8 prosent i bevillingar til statleg kjøp av riksvegferjetenestar. Dette taler med det i motsett retning og at dette ikkje vil gå ut over bransjen (Statsbudsjettet.no, 2017).

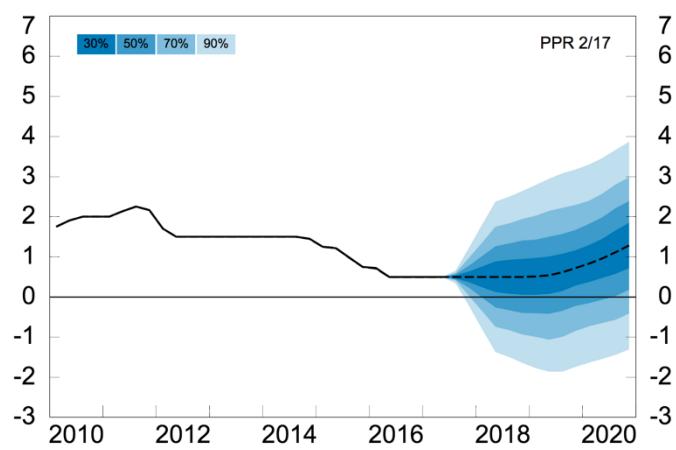
Dei fleste ferjer- og hurtigbåtar går i dag på fossilt drivstoff, nærmere bestemt gass og diesel. Levering av drivstoff til ferjer vert lagt ut på anbod, der dei aktørane som fyller krava til anbodet kan komma med tilbod. Normalt nyttar ein gjerne ulike aktørar til dei forskjellige typene drivstoff. Prisen for drivstoff til fartøya vil med det avhenga av verdsmarknaden og pris og tilgang på gass og olje. Dette kan også verta påverka av oljepris og fallet i denne.

Nasjonale økonomiske forhold

Det er også nasjonale økonomiske forhold som kan verka inn i form av rentenivået i Noreg, konsumprisveksten og arbeidsløyse. Dette vil bety noko for blant anna folk si vilje til å reise og kor stor aktivitet det er innan pendling. Er det høg arbeidsløyse kan ein fort velja vakk reising då ein er meir forsiktig i sitt konsum. I tillegg kan dette føre til at det er færre pendlarar som følge av lågare næringsaktivitet og færre tilsette. Dersom ein nasjonalt kjem inn i ein slik lågkonjunktur vil Norges Bank ofte sette ned renta for å stimulera konsum og investeringsviljen

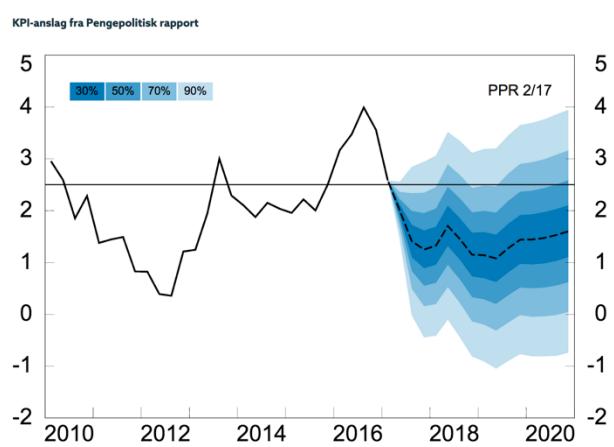
til folket. På ei anna side er ferje- og hurtigbåtsamband heilt avgjerande for at samferdsela i Noreg og ikkje i stor grad avhengig av folks konsumvilje og konjunkturen. Det vil vera eit nødvendig middel for at ein skal komma seg over vegstrekningar, og etterspurnaden etter ferjetenestar fram mot år 2050 er forventa auka grunna auking i transportbehovet (Oslo Economics, 2016).

Rente: Verdsøkonomien er etter fallet i oljeprisen i 2014 komman inn i ein lågkonjunktur. Som følge av dette er styringsrenta i Noreg satt ned for å skapa vekst. Figur 2-4 viser Norges Bank sin prognose for styringsrenta, og den illustrerer at det forventa at styringsrenta vil halda seg låg også i åra som kjem. Dette vil for aktørane i bransjen bety at det vil være lågare kostnader knytt til lånemidlar, og finanskostnadane kan haldast låge. Likevel vil det alltid vera ein risiko for at renta kan stige som er viktig å ta omsyn til (Norges Bank, 2017a).



Figur 2-4 – Norges Bank sin prognose for styringsrenta fram i tid

Inflasjon: Norges Bank har som mål at konsumprisnivået skal vokse over tid med 2,5 prosent årleg. Dette inflasjonsmålet er bestemt av regjeringa, mens Norges Bank utfører inflasjonsstyringa. Dette vert framstilt i figur 2-5 utarbeida av Norges Bank der det vert vist eit anslag av forventa vekst i konsumpris dei neste åra (Norges Bank, 2017b). Denne viser at det i åra som kjem er forventa ein redusert prisvekst, som ligg under målet på 2,5 prosent. For konsumentane vil dette seie at dei er anslått å få større kjøpekraft dei kommande åra. Dette kan igjen verke positivt på viljen til å reisa, sjølv om det ikkje er forventa ein sterkt samanheng mellom bruk av ferje- og hurtigbåt, og viljen til å reisa.



Figur 2-5 – Norges Bank si forventa vekst i konsumpris

Arbeidsløyse: Ein annan økonomisk faktor som må kan verka inn er arbeidsløysa. Etter at oljekrisa trefte i 2014 har arbeidsløysa i Noreg auka. Historisk statistikk fordelt på fylker illustrerer at fleire fylke i Vestlandet dei siste åra har hatt aukande arbeidsløyse, der spesielt Rogaland har vert hardt ramma, med ei arbeidsløyse i 2016 på heile 4,5 prosent. Dette kjem fram i figur 2-6 som viser historisk statistikk av arbeidsmarkanden i Noreg fordelt på fylker (NAV, 2017a). Markert på figuren er fylka som utgjer Vestlandet, der Fjord1 primært driv samband.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I alt	2,9	2,7	2,5	2,6	2,8	3	3
Østfold	3,5	3,4	3,4	3,5	3,7	3,5	3,2
Akershus	2,5	2,3	2,2	2,3	2,5	2,6	2,4
Oslo	3,8	3,3	3,2	3,4	3,6	3,5	3,2
Hedmark	2,8	2,8	2,6	2,8	2,9	2,6	2,2
Oppland	2,3	2,3	2,2	2,3	2,2	2,1	2
Buskerud	2,8	2,6	2,4	2,6	2,9	2,9	2,8
Vestfold	3,2	3,2	3	3	3,2	3	3,1
Telemark	3,3	3,3	3,4	3,2	3,4	3,5	3,2
Aust-Agder	3,4	3,2	3	3,3	3,4	3,8	3,9
Vest-Agder	3	2,7	2,8	2,8	3	3,4	3,7
Rogaland	2,4	2	1,8	1,9	2,2	3,4	4,5
Hordaland	2,6	2,4	2,1	2,1	2,3	2,8	3,4
Sogn og Fjordane	2,2	1,9	1,8	1,9	1,9	2	1,8
Møre og Romsdal	2,4	2,2	1,9	2,1	2,2	2,6	3,2
Sør-Trøndelag	3	2,6	2,3	2,3	2,5	2,6	2,5
Nord-Trøndelag	2,8	2,5	2,4	2,4	2,7	2,8	2,3
Nordland	2,8	2,9	2,7	2,9	2,8	2,7	2,5
Troms	2,5	2,2	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1
Finnmark	3,4	3,1	3,1	3,5	3,5	3,4	3,3

Figur 2-6 – Arbeidsløysestatistikk i Noreg fordelt på fylker

Prognosar frå NAV tilseier likevel at arbeidsløysa er på veg nedover og det er venta ein reduksjon i tal på arbeidsledige i 2017 og 2018 (NAV, 2017b).

2.2.2.3 Sosiolikulturelle forhold

Fram mot år 2050 er det venta eit auka transportbehov som vidare tilseier at det også er venta auka behov for ferje- og hurtigbåttransport (Oslo Economics, 2016). Dette må sjåast i samanheng med at utbetring av infrastrukturen inneberer at bruer og tunnelar vil avløyse behovet for ferje- og hurtigbåt som framkomstmiddel. Bygging av bruer og tunnelar er likevel omfattande og tidkrevjande prosjekt, og prognosar 5-15 år fram i tid tilseier samla sett at etterspurnaden vil auka. Dette vil avhenga av befolkningsvekst og næringsutviklinga i området.

Levealderen i Noreg er aukande og varierer etter kvar i landet ein bur. Det kjem fram i Statistisk Sentralbyrå sin årlege rapport "Detter er Norge 2017" at menn og kvinner som bur på Vestlandet

har høgst forventa levealder, medan menn og kvinner i den nordlegaste delen av Noreg har lågast forventa levealder (Statistisk sentralbyrå, 2017). Dette kan ha ei betyding for vekst i tal på innbyggjarar og kor mange som har behov for å nytta seg av ferje- og hurtigbåt som framkomstmiddel i ulike område.

Belastninga på eit samband vil avhenga av kor mange menneske som bur i området og har behov for å nytta seg av det. Det er sterke tendensar til sentralisering i Noreg i dag, der kommunar, bedrifter og organisasjonar vert slått saman til stadig færre einingar lokaliserte i dei største byane. Med det vert arbeidsplassar og menneska også dratt til dei større byane. Dette kan gi tendensar til at samband drifta på mindre stader vil få reduserte billettinntekter, medan samband drifta på større plassar vil få auka billettinntekter, då dei tungt trafikkerte strekningane er venta å få auka belastning i åra som kjem.

2.2.2.4 Teknologiske- og miljømessige forhold

Framtida er prega av eit auka fokus på miljø og utslepp, og teknologien vil henga saman med dette. Desse to forholda vil i det følgjande sjåast på under eitt. Sjøtransportbransjen står overfor store utfordringar når det gjeld auka krav til miljøvenleg drift og teknologisk utvikling vil vera ein viktig faktor for å møte desse krava.

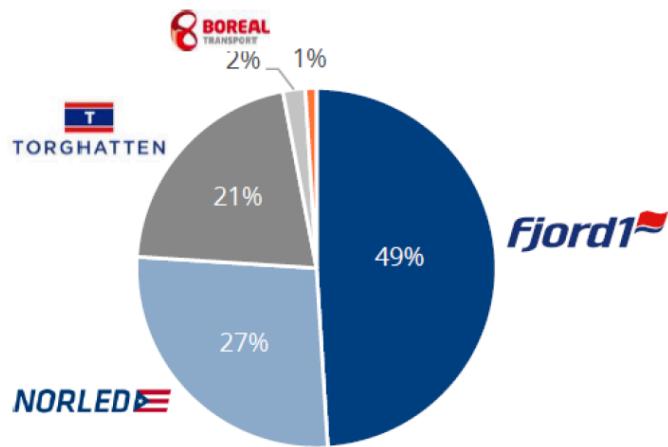
Det er satt eit mål om at alle nye ferjer og hurtigbåtar innan 2030 skal vera heilt utsleppsfree. I dag vert dei fleste ferjesambanda i Norge drifta av fartøy som går på diesel og olje. For å nå målet satt i 2030 vil ikkje lenger dette vera aktuelle ferjer å tilby i nye kontraktar. Framtida vil vera prega av ny teknologi, som elferjer og hybridferjer. Ferjer på naturgass er også eit meir miljøvenleg alternativ, men vil ikkje møta kravet om nullutslepp. I framtida må det dermed utviklast fartøy som er drivne av fornybar energi, som ikkje slepp ut miljøskadande avfall. Teknologisk er det også nødvendig å effektivisera fartøya meir, slik at dei vert billegare i drift. Det er venta at ferjeteknologien vert utvikla både på design, digitale løysingar og materiell, noko som er avgjerande for å overleva i bransjen framover (Oslo Economics, 2016).

Som eit miljøframande tiltak har Stortinget også vedtatt ei avgift på utslepp av nitrogenoksid, også kalla NOx, ved energiproduksjon av mellom anna framdriftsmaskineri med samla installert motoreffekt på meir enn 750 kWh (Skattedirektoratet, 2017). Dette vil seie at aktørar

må betala for det utsleppet dei har ved drift av ferjer og hurtigbåtar. Dette vil vera forhold som kan føra til at dei som ikkje tilpassar seg utviklinga kan få ytterlegare ulemper ovanføre konkurrentane.

2.3 Norske sjøtransportselskap

I det følgjande vil utvalet av verksemder som vil utgjera bransjen presenterast, og informasjonen presentert i dette delkapitlet vil legga grunnlaget for Porter-analysen i delkapittel 4.2.2. Dei komparative verksemndene vil brukast vidare når det skal utførast ein strategisk analyse og ein rekneskapsanalyse av Fjord1. Det er i hovudsak fire dominante verksemder som driv i ferje- og hurtigbåttransport i Noreg, samt sju små reiarlag som driftar små lokalruter. Det har ikkje vært nyetableringar i bransjen sidan 2004 (Oslo Economics, 2016). Dei fire store aktørane som dominera bransjen er Fjord1, Torghatten, Norled og Boreal. Dette kjem fram av figur 2-7 under, som illustrerer marknadsandelar av ferjemarknaden i Noreg. Dette viser at Fjord1 har størst marknadsdel, med heile 49 prosent av marknaden.



Figur 2-7 – Oversikt over marknadsdelar per aktør i bransjen

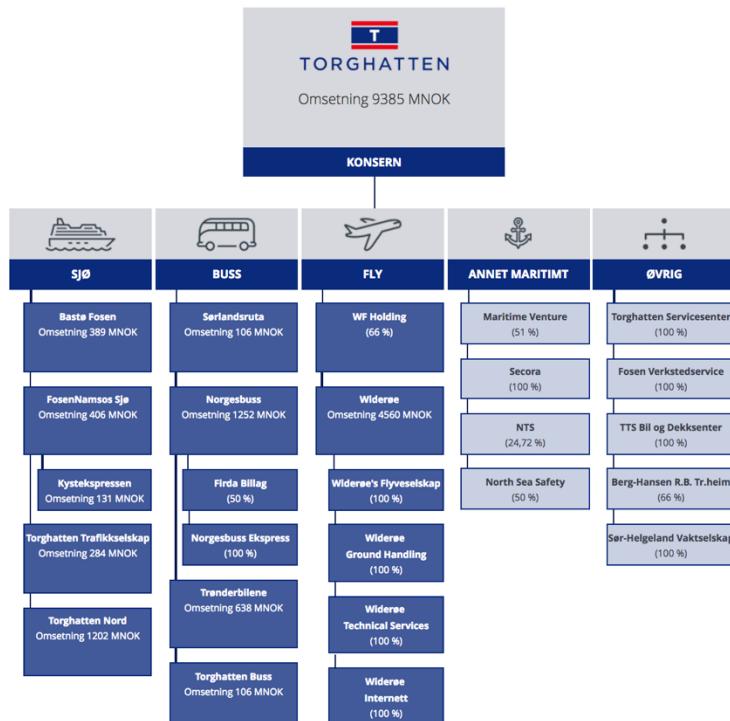
På bakgrunn av at Fjord1 er Noregs største ferjeselskap, som også driv med hurtigbåt drift samt andre reiselivstenestar, vil det komparative utvalet avgrensast til dei største selskapa Norled, Torghatten og Boreal. Desse vil i det følgjande kort presenterast.

2.3.1 Torghatten

Torghatten er eit av landets største transportkonsern og driv si hovudverksemde innanføre kollektiv persontrafikk i Noreg. Selskapet blei stifta i 1878 under namnet Dampskipet Torghatten Aktieselskap og har fram til i dag drive transportverksemde i Noreg, både på sjø og på land. I dag består konsernet av ei rekke operative datterselskap.

Figur 2-8 viser ei oversikt over selskapa i konsernet (Torghatten, 2017).

Ettersom sjødrifta til Torghatten består av ei rekke selskap vil Torghatten verta sett på som heilheit i samanlikninga.



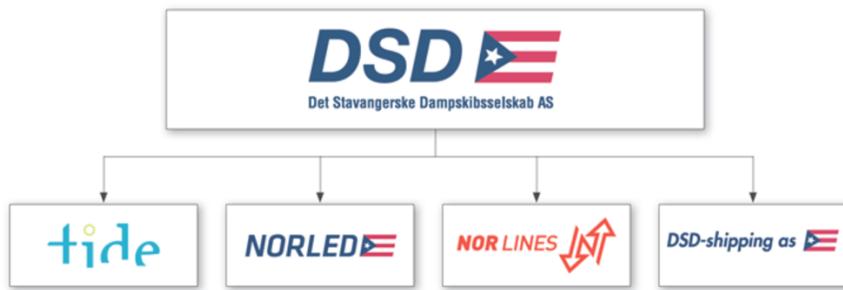
Figur 2-8 – Konsernoversikt Torghatten ASA

Hovudverksemda til Torghatten er transport på ruter for ferjer, hurtigbåt, buss og flytrafikk. I tillegg til dette har dei verksemde knytt til reisebyrå, verkstad og eigedom (Torghatten, 2017). Dei har gjennom sine datterselskap lokalisert si verksemde i heile Noreg, har i dag konsesjon på 28 ferjesamband, samt ein flåte beståande både av ferjer, hurtigbåtar og bussar. Som følgje av den teknologiske utviklinga er også Torghatten i ein fase der fornying av flåten er aktuelt. Dei har blant anna bestilt tre nye ferjer frå Tersan Shipyard i Tyrkia (Rabbevåg, 2017). Dei har også bestilt fem nye ferjer som går på elektrisk kraft. Desse skal driftast i ferjesambandet Halhjem-Sandvikvåg som Torghatten nyleg har fått konsesjon til å drifta frå 2019 – 2027.

I tillegg til nye ferjer kjøpte Torghatten inn 29 nye bussar i år, etter å ha vunne det viktige anbodet om Sør-Helgeland. Dei nye bussane går på diesel, men har den nyaste teknologien som gir lågast mogleg utslepp (Riesto, 2017). I 2016 kjøpte Torghatten, gjennom sitt heileigde datterselskap Norgesbuss, inn 19 nye bussar som går på det fornybare drivstoffet HVO (hydrogenerert vegetabilsk olje), etter å ha vunne Nittedalskontrakten (Terjesen, 2016).

2.3.2 Norled

Norled er eit av Noregs største ferje- og hurtigbåtrederi, og driv ferje- og hurtigbåtsamband langs heile kysten i Noreg. Selskapet har tidlegare gått under namnet Tide Sjø og HSD, og har sitt opphav tilbake til 1800-talet der selskapet ved namn Det Stavangerske Dampskipsselskab blei stifta (Norled, 2017). Selskapet er i dag ein del av konsernet Det Stavangerske Damskipsselskap som et heileigd datterselskap, som figur 2-9 under illustrerer:

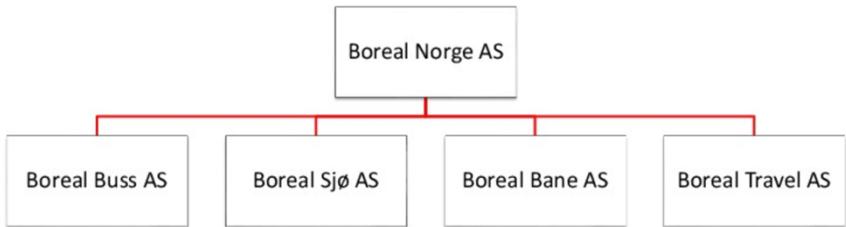


Figur 2-9 – Oversikt over eigarforhold i Norled

Norled har over 1000 tilsette og har sitt hovudkontor i Stavanger. Deira hovudverksemd er drift av ferje- og hurtigbåtsamband og der dei har 80 operative fartøy som driftar 30 ulike samband (Norled, 2017). I 2015 var Norled først ute i verda med ei nullutslepps bil- og passasjerferje (Stensvold, 2016b). Dei skil seg noko ut frå Fjord1 og Torghatten ved at dei hovudsakleg berre driv si verksemd innanføre ferje- og hurtigbåttransport, og har ikkje tilleggsverksemd innanføre reiseliv, lufttransport, med vidare.

2.3.3 Boreal

Boreal er eit norsk transportkonsern som har si hovudverksemd innanføre kollektivtransport. Dei driv buss-, ferje- og hurtigbåttransport i heile



Figur 2-10 – Konsernoversikt Boreal

landet, har rundt 2000 tilsette og har sitt hovudkontor i Stavanger. I tillegg til si hovudverksemd innanføre transport driv dei også med reisebyråverksemd og meir spesialtilpassa transporttenester. Figur 2-10 viser ei oversikt over konsernstrukturen til Boreal Norge AS. Som

figuren viser består konsernet av fire datterselskap som driv kvar sin del av transport- og reiseverksemda. Her er det Boreal Sjø som driv den delen av verksemda som omfattar ferje- og hurtigbåttransport (Boreal, 2017).

Boreal har i dag konsesjon på 13 ferjesamband, og flåten deira består i dag av 37 ferjer og hurtigbåtar, 970 bussar og 6 trikkar. Selskapet har dei siste åra investert i 12 nye ferjer og hurtigbåtar, i tillegg har dei i dag seks ferjer under utbygging, som skal leverast i 2017 (Boreal, 2016). I tillegg til å ha investert i nye ferjer dei siste åra har Boreal også investert i fem nye heilelektriske bussar, som skal tas i bruk i 2018. Investeringa vart gjort etter å ha vunne eit anbod i Kristiansand (Terjesen, 2017). I 2015 var Boreal dei alle første i Noreg til å sette to heilelektriske bussar inn i rutetrafikk.

2.4 Fjord1 samanlikna med gjennomsnittsselskapet i bransjen

Det er no gitt ei innføring i Fjord1, bransjen dei er ein del av og ein presentasjon av dei komparative verksemndene. I det følgjande vert Fjord1 samanlikna med dei komparative verksemndene for å sjå korleis deira ressursar avvik frå gjennomsnittsselskapet. Denne informasjonen vil leggast til grunn i den interne ressursanalysen som vert føretatt i delkapittel 4.3.

2.4.1 Lokalisering og marknad

For bransjen er det den nasjonale marknaden som er aktuell for sjøtransport i form av drift av ferje- og hurtigbåtsamband. Fjord1 skil seg her noko frå konkurrentane ved at dei primært driv si verksemd på Vestlandet, sjølv om også Fjord1 i dei seinare åra har beveg seg litt ut av sitt kjerneområde. Gjennomsnittsselskapet i bransjen driv verksemda si i større delar av Noreg. Både Torghatten, Norled og Boreal driv verksemd langs heile kysten i Noreg, frå sør-aust til nord. Dette kan utgjera både ein fordel og ei ulempe for Fjord1. Dei andre selskapa som driv i fleire ulike delar av Noreg har ein fordel ved at dei allereie er etablerte her, og det kan koste mindre for dei å vinna nye kontraktar. Dei har fleire regionar å lena seg på.

På ei anna side har Fjord1 valt å konsentrere fokuset sitt på Vestlandet og har her vunne mange samband. Dette har gitt dei eit tydeleg fleirtal av konsesjonar på Vestlandet og dei kan konsentrere ressursane sine mot dette området. Det at dei i dag berre er etablerte i denne delen

av landet kan også gi moglegheiter for å ta nye marknader. Som nemnt i delkapittel 2.1.1 ser ein tendensar til at også Fjord1 no begynner å bevege seg ut av sitt kjerneområde. Dette vil me komma nærmare inn på i den strategiske analysen i kapittel 4.

2.4.2 Produkt og flåte

Det er vanskeleg å skilja seg ut på produkt i den markanden Fjord1 opererer i. Dei tilbyr ferje- og hurtigbåttransport som si hovudverksemrd og dette gjer også dei andre gjennomsnittsverksemndene. Det ein derimot kan sjå er at Fjord1 var tidleg ute med å satse på ferjer som vert drifta av naturgass på enkelte av sine strekningar. Dette kan ha gitt Fjord1 ein fordel i form av å tilby eit meir miljøvennleg alternativ. Samtidig tilbyr også konkurrentane andre miljøvenlege tilbod i form av batteridrivne ferjer, så det kan ikkje seiast at dei skil seg noko ut frå gjennomsnittsverksemda på produkt og flåte. Her vil dei strategiske vala som selskapa gjer i åra som kjem bli svært avgjerande, då dei auka miljøkrava vil tvinga dei til å tenka nytt. Fjord1 og Torghatten har det siste året bestilt fleire nye ferjer og arbeidar med å oppgradera sin flåte. Det same gjeld Boreal, som også har miljøferjer i bestilling. Norled var først ute i verda med ei nullutslepps bil- og passasjerferje i 2015, men har i år tapt mange kontraktar som følge av at dei er for därlege på miljø og pris. Ein annan ting som skil Fjord1 sin flåte frå Torghatten og Boreal er at desse også har ein bussflåte, noko Fjord1 ikkje har. Dette kan utgjera ein fordel for Torghatten og Boreal ved at dei har meir diversifiserte ressursar.

3 Val av verdsettingsteknikk

Ein nytter ulike verdsettingsteknikkar for å rekne ut verdien til ei verksemد sin eigenkapital. Ved å fordele totalverdien på den enkelte aksje kan ein samanlikna den estimerte verdien mot aksjekurs og dermed vurdere om den er over- eller underprisa.

Det finst fleire ulike teknikkar for å verdsette eit selskap. Damodaran (2012) deler teknikkane inn i tre ulike kategoriar, fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering. Ein vel gjerne ein hovudteknikk og nyttar dei andre som supplerande teknikkar. Val av metoden ein skal nytte avhenger av ulike forhold, som kva bransje verksemda opererer i og kva fase i livssyklusen verksemda er i (Kaldestad & Møller, 2011).

3.1 Fundamental verdsetting

Fundamental verdsetting baserer seg på å analysere dei underliggende forholda gjennom strategisk rekneskapsanalyse og utarbeiding av framtidsrekneskap og –krav. Denne teknikken tar utgangspunkt i at verdien av eit selskap er noverdien av alle framtidige kontantstraumar. Det er mange som ikkje liker å nytte denne teknikken, då den er arbeidskrevjande og det kan vera vanskeleg å estimere korrekt framtidig kontantstraum (Kaldestad & Møller, 2011). Dei andre verdsettingsteknikkane bygger på grunnlaget til fundamental verdsetting, og det er difor viktig å ha innsikt i denne metoden, uansett kva metoden ein vel å bruke (Damodaran, 2012).

Ein deler fundamental verdsetting inn i to metodar, eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved bruk av eigenkapitalmetoden finn ein verdien av eigenkapital direkte, medan ein finn den indirekte ved bruk av selskapskapitalmetoden. Begge metodane skal gi same resultat, gitt at avkastingskravet er konsistent og basert på verkeleg verdi (Damodaran, 2012).

3.2 Komparativ verdsetting

Ved bruk av komparativ verdsetting ser ein på kva liknande verksemder eller eigendelar vert omsett for i marknaden. Dette er den mest brukte metoden, mykje fordi den er enkel å bruke. I praksis kan det derimot vera vanskeleg å finne samanliknbare verksemder, og samanlikninga kan difor fort bli upresis. Denne verdsettingsmetoden baserer seg på at marknadsprisen er rett

(Damodaran, 2012). Den estimerte verdien er ofte påverka av marknaden sine haldningar til bransjen, og ein må difor foreta justeringar for å oppnå eit meir presist verdiestimat.

Ein deler komparativ verdsetting gjerne inn i to modellar, multiplikatormodellen og substansverdimodelen. Ved bruk av multiplikatormodellen estimerer ein verdien til eigenkapitalen ved å nytte nøkkeltal hos samanliknbare verksemder. Døme på nøkkeltal ein kan nytte er pris/bok-forholdet, pris/forteneste-forholdet og pris/sal-forholdet. Dette er dei mest brukte multiplikatorane (Damodaran, 2012). Alle desse multiplikatorane er eigenkapitalmultiplikatorar og tar utgangspunkt i pris per aksje. Det er dermed ein føresetnad at det eksisterer samanliknbare verksemder som er børsnotert.

Substansverdimodelen tar utgangspunkt i kva marknadsverdien av ein eigendel, altså kva den kan seljast for i marknaden i dag. For å kunne nytte modellen må det eksistere ein marknad for verksemda sine eigendelar. Verdien setjast til marknadsverdien av verksemda sine eigendelar minus verksemda si gjeld sett til marknadsverdi. Modellen tar ikkje omsyn til menneskelege ressursar og relasjonar til kundar og leverandørar. Dette kan medføre at verdien undervurderast. Denne metoden vil passe seg best i bransjar der menneskelege ressursar og relasjonar ikkje er vesentleg, til dømes i shipping og eigendom (Kaldestad & Møller, 2011).

3.3 Opsjonsbasert verdsetting

Fundamental verdsetting kan i nokre tilfelle gi ein undervurdert verdi. Dette kan skje når ein ikkje tenker på verdien av å ha ein opsjon. Altså å ha rettigheter, men ikkje plikt, til å kjøpe, selje eller avhende. Ein skil gjerne mellom finansielle opsjonar og realopsjonar. Finansielle opsjonar dreier seg om aksjar, valuta og andre verdipapir. Realopsjon er knytt til ein driftseigendel, til dømes det å ha ein patent (Knivsflå, 2017, 22).

3.4 Val av verdsettingsteknikk

Når ein skal ta valet om kva verdsettingsteknikk ein skal nytte er det fleire moment som spelar inn. Blant anna kva bransje ein opererer i, kva fase i livssyklusen ein er i og utsikter for fortsett drift. Bruksområde er også eit moment som kan spele inn i valet av verdsettingsteknikk, saman med tida ein har til disposisjon. I nokon tilfelle vil eit grovt overslag over verdien vera godt nok (Kaldestad & Møller, 2011).

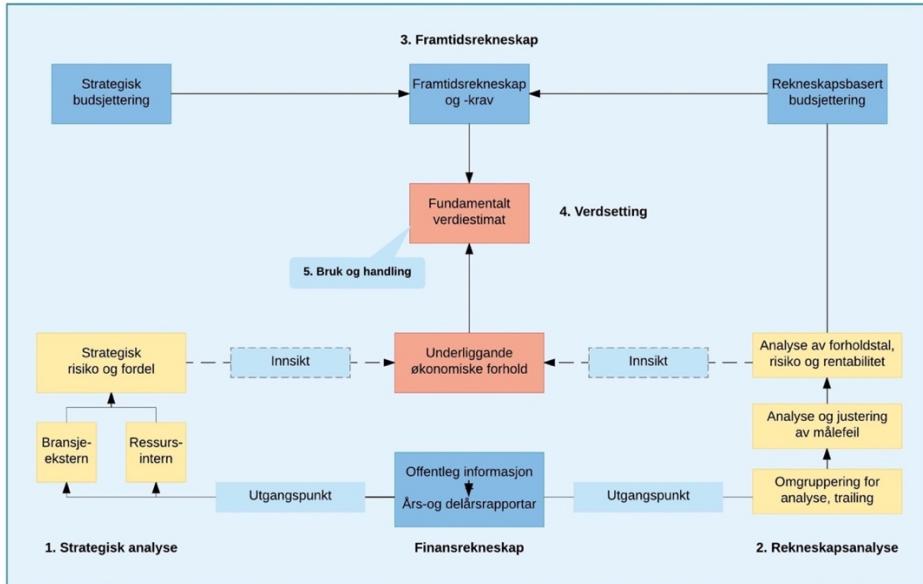
Fjord1 opererer i sjøtransportbransjen, som har eksistert over lengre tid. I delkapittel 5.3 vert rapporterte tal representert, her ser ein at driftsinntektene til Fjord1 har vert stabile den siste tida, medan årsresultatet har auka dei siste åra. Fjord1 har operasjonell historie og fleire samanliknbare verksemder. Ein kan dermed sei at Fjord1 er i ein moden fase i livssyklussen.

For modne selskap er fundamental verdsetting det beste alternativet (Knivsflå, 2017, 1). Dette er den mest tidkrevjande metoden. Me har 4 månadar til disposisjon på denne oppgåva og meiner difor at det skal vera tilstrekkeleg med tid til å kunne gjennomføre ein fundamental verdivurdering. På bakgrunn av dette vil det gjennomførast ei fundamental verdsetting av Fjord1.

Det er alltid ein risiko for at verdsettinga inneholder feil, og det optimale er difor å nytte fleire teknikkar i ei verdivurdering (Kaldestad & Møller, 2011). Ingen av dei komparative verksemdene til Fjord1 er børsnotert, og me kan dermed ikkje nytte multiplikatormodellen. For å kunne nytte substansverdimodellen må det eksistere ein marknad for verksemda sine eigendelar. Fjord1 sine eigendelar består hovudsakeleg av ferjer. Då det er vanskeleg å finne god informasjon om marknadsverdien til ferjer, vel me å ikkje nytte denne metoden. Det er også vanskeleg å nytte den siste metoden, opsjonsbasert verdsetting, då Fjord1 ikkje har opsjonar av vesentleg grad. Av den grunn vil det ikkje reknast at ein komparativ verdsetting vil tilføra informasjon av god verdi, og me vel dermed på bakgrunn av dette å ikkje nytte fleire teknikkar enn fundamental verdsetting i vår verdivurdering av Fjord1.

3.5 Rammeverk for fundamental verdsetting

Rammeverket for fundamental verdivurdering har fem steg, strategisk analyse, rekneskapsanalyse, framtidsrekneskap (budsjettering), verdsetting og handlingsstrategi. Ved bruk av rammeverket til fundamental verdivurdering tar ein utgangspunkt i offentleg informasjon, som års- og kvartalsrapportar. Rammeverket er framstilt i figur 3-1 (Palepu, et al., 2013):



Figur 3-1 – Rammeverk for fundamental verdsetting

Det første steget består av strategisk analyse. Her vil det gjennomførast ein intern ressursbasert analyse og ein ekstern bransjeanalyse. Den strategiske analysen fører til innsikt i kva som er kjeldene til strategisk fordel eller strategisk ulempe. Det andre steget er rekneskapsanalyse, som igjen er delt opp i fire steg, trailing av årsrekneskapen, omgruppering av finansrekneskapen for investor- og kreditororientert analyse, analyse av målefeil og eventuelt justering for vesentlege målefeil, og analyse av forholdstal, både risiko og superrentabilitet. Ved gjennomføring av strategisk analyse og rekneskapsanalyse tar ein utgangspunkt i offentleg informasjon, som års- og kvartalsrapportar. Etter desse stega er gjennomført vil ein få innsikt i dei underliggjande økonomiske forholda.

Framtidsrekneskap (budsjett) er det tredje steget i rammeverket for fundamental verdivurdering. Dette steget består igjen av fire steg, analyse av vekst, val av budsjethorisonten, T, budsjettering frå 0 til T og konstant vekst frå T+1. Det fjerde steget er verdsetting. Dette steget består også av fire steg, verdsetting etter eigenkapitalmetoden, verdsetting etter selskapskapitalmetoden, konvergens mot fundamental verdivurdering og analyse av uvisse i verdiestimatet. Det siste steget er å utarbeide ein handlingsstrategi basert på dei andre stega i den fundamentale verdsettinga.

4 Strategisk analyse

I dette kapittelet vert det gjennomført ein strategisk analyse av ferje- og hurtigbåtbransjen og Fjord1. Dette vil gi informasjon som vil vera verdigfull ved utarbeiding av framtidsrekneskapet i kapittel 9 og er første steget i den fundamentale verdivurderinga. Kapitlet vil i delkapittel 4.1 starta med ei innføring av det generelle rammeverket for strategisk analyse.

Den strategiske analysen består av to delar som vidare vert omhandla. Først vert det i delkapittel 4.2 gjennomført ein ekstern bransjeorientert analyse, der det er ønskjeleg å avdekka om det ligg nokon felles fordelar for alle i bransjen i form av ein bransjefordel. Det vert nytta ein PESTEL-analyse som tek føre seg makroforholda i bransjen (Johnson, et al., 2014), og ein Porter-analyse som tek føre seg dei konkurransekrefte som verkar inn på bransjen (Besanko, et al., 2013). Vidare vert det i delkapittel 4.3 gjennomført ein intern ressursorientert analyse, som vil bestå av ein VRIO-analyse. Her er målet å undersøka om det finnes nokon fordelar knytt til dei ressursane Fjord1 har, som resten av bransjen ikkje har. Til slutt i delkapittel 4.4 vert analysane summert i ein SWOT-analyse. Den strategiske analysen vil byggja på det faktagrunnlaget som kjem fram i kapittel 2, om forhold hos Fjord1, bransjen og dei komparative selskapa.

4.1 Rammeverk

Ein strategisk rekneskapsanalyse vil utgjera ein kvalitativ analyse av den strategiske posisjonen eit selskap har, og seie noko om ein gjennom denne har evne til å danna ein strategisk fordel (Knivsflå, 2017, 2). Målet er å forstå kvar ein eventuell meiravkastning, som vil utgjera ein fordel, kjem frå, og korleis denne er mogleg å oppretthalda i framtida (Kaldestad & Møller, 2011). Ein vil oppnå ein strategisk fordel dersom ein har ein eigenkapitalrentabilitet som er høgare enn eigenkapitalkravet. Dette kan illustrerast ved følgjande samanheng:

$$\text{ekr} - \text{ekk} > 0 \rightarrow \text{ekr} > \text{ekk}$$

Den strategiske analysen som vert gjennomført i dette kapitlet har som mål å identifisera årsaka til ein eventuell strategisk fordel, og eventuelle risikoar knytt til den strategiske posisjonen. Den strategiske fordelan kan vidare dekomponerast i ein driftsfordel og ein finansieringsfordel, som kan illustrerast med følgjande samanheng:

Driftsfordel → $n_{dr} > n_{dk}$

Finansieringsfordel → $n_{fgr} < n_{fgk}$

Som følgje av høg konkurranse i finansmarknaden, samt at netto finansiell gjeld i prinsippet er ført til verkeleg verdi, er finansieringsfordelen venta å vera tilnærma lik null (Knivsflå, 2017, 2). Dette vil innebere at den viktigaste kjelda til strategisk fordel vil vera den driftsfordelen selskapet sjølv skapar. Denne fordelen kan igjen dekomponerast i ein ekstern bransjeorientert strategisk fordel og ein intern ressursorientert strategisk fordel, som illustrert ved følgjande formel:

$$\text{Rein driftsfordel} = n_{dr} - n_{dk} = \frac{(n_{dr_B} - n_{dk_B})}{\text{Ekstern bransjefordel}} + \frac{(n_{dr} - n_{dr_B}) + (n_{dk_B} - n_{dk})}{\text{Intern ressursfordel}}$$

Dette vil seie at ein oppnår ein bransjeorientert strategisk fordel om netto driftsrentabiliteten til bransjen er større enn netto driftskrav. Bransjefordelen vil antakast at vil auka dersom det er moglegheiter i bransjen, og verta redusert om bransjen eller miljøet står ovanføre truslar (Knivsflå, 2017, 2). Identifisering av eventuell bransjefordel vert gjennomført i den bransjeorienterte analysen i delkapittel 4.2, medan moglegheiter og truslar vert presentert i delkapittel 4.4.

Ein ressursorientert strategisk fordel, også kalla ressursfordel oppstår dersom netto driftsrentabiliteten til verksemda er høgare enn netto driftsrentabiliteten til bransjen. Det føresettast at netto driftskravet til bransjen og netto driftskravet til verksemda er tilnærma likt. Ressursfordelen kan auka dersom verksemda har sterke sider, og kan verta redusert om den har svake sider. Identifisering av ein eventuell ressursfordel vert gjennomført i delkapittel 4.3, medan sterke og svake sider som her kjem fram vert presentert i delkapittel 4.4.

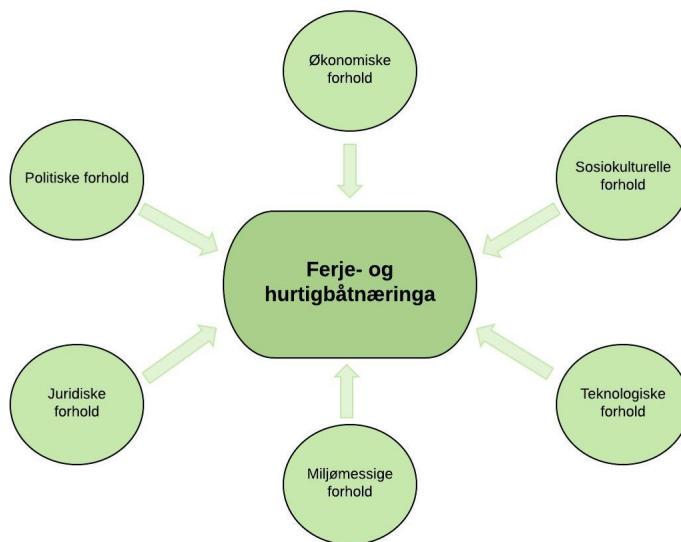
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen vil gjerast med utgangspunkt i faktagrunnlaget i delkapittel 2.2 og 2.3. For å finna ut om ferje- og hurtigbåtbransjen har ein bransjefordel vil det bli nytta to verktøy; ein PESTEL-analyse og ein Porter-analyse. I PESTEL-analysen er det ønskjeleg å sjå kva for makroforhold som vil prega bransjen (Johnson, et al., 2014). I analysen av Porter sine fem konkurransekrefter ser ein på korleis dei ulike aktørane har makt til å påverka

bransjen i dag og moglegheita for nye å komma på banen (Besanko, et al., 2013). Desse to analysane vil gi eit inntrykk av konkurranseforholda i bransjen og kva som påverkar den, og det er med det mogleg å seie noko om dei moglegheiter og utfordringar bransjen står ovanføre (Johnson, et al., 2014). Dette skal gi oss eit inntrykk av om det ligg ein strategisk bransjefordel hos ferje- og hurtigbåtbransjen, og ved å utnytta denne betre enn konkurrentane kan ein sikra seg ein strategisk fordel utover bransjegjennomsnittet.

4.2.1 PESTEL-analyse

Som ein del av den eksterne strategiske analysen av bransjen vert det nytta ein PESTEL-analyse. Her vert dei makroforholda som er viktige for bransjen trekte fram, gjennom å sjå på politiske- (P), økonomiske- (E), sosiokulturelle- (S), teknologiske- (T), miljømessige- (E) og juridiske (L) forhold (Johnson, et al., 2014). Analyseverktøyet er illustrert i figur 4-1:



Figur 4-1 – Oversikt over analyseverktøyet PESTEL-analyse

I det følgjande vil kvart av forholda bli gjennomgått. Forholda vil gi eit innblikk i korleis makroforholda i bransjen er i dag, og korleis framtida vil sjå ut. Informasjonsgrunnlaget i analysen vil vere delkapittel 2.2.

4.2.1.1 Politiske forhold

Dei politiske forholda viser kva for innflytelse politiske krefter har i bransjen (Johnson, et al., 2014). Her vil dette vera prega av tildeling av konsesjonar, konkurranseregler, finanspolitikk og miljømessige vedtak.

Anbodskonkurranse: Selskapa i bransjen er avhengige av konsesjonar for å kunna driva samband, og desse vert utdelt på bakgrunn av anbodskonkurransar utsett av politiske organ. Det er positivt for bransjen at desse anbodsroundane er strengt regulerte av konkurranserettslege reglar, som skapar ein rettferdig konkurranse mellom aktørane. Konsesjonane vert delte ut på grunnlag av kven som kan legga fram det beste tilbodet, basert på dei faktorar som vert presisert i kontrakten. Ettersom konsesjonane vert delte ut med 5-10-års varighet vil det kontinuerleg vera mogleg å konkurrera om nye kontraktar. Dette gir ein god konkurranse i bransjen.

Infrastruktur: Det er også positivt for bransjen at veg og infrastruktur vert satsa på av staten, noko som inneber eit behov for ferjer og hurtigbåtar. Det er ønskjeleg at trafikken i Noreg skal flyta, og dei politiske organa vil deretter tilpassa kapasiteten på sambanda og auka kapasitet på dei sambanda som er tyngst trafikkerte. På ei anna side er også ein hurtig utviklande infrastruktur ein risiko for bransjen. Politiske vedtak om vegprosjekt som inneber bygging av tunnelar og bruer vil redusera behovet for ferje og hurtigbåt. Slike prosjekt tar tid og vil på kort sikt utgjera ein låg risiko, men på lengre sikt er dette ein risiko som kan ha stor betydning for bransjen.

Finanspolitikk: Finanspolitikken vil spele ei rolle for kor mykje midlar som vil tildelast til sjøtransporten. Kontrakten knytt til konsesjon til å driva eit samband vil kunne vera i form av ein nettokontrakt eller ein bruttokontrakt. Begge former for kontraktar vil innebera ein kompensasjon tildelt frå oppdragsgivar som er ei offentleg myndigkeit. Finanspolitikken vil dermed ha ei betydning for kor mykje midlar som budsjetterast til drift av ferjesamband og kor mykje kompensasjon oppdragstakar i bransjen vil få. Dette vil også avhenga av dei økonomiske forholda både nasjonalt og internasjonalt.

Miljøregulering: Transportbransjen har dei siste åra vært prega av eit auka fokus på miljø og utslepp, og vil i framtida bli ytterlegare prega av dette. Det er lagt fram eit forslag om nullutslepp frå alle skipstypar innan 2030, noko som inneber at ferje- og hurtigbåtbransjen vert ramma, og det vert eit forhold som blir avgjerande i åra som kjem. For å kunna vinna kontraktar

i framtida vil det vera nødvendig for aktørane i bransjen og kunne tilby alternativ med låge utslepp. Dette vil seie at fartøya som i dag vert nytta ikkje vil vera aktuelle til framtidige kontraktar. Her vil det difor vera viktig for aktørane i bransjen å hurtig kunna tilpassa seg dette, for å kunne vera konkurransedyktig for tildeling av nye anbodskontraktar dei neste åra. For dei aktørane som klarar å følgja med kan dette gi gode moglegheiter, men det kan motsett også gi negative konsekvensar om ein ikkje klarar å følgja konkurrentane. Som nok eit miljøframande tiltak har Stortinget vedtatt ei avgift på utslepp av nitrogenokside, også kalla NOx, i transport. Dette vil seie at aktørar i bransjen må betale avgift for det utsleppet dei har i drift av ferjer og hurtigbåtar. Dette er forhold som vil svekka dei verksemndene som ikkje tilpassar seg den aukande miljøbevisstheita ytterlegare. Dei verksemndene som klarar å tilpasse seg dei nye miljøkrava vil kunne vera konkurransedyktige i framtida, medan dei som ikkje klarar det vil kunne få problem. Dei faktorane ein konkurrerer på vil med dette kunne bli noko endra.

Bransjen er tett knytt til politiske vedtak og er i stor grad avhengig av å møte desse. Auka krav til miljøvenleg drift vil føra til eit auka behov for investering i bransjen framover, og det vil vera avgjerande at ein klarer å møte desse krava. Ei auke i tal reisande vil gi moglegheiter for vekst i bransjen, men motsett vil utbygging av tunnelar og bruer bremsa veksten. På lang sikt vil utbyggingsprosjekt kunne svekka bransjen betydeleg og er ein trussel for bransjelønsemada i framtida.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold seier noko om korleis makroøkonomiske faktorar som rente, valutakursar, inflasjon og handelssyklusar vil påverka bransjen (Johnson, et al., 2014). Ferje- og hurtigbåttransportnæringa er lokalisert i Noreg, og kvar enkelt aktør i bransjen blir påverka av økonomiske trendar nasjonalt, så vel som internasjonale økonomiske trendar. I det følgjande vert først internasjonale økonomiske forhold diskutert, før det så vert ein diskusjon av nasjonale økonomiske forhold som rente, inflasjon og arbeidsløyse.

Internasjonale økonomiske forhold

Oljesektoren har dei siste tiåra hatt ei svært viktig betydning for norsk økonomi og i stor grad gitt oss det velferdssamfunnet som er i dag. Etter at oljekrisa oppstod i 2014 har oljeprisen og Noreg sine oljeinntekter verta svekka og Noreg må nytta mindre av midlane i oljefondet årleg.

Dette vil som utgangspunkt kunna redusera midlane som vert budsjettert til ferje- og hurtigbåt drift, men budsjetta viser at det likevel er ei auke i midlar til riksvegsferjenesten. Ei redusering av handlingsregelen til tre prosent ser såleis ikkje ut til å påverka kor mykje midlar som vert tildelt drift i bransjen og er ikkje venta å påverka bransjen negativt. På kort sikt vil også oljeprisen tilknytt pris på drivstoff vera eit aktuelt forhold for bransjen.

I dag vert dei fleste sambanda i Noreg drivne av fartøy som har si energikjelde frå diesel. Dette vil seie at oljeprisen også vil påverka bransjen og kostnadane knytt til drifta. Oljeprisen er ein del av ein fri marknad og vil verta påverka av svingingane i verdsøkonomien. Sidan 2014 har oljeprisen falt kraftig, og no stabilisert seg på eit lågare nivå. Likevel er det forventa i åra som kjem at ferjer drivne på diesel vert mindre aktuelle og gradvis vert erstatta av ferjer drifta på fornybar energi, og dette vil ikkje i like stor grad påverka bransjen.

Nasjonale økonomiske forhold

Rente: Ei forventa låg rente framover vil bety låge finanskostnadar som kan verka positivt på investeringsmogleitene i bransjen. Dette vil gi mogleheter til å gjera investeringar i nye meir effektive og miljøvenlege ferjer, og eventuelt ombygging av allereie eksisterande ferjer, for å kunna møte miljøkrava i anbodsrundar framover. Dette kan påverka utviklinga i bransjen positivt og gjera drifta meir effektiv. Likevel er det viktig å sjå risikoene for at renta kan stiga og at dette vil medføra høgare finanskostnadar.

Inflasjon: Det er venta ein redusert prisvekst i åra som kjem, noko som vil innebera at konsumentane får større kjøpekraft. Dette kan verka positivt inn på reiseviljen til folket, og fleire vil nyta seg av ferje- og hurtigbåt som framkomstmiddel. Det er likevel ikkje venta ein betydeleg stor samanheng mellom bruk av ferje- og hurtigbåt, og viljen til å reisa.

Arbeidsløyse: Motsett av inflasjonen vil aukande arbeidsløyse dei siste åra gi konsumentane lågare kjøpekraft. Det er venta at arbeidsløysa vil verta gradvis redusert framover. Dette kan innebere auka reisevilje som igjen vil føre til at færre nyttar seg av ferje og hurtigbåt. Høgare arbeidsløyse vil også kunne verka negativt inn på antall reisande som pendlar til arbeid på grunn av lågare aktivitet i næringslivet. Ferje- og hurtigbåttransport vil likevel i dei aller fleste tilfelle være ein teneste som folk nyttar seg av som eit nødvendig framkomstmiddel, og som ikkje vert sterkt påverka av at folk blir meir opptatt av å spara. Ein stor del av brukarmassen er

næringsbasert transport, som ikkje i stor grad vil verta påverka av dette. Det er mogelegheiter for at færre vel å ta seg råd til og reisa på ferie, men dette er ikkje forventa å utgjera ein betydeleg del av etterspurnaden.

Summert legg dei økonomiske faktorane til rette for vekst i bransjen, gjennom låge rentekostnader og låg inflasjon. Dette gir moglegheiter til å investera og gå inn i nye lokaliseringsområde. Dette kan vera både utanføre kjernelokasjonen i Noreg og eventuelt også sjå etter andre vekstmoglegheiter. Ein reduksjon i oljeprisen er ikkje venta å ha nokon avgjerande påverknad på bransjen så det er aukande midlar budsjettet til ferje- og hurtigbåtverksemd, samt ein reduksjon i bruk av fossilt drivstoff. Ei venta redusert arbeidsløyse i åra som kjem kan også vera med på å auka tal reisande. Dei økonomiske faktorane legg såleis til rette for ei positiv bransjelønsemrd.

4.2.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold vil vera forhold som verkar inn på kultur og demografi (Johnson, et al., 2014). Det er venta auka transportbehov fram mot 2050, som vil trekka i retning av at det også vil bli auka behov for ferje- og hurtigbåt. På lengre sikt er det derimot forventa at bygging av bruver og tunnelar vil erstatte delar av behovet for ferje- og hurtigbåt. Ei aukande sentralisering vil i tillegg medføra ei forventing om at samband på mindre stader vil få redusert trafikk, medan samband på større plassar vil få aukande trafikk. Total auka levealder trekk også i retning av at det totalt vert fleire menneske som reiser, noko som tyder på ein positiv bransjelønsemrd.

Behovet for ferje og hurtigbåt vil ikkje kunne verta dekka av tunnelar og bruver på kort sikt, og dei neste tiåra vil det framleis vera vekstmoglegheiter i bransjen. På lengre sikt vil det derimot vera ein betydeleg risiko knytt til bygging av bruver og tunnelar ser me dette i samanheng med auka sentralisering og utbyggingsprosjekt på dei mest trafikkerte strekningane.

4.2.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold inneber forhold knytt til teknologisk utvikling og nye produkt som kan vera med å utvikla og omforma bransjen ved at det hos nokre verksemder oppstår nye moglegheiter, medan det hos andre skapar store utfordringar (Johnson, et al., 2014). Ferje- og hurtigbåtbransjen er i ein fase der den teknologiske utviklinga går hurtig. Tradisjonelle dieselfartøy vert no gradvis erstatta med fartøy drivne av elektrisitet og ein kombinasjon av

biodiesel og batteri. Utviklinga gir billegare og meir effektiv drift, men er også heilt avgjerdande for at ein skal klara å vinna anbodsrundar i framtida. Ei slik utvikling gjer det mogleg å vinna nye marknadsområde for dei verksemndene som følg utviklinga og kan skapa problem for dei som ikkje fornyar seg. Bransjelønnsemda og bransjeveksten framover vil dermed avhenge av moglegheitene verksemndene har til å investera i ny teknologi og kor fort dei klarar å fornya seg. Sett i samanheng med dei økonomiske faktorane vil låge renter gi gode mogleheter for investeringar.

4.2.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold omhandlar forhold som fokuserer på klima, utslepp og forureining (Johnson, et al., 2014). Miljøskadeleg utslepp i forbindelse med drivstoff til ferjer og hurtigbåtar representerer den største miljøutfordringa for bransjen, og miljømessige forhold er høgst aktuelle dei neste åra. Det er politisk vedtatt at innan 2030 skal alle konsesjonar som vert tildelte innehalde fartøy som har utsleppsfree drift. Ettersom bransjen sin oppdragsgivar er nettopp staten og fylkeskommunar vil det vera avgjerdande for bransjen å møta desse miljøkrava. Utan dette får ein ikkje kontraktar og ingen samband å drifte. Dei miljømessige forholda har allereie satt sitt preg på bransjen og aktørane har begynt å investere i nye utsleppsfree fartøy. Klarar bransjen å flytte seg mot miljøvenleg drift vil dette også innebera ein lågare kostnad knytt til miljøavgifter. Framover vil eit auka fokus på miljøvenlege alternativ gjere bransjen meir konkurransedyktig og det vil verke positivt spesielt for dei verksemndene som følg med på utviklinga.

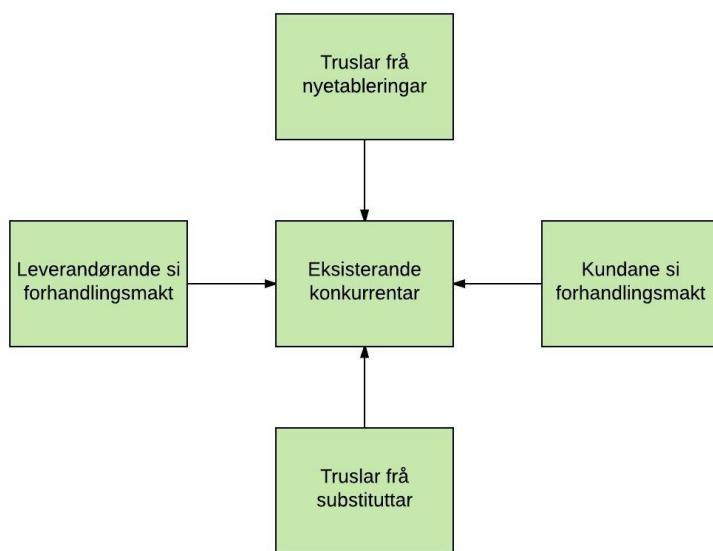
4.2.1.6 Legale forhold

Legale forhold dreier seg om dei føringane og endringane som lovgivande og regulerande myndigheter skapar (Johnson, et al., 2014). Bransjen sin konkurransearena er prega av anbodskonkurranse om konsesjon til å drifta eit samband i ein bestemt tidsperiode. Denne konkurransen er kontrollert av konkurranseregler som skal legga til rette for ein rettferdig arena. Konkurranse om konsesjonar vil føra til at bransjen vert driven av konkurranse og må tilpassa seg kostnadseffektivt, noko som vil gi høgst mogleg lønnsemd. Det er også reglar mot ulovleg samarbeid som vil avgrensa konkurransen, noko som totalt for bransjen vil ha ei positiv effekt då alle må konkurrera på like vilkår.

Det at konkurransen er basert på konsesjonar vil også innebera at bransjen må møta dei krava som er sett til kontraktane. Dette vil innebere at dei må møta blant anna dei miljømessige krava som er vedtatt. Ei meir utsleppsvennleg drift vil også gi bransjen fordelar ved at miljøavgiftene, som NOx-avgifta, vil verta redusert og er såleis ein spart kostnad. Verksemduene i bransjen er blitt pålagt høgare krav til blant anna utslepp, noko som i framtida vil sikra ei meir berekraftig næring. Dette vil for dei selskapa som klarar å følgje med på utviklinga kunne gi ein positiv innverknad på bransjen framover.

4.2.2 Porter sine fem konkurransekrefter

Porter har utvikla eit analyseverktøy for å avdekka truslar og forhandlingsmakt i ein bransje, der lønnsemda og konkurransen i bransjen vil avhenge av fem forskjellige konkurransekreftene (Besanko, et al., 2013). Har nokon av konkurransekreftene stor forhandlingsmakt eller er for store truslar kan dei drive ned bransjelønnsamheita. Dei fem konkurransekreftene som inngår i rammeverket og som i det følgjande skal analyserast er kundane si forhandlingsmakt, leverandørane si forhandlingsmakt, truslar frå nyetableringar, truslar frå substituttar og intern rivalisering i bransjen (Porter, 2007). Ein svakheit med Porter sin modell er at den i liten grad tar omsyn til myndighetene som regulator og om det er nokre endringar i bransjeforholda. Den tar heller ikkje omsyn til dei kvantitative kostnadene for til dømes trusselen ved låge inngangsbarrierar (Besanko, et al., 2013). Dei fem konkurransekreftene er framstilt i figur 4-2:



Figur 4-2 – Porter sine fem konkurransekrefter

Informasjonsgrunnlaget i den følgjande analysen er delkapittel 2.2 og 2.3 som presenterer bransjen og dei komparative verksemndene.

4.2.2.1 Kundemakt

Kundar som har stor forhandlingsmakt kan drive ned bransjen sin lønnsamheit, ved at dei har makt til å drive ned prisane (Besanko, et al., 2013). Ved stor forhandlingsmakt meiner ein at kundane har gode alternativ til sine leverandørarar, medan leverandørane har liten moglegheit til å bytte kundar. Ei kundegruppe har stor forhandlingsmakt dersom det er få kundar som kjøper store kvantum. Viss produktet har liten betyding for kunden sitt sluttprodukt kan det også tyde på at kunden har stor forhandlingsmakt (Roos, et al., 2014).

Ferje- og hurtigbåtsamband vert lagt ut på anbod, der selskapet som kjem med det beste tilbodet får oppdraget, anten i form av ein nettokontrakt eller ein bruttokontrakt, som forklart i delkapittel 2.2.1. Ved bruk av bruttokontraktar har ein i realiteten berre éin kunde, altså den norske stat. Men ved bruk av nettokontraktar har selskapet ein stor kunde, den norske stat, i tillegg til mange små, dei som nyttar seg av ferjetilboden. Vidare for drøftinga av kundemakta i sjøtransportbransjen vil kundane bli delt inn i to kundegrupper. Den eine gruppa består av dei reisande, køyretøy og passasjerar, medan den andre gruppa består av oppdragsgivar.

Den første kundegruppa det er nødvendig å sjå på er dei reisande. Denne kundegruppa består av mange kundar og få leverandørar, der prisane vert regulerte av offentlege myndigheter. Dette er noko som tyder på at kundegruppa har liten forhandlingsmakt, då leverandøren ikkje har moglegheit til å forhandle på pris. Sjøtransport er ein del av infrastrukturen i Noreg og er ofte nødvendig å nytte som framkomstmiddel. Ofte er det mogleg å velje ei anna reiserute for å nå reisemålet, men i mange tilfelle ein nøydd til å nyttar seg av ferje- eller hurtigbåttilboden. Ferje- og hurtigbåttilboden vil dermed ha stor betyding for kunden sitt sluttprodukt, altså reisemålet. Denne kundegruppa sin forhandlingsmakt vil difor reknast som låg, men kan på lang sikt verta høgare ettersom infrastrukturen og nye vegval vert tilgjengeleg.

I den andre kundegruppa, som består av oppdragsgivar, er det éin kunde og få leverandørar. Her vil kunden ha fleire alternativ til sine leverandørar, medan leverandøren ikkje har noko moglegheit til å bytte kunde. Dette indikerer at denne kundegruppa har stor forhandlingsmakt. Det er staten sitt ansvar at ei ferjestrekning vert drifta, og tenesta vil ha stor betyding for

oppdragsgivar sitt sluttprodukt. Likevel er det viktig å merka seg at det er statlege myndigheter som er oppdragsgivar, og makta vil ikkje bli utøvd på same måte som den kunne ha blitt om oppdragsgivar var ei privat verksemd der profitt er hovudmålet. Denne kundegruppa sin forhandlingsmakt vil med det vera høg, men vil ikkje verta utnytta på same måte som i ein fri marknad.

4.2.2.2 Leverandørmarkt

Leverandørane har stor forhandlingsmakt når dei har gode kundealternativ, medan kundane har liten moglegheit til å bytte leverandør. Har leverandørane stor forhandlingsmakt kan dei drive ned lønnsamheita i bransjen ved å sette opp prisane (Besanko, et al., 2013). Faktorar som gir leverandørane stor forhandlingsmakt er om dei består av få bedrifter og er meir konsentrert enn bransjen dei sel til, ikkje treng å konkurrera med substituttar, og om produktet er ein viktig del av kunden sitt sluttprodukt. Er ikkje ferje- og hurtigbåtbransjen ein viktig del for leverandørgruppa kan det tyde på at leverandøren har stor forhandlingsmakt (Porter, 2007). Bransjen har fleire leverandørar, der nokon er viktigare enn andre. I det følgjande vil dei to viktigaste leverandørgruppene til bransjen presenterast; leverandørar av fartøy og drivstoff.

Fartøy

Det eksisterer mange leverandørarar av ferjer og hurtigbåtar både nasjonalt og internasjonalt. Desse vert bygd på skipsverft, som også byggjer andre typar sjøgåande fartøy som til dømes lasteskip og tankskip. Leverandørar av fartøy er dermed ikkje berre avhengig av å byggje ferjer og hurtigbåtar. Sidan skipsverfta ikkje berre byggjer ferjer og hurtigbåtar, men dei fleste typar skip, vil kapasiteten på verfta avhenge av syklusen til fleire bransjar. Dei største oppdraga til verfta kjem frå shippingbransjen. Dette inneber til dømes at ved nedgangstider i shippingbransjen vil makta hos leverandørane vera lågare enn i oppgangstider.

Skipsverfta leverer gjerne heilt ferdig bygde skip og er dermed ein svært viktig del av kunden sitt sluttprodukt. I år og i fjor har det blitt bestilt fleire nye ferjer av norske ferjeselskap, og det er mange leverandørar i marknaden, noko som tilseier at det ligg lite makt hos leverandørane. Når eit ferjeselskap vil byggje ei ny ferje vert det som regel lagt ut på anbod frå selskapet. Det vil sei at ferjeselskapet vil få inn fleire tilbod frå fleire aktørarar og kan velja det beste tilbodet, utifrå verksemda sitt behov. Teknologisk utvikling er ein faktor som i sterk grad påverkar bransjen og det vil kunne gi enkeltleverandørar større makt om dei kan tilby teknologiske

nyvinningar som andre ikkje kan. Det er likevel ikkje forventa at slike eventuelle konkurransefordelar hos leverandørar vil vare lenge før dei andre følg på, og det vil totalt sett ikkje ha nokon innverknad makta dei har i marknaden.

Forhandlingsmakta til leverandørane av fartøy vil dermed avhenge av syklusen til ulike bransjar og vil variere. På kort sikt vert den vurdert til låg, medan den er venta å bli meir moderat på lenger sikt.

Drivstoff

Sjølv om fleire ferjer i dag har begynt å bruke blant anna elkraft, og mange har som mål å kunne drive samband med nullutsleppsferjer, går framleis dei fleste ferjene i dag på fossilt drivstoff i form av gass og diesel. Det finst fleire aktørarar på marknaden som leverer diesel og gass i dag, og det vert gjerne nytta ulike aktørarar til dei ulike typane drivstoff. Levering av drivstoff til ei ferje vert lagt ut på anbod, der dei aktørane som oppfyller krava i anboden kan komma med eit tilbod. Kontraktslengd er vanlegvis frå 3-5 år. Prisen i tilboden vil avhenge av verdsmarknaden og tilgangen på gass og olje. Forhandlingsmakta til leverandørane av drivstoff vil vurderast til å vera låg, då det er fleire aktørar på marknaden og prisen vil avhenge av tilgangen på råstoffet. Ei totalvurdering av forhandlingsmakta til leverandørane i bransjen vil med dette kunne vurderast til låg til moderat. Det er fleire aktørar som kan levere same produkt, og dei nyttar ikkje utmerka differensierte produkt til drifta i bransjen.

4.2.2.3 Nye konkurrentar

Ved etablering av nye aktørar i bransjen vil det bli meir kapasitet og fleire som konkurrerer om marknadsdelane. Lønnsamheita kan då verta redusert som følgje av auka prispress og/eller auka kostnadar. Trusselnivået for at nye aktørarar etablerer seg i bransjen avhenger av etableringshindringar (Roos, et al., 2014). Lønnsemada kan bli redusert som følgje av nykommarar ved at dei kaprar marknadsandelar, aukar intern rivalisering og reduserer marknadskonsentrasjonen (Besanko, et al., 2013). Eventuelle etableringshindringar kan komma av faktorar som stordriftsfordelar i bransjen, tilgang på kapital og politiske hindringar.

For å drifta eit ferje- eller hurtigbåtsamband er ein avhengig av å ha ein konsesjon. Dette inneber at ein må vinna ein rett til å drifta sambandet gjennom ein anbodskonkurranse der ein direkte konkurrera med dei andre aktørane i bransjen, noko som skapar ein etableringshindring for nye

aktørar. Det er staten som styrer kva for hurtigbåt- og ferjesamband som skal vera operative, og konkurransen skjer når staten legg kontraktane ut på anbod. Krava for tildeling av konsesjonar har også blitt strengare og fleire. Dette gjer det vanskeleg for nye aktørar å komma på banen.

Det er også knytt høge oppstartskostnadar til bransjen. Som nemnt i delkapittel 2.3 er det i dag fire store reiarlag som tilbyr ferjetenester i Noreg, samt sju små reiarlag som driftar eit eller to samband kvar, delvis som underleverandørar til dei store leiarlaga. Det har ikkje vert nyetableringar i bransjen sidan 2004. Grunnen til det kan vera at ferjedrift er svært kapitalkrevjande, då fartøy i form av ferje- og hurtigbåtar er store investeringar. Det er i dag også krav om å ha reservefartøy, noko som vil opplevast som eit stor hinder for eventuelle nyetablerte aktørar i bransjen.

På bakgrunn av dette vil trusselen for at nye konkurrentar skal etablera seg i bransjen vera låg, ettersom det er store inngangsbarrierar og det ikkje har vært nyetableringar i bransjen sidan 2004.

4.2.2.4 Eksisterande konkurranse

Konkurransen mellom dei eksisterande aktørane i bransjen handlar om å kapra større og nye marknadsandelar (Besanko, et al., 2013). Trusselnivået for at andre aktørar vil ta over marknadsandelar vil avhenge av tal konkurrentar og bransjevekst (Porter, 2007). Andre faktorar som også kan verka inn er utgangsbarrierar, storleiken på konkurrentane og storleiken på faste kostnadar.

Det er i dag fire store reiarlag som driv med ferjetenester i tillegg til nokre mindre reiarlag. Dette kjem fram i figur 2-7 i delkapittel 2.3. Det er altså få store aktørarar i bransjen, der nokre av aktørane også driv med anna transportverksemd i tillegg til ferje- og hurtigbåtdrift. Bransjen finn seg i ein moden fase av livssyklusen, og det er ein middels grad av produktdifferensiering. Tidlegare har produktdifferensieringa vært lågare, men etter utviklinga dei siste åra har enkelte aktørar utvikla ein meir miljøvenleg flåte enn andre.

Alle ferjesamband vert lagt ut på anbod, og kva ferjesamband som skal vera operative og kva som skal leggjast ned er det politiske organ som bestemmer. Tal samband går nedover og det

er gradvis fleire samband som vert erstatta av bruer og tunnelar. Bransjeveksten er låg, og i slike tilfelle vil konkurransen dreie seg om å auka sine marknadsdelar. Dei siste åra har det vert tendensar til at aktørane i bransjen har vunne konsesjon til å drifte samband som er utanføre deira kjerneområde. Eit eksempel er at Torghatten har vunne konsesjon på den tungt trafikkerte strekningen Halhjem-Sandvikvåg i Hordaland. Eit auka krav til utsleppsvenlege ferjer har også medført at enkelte aktørar tapar mange av sambanda dei tidlegare har drifta. Som nemnt i delkapittel 2.2.2.1 vinn aktørane i dag tre av fire anbod på nullutsleppsferjer.

Sjølv om bransjeveksten er låg, går utviklinga i bransjen svært fort. Konkurransen mellom aktørane i bransjen skjer hovudsakleg når eit samband vert lagt ut på anbod. Når ein først har vunne eit anbod har ein kontrakt på å drive sambandet i alt frå fire til ti år. Trusselen fra eksisterande konkurrentar vil vurderast til å vera moderat, og også halde seg moderat framover. Bransjeveksten er låg og det er få aktørar, men bransjen er i ei teknologisk endring som stil krav til at aktørane må møte desse.

4.2.2.5 Substituttar

Substitutt er andre produkt som har same funksjon eller kan dekka same behov som produktet til bransjen. Nære substituttar vert sett på som ein trussel for bransjen, då dei kan stela marknadsdelar og auka den interne rivaliseringa (Besanko, et al., 2013). Trusselen oppstår først når det er enkelt for kunden å velje substituttet. I tillegg må ein ta omsyn til pris og yting (Porter, 2007).

Hurtigbåt og ferjetransport er ein transportform som kan substituerast av andre typar reiser. Substitutt som kan erstatta ferjetilboden er tunnelar, bruer, tog, fly og anna infrastruktur som ikkje inneheld sjøtransport. Trusselen fra substitutt i ferje- og hurtigbåttransportbransjen er i stor grad styrt av myndighetene, då det er dei som bestemmer korleis infrastrukturen i Noreg skal vere. Ved å til dømes utbrette ein veg eller få ein ny tunell kan infrastrukturen endre seg. Det kan påverke hurtigbåt- og ferjesamband som ligg i nærleiken, i form av meir eller mindre trafikk, eller avvikling av sambandet. Som nemnt delkapittel 2.2.2.1 vert det kontinuerleg politisk vedtatt bygging av bruer og tunnelar, men dette tar tid og vil vera ei gradvis utvikling.

Trusselen for substituttar har vært låg til moderat og det er forventa at den vil halda seg låg til moderat også framover. På lang sikt vil det likevel vera forventa at denne trusselen vil auka som følgje av stadig færre ferje- og hurtigbåtsamband å konkurrera om.

4.2.3 Oppsummering av bransjefordel

Analysen gjort av bransjen i dette delkapitlet presenterer dei forholda som kan danna grunnlaget for opparbeiding av ein bransjefordel, altså ein bransjeorientert strategisk fordel. Dette vil seie at ein oppnår ei avkastning i bransjen som er høgare enn avkastningskravet (Knivsflå, 2017, 2). Er det moglegheiter i bransjen vil denne fordelen auka i tid, og er det truslar vil fordelen kunne minka. Eventuelle truslar og moglegheiter ferje- og hurtigbåtbransjen står ovanføre vil verta summert i ein SWOT-analyse i delkapittel 4.3.2.

I den strategiske analysen vart det først gjennomført ein analyse av dei makroforholda som pregar bransjen. Her kom det fram at makroforhold som vil vera sentrale er politiske slutningar, teknologisk utvikling og miljømessige krav, samt sosiokulturelle forhold. Politiske slutningar er avgjerande for dynamikken i bransjen. Utbygging av veg og alternativ infrastruktur er prosjekter som vert politisk vedtatt og vil kunne trua næringa. Vert ei sjøstrekning dekka av tunell vil det ikkje lenger vera behov for ferje- eller hurtigbåttrafikk. Samstundes vert det i bransjen satt auka krav til miljøvennleg drift og minimalt med utslepp. Dette vil påverka korleis bransjen utarbeidar sine tilbod i anbodsroundar og stiller krav til teknologisk utvikling av meir miljøvennlege alternativ. Aktørane må altså vera villige til å investera i nye teknologiske løysingar.

Fjord1 opererer i ein noko spesiell bransje ved at det ikkje er etterspørselen som styrer tilboden, men det politiske organ som bestemmer både tilboden av hurtigbåt- og ferjesamband og prisar på billettane. Oppdragsgivar si makt er dermed svært høg, medan dei reisande si makt er svært låg. Dette er forhold som me forventar vil helde seg på same nivå i tida framover. Trusselen frå substituttar vert også styrt av politiske organ. Planlagde ferjeavviklingar i framtida er retta mot dei mest trafikkerte sambanda, og trusselen er dermed låg til moderat. At forhandlingsmakta til leverandørarar av fartøy vil variere med svingingar i andre bransjar, som til dømes shippingbransjen, kan ferjeselskap utnytte til sin fordel. Trusselen for nyetableringar i bransjen vert rekna å vera svært låg, då det ikkje har blitt etablert nye selskap dei siste åra og det er svært høge inngangsbarrierar. Den moderate interne rivaliseringa kjem av at det er få aktørar og låg

bransjevekst. I tabell 2-1 er det presentert ei oppsummering av vurderinga av Porter sine fem konkurransekrefter:

Trussel	Grad	Låg	Låg/moderat	Moderat	Moderat/høg	Høg
Kundemakt				x		
Leverandørmarkt			x			
Nyetableringer		x				
Intern rivalisering				x		
Substitutter			x			

Tabell 4-1 - Summert vurdering av Porter sine fem konkurransekrefter

Konkurransesituasjonen til bransjen vert samla sett vurdert til å vera låg til moderat. Både på noverande tidspunkt, og framover i tid. På bakgrunn av dette eksisterer det ein moderat bransjefordel hos ferje- og hurtigbåttransportbransjen, som på kort sikt er venta å auka til eit høgt nivå, som følgje av aukande tal på reisande og ein lukka konsesjonsbasert bransje med låg trussel for nyetableringar, og på lengre sikt er venta å falle til ein varig moderat bransjefordel som følgje av reguleringane og dynamikken i bransjen, og den forventa kommande trusselen frå substituttar ved utbygging av bruer og tunnellar.

4.3 Intern ressorsorientert analyse

Ved bruk av intern ressorsorientert analyse finn ein ut om verksemda har ein ressorsorientert strategisk fordel, altså eit konkurransefortrinn. Ei bedrift som har ein ressursfordel vil kunne ha større lønnsamhet enn resten av bransjen og på den måten ha høgare rentabilitet (Roos, et al., 2014). For å vurdere om Fjord1 har eit konkurransefortrinn må ein analysere verksemda sine viktigaste interne ressursar. Dei sentrale interne ressursane til Fjord1 er merkenamn og omdøme, lokalisering, transportmiddel og konsesjonar, og vil i det følgjande analyserast. Til å vurdere om desse ressursane kan gi Fjord1 eit varig konkurransefortrinn vil det nyttast ein VRIO-analyse. Informasjonsgrunnlaget i det følgjande analysen vil vera delkapittel 2.1, samt delkapittel 2.3 og 2.4.

4.3.1 VRIO-analyse

VRIO-analyse er eit analyseverktøy som vert nytta til å vurdere om dei interne ressursane til ei verksemnd kan gi eit varig konkurransefortrinn (Johnson, et al., 2014). For at dette skal vera tilfelle, må ressursane oppfylle fire kriteriar i VRIO-analysen:

- Verdifull (V) – Ein ressurs er verdifull viss den kan utnytte moglegheitene eller redusere truslane i verksemda sin bransje.
- Sjeldan (R) – Ein ressurs er sjeldan når den berre er tilgjengeleg for eit fåtal selskap.
- Vanskeleg å kopiere (I) – Ein ressurs er vanskeleg å kopiere dersom det er vanskeleg eller kostbart for konkurrerande verksemder å få tak i den.
- Effektivt organisert (O) – Ein ressurs er effektivt organisert dersom ein er i stand til å utnytte ressursane ein har.

(Barney, 2014)

VRIO-analysen kan summerast på følgjande måte:

Ressurs	Verdifull	Sjeldan	Vanskeleg å kopiere	Effektivt organisert	Konkurransemessig verdi
1	Nei	-	-	Nei	Konkurransemessig ulempe
2	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
3	Ja	Ja	Nei	-	Konkurransemessig midlertidig fordel
4	Ja	Ja	Ja	Ja	Konkurransemessig varig fordel

Tabell 4-2 - Summert illustrasjon av VRIO-analyse

(Barney, 2014)

4.3.1.1 Merkenamn og omdømme

Som nemnt i delkapittel 2.1.3 har merkenamnet Fjord1 eksistert sidan 2002, og sidan vakse seg til å bli kjent som det største ferjeselskapet i Noreg. Fjord1 er dermed eit anerkjent merkenamn innan ferje- og hurtigbåtbransjen. Ettersom bransjen er prega av få store aktørar er det likevel ikkje ein sjeldan ressurs. Torghatten, Norled og Boreal vil også ha dei same ressursfordelane knytt til sine merkenamn. Alle driv fleire samband, og er anerkjente ferje- og hurtigbåtselskap. Bransjen er som nemnt prega av få store aktørar som vil gjøre det vanskeleg for nye aktørar å komma på banen så lenge ferje- og hurtigbåtindustrien er organisert slik den er i dag. Det skal

betydelege investeringar til for å kunne konkurrera mot dei eksisterande aktørane om dei same kontraktane og lang tid å opparbeide seg eit merkenamn. Med det kan ein seie at Fjord1 sitt merkenamn er vanskeleg å imitera, ettersom det har den verdien det har.

Fjord1 spelar på merkenamnet sitt i konkurranse om kontraktar, og på den måten utnytta verdien i ressursen. Dette er det likevel forventa at også dei andre aktørane i bransjen vil gjera. Summerast dette kan me seie at merkenamnet og omdømmet til Fjord1 er ein verdifull ressurs, men det gir ingen fordel ovanfor eksisterande konkurrentane i bransjen, då også dei vil ha dei same fordelane.

4.3.1.2 Lokalisering

Sambanda Fjord1 har konsesjon på i dag er, som nemnt i delkapittel 2.1.1, lokalisert på vestlandet, frå Buskerud og Rogaland i vest, til Sør-Trøndelag i nord. Ved å berre konkurrera om markanden på vestlandet kan Fjord1 konsentrera seg om å gi best moglege bod på desse sambanda. Å ha ei konsentrert lokaliserings på vestlandet kan, på den eine sida, føre til at Fjord1 får konsentrert seg om kjerneområda, og levera dei beste anboda på desse sambanda. Dette kan indikera at lokaliseringa deira er ein verdifull ressurs. Vestlandet har også svært mange ferjesamband og det er mange å konkurrera om. Likevel er det no på den andre sida tendensar til at konkurransen begynner å gå på tvers av kjerneområde og ei så konsentrert lokalisering kan med det bli ei ulempe for Fjord1.

Som nemnt i delkapittel 2.2.1 ser ein at konkurrentane, og i den seinare tida også Fjord1, har deltatt i anbodskonkurransar i andre delar av Noreg og har vunne fleire samband utanfor sine kjerneområder. Eit eksempel på dette kan vera at Torghatten, no har vunne sambandet Halhjem-Sandvikvåg som er ein del av E39, og skal overta ruta frå 2019. Dette kan vera ein indikator på at konkurransen i bransjen no begynner å gå på tvers av dei tradisjonelle kjerneområda og aktørane i bransjen må utvida sine lokaliseringsområde.

Lokaliseringa Fjord1 har på vestlandet er svært verdifull, men kan ikkje seiast å vera sjeldan, då også andre ferje- og hurtigbåtselskap har same lokalisering, som for eksempel Norled. Ettersom konkurransen no begynn å gå på tvers av kjerneområde kan det også reknast at denne ressursen er noko imiterbar. Lokaliseringa kan seiast å vera effektivt organisert, då Fjord1 er med på utviklinga som er i ferd med å skje.

Summert vil det ikkje reknast å vera ein ressursbasert fordel knytt til lokaliseringa til Fjord, då dei øvre aktørane i bransjen vil ha den same verdien.

4.3.1.3 Flåte

Ein svært viktig ressurs for Fjord1 er fartøya. Som nemnt i delkapittel 2.1.4 har Fjord1 har uttalt at fram til 2020 skal dei ta i bruk 19 nye ferjer som skal gå på elektrisk kraft. Til samanlikning har Torghatten bestilt fem nye ferjer som skal gå på elektrisk kraft, Boreal skal i løpet av året ta i mot seks nye ferjer, mens Norled ikkje har vunne nokon anbodskontaktar den siste tida og har dermed heller ikkje bestilt fleire nye ferjer. Det er svært viktig for verksemda i bransjen å ha ein flåte som gir minst mogleg utslepp no når miljøkrava vert større. Det er dermed ein stor fordel for Fjord1 at dei skal ta i bruk så mange elektriske ferjer i dei kommande åra.

Fjord1 opererer, som nemnt i delkapittel 2.1.1, hovudsakleg i ferje- og hurtigbåtbransjen. Men som det kjem fram i delkapittel 2.3.1 og 2.3.3 opererer både Boreal og Torghatten i kollektivtransport bransjen, og begge har eit stort fokus på både ferje-, hurtigbåt- og busstransport. Torghatten har dei siste åra kjøpt inn fleire nye bussar etter å ha vunne fleire anbodskontraktar. Også i busstransportbransjen er det eit stort fokus på meir miljøvennlig transport, og alle dei nye bussane til Torghatten gir lite utslepp. Boreal har også investert i nye miljøvennlege bussar dei siste åra. I 2015 sette Boreal i drift dei to første heilelektriske bussane i Noreg. I 2018 skal Boreal sette 5 nye heilelektriske bussar i drift. Dette vil kunne gi Boreal og Torghatten ein ressursfordel som ikkje Fjord1 vil kunne oppnå.

Flåten til Fjord1 er svært verdifull for verksemda då dei er avhengig av flåten sin for å kunne drifte sambanda sine. Fjord1 ligg litt framføre konkurrentane når det gjeld investering i nye miljøvennlege ferjer, og flåten til Fjord1 vil dermed bli endå verdifull når dei nye fartøya vert tatt i bruk. Det er ein stor fordel for Boreal og Torghatten at dei oppgraderer både ferje- og bussflåten sin, og totalt sett får ein større og meir verdifull flåte. Flåten til Fjord1, som berre består av ferjer og hurtigbåtar, er dermed ikkje sjeldan, eller vanskeleg å kopiere. Det er også rimeleg å anta at organiseringa av flåten til Fjord1 ikkje er organisert på ein effektiv måte. Ferjer som i utgangspunktet var tiltenkt tungt belasta samband kan no måtta gå i mindre inntektsbringande samband, som vil medføra at Fjord1 ikkje får like stor avkastning på desse som venta.

Flåten til Fjord1 utgjer dermed ei konkurransemessig ulempe slik den er i dag.

4.3.1.4 Konsesjonar

Som tidlegare nemnt i delkapittel 2.2.1 vert alle hurtigbåt- og ferjesamband lagt ut på anbod. Det å vinne anbodskontrakar og dermed få konsesjon til å drifte eit samband er ein viktig ressurs for Fjord1, då mesteparten av driftsinntektene kjem frå støtte av staten for å drifte eit samband. Fjord1 drifter i dag 34 ferjesamband i seks fylker. Dette er litt over bransjegjennomsnittet der Torghatten, Norled og Boreal driftar høvesvis 28, 30 og 13 ferjesamband.

Totalt sett er det ein fordel for Fjord1 at dei i dag driftar flest samband. Dei opparbeida seg erfaringar for korleis det er å drifte mange av sambanda i Noreg. Ei stor ulempe for Fjord1 er derimot at dei berre er med i anbodskonkurransar i ferje- og hurtigbåtbransjen, og har dermed eit mindre utval av konkurransar dei kan delta i.

Som nemnt i førige avsnitt opererer Boreal og Torghatten også i busstransport bransjen. Også i denne bransjen vert det lagt ut anbod på alle bussruter annan eit område, og det vert konkurrert på blant anna pris, miljø, kapasitet og avgangar. Både Torghatten og Boreal har vunne fleire anbodskontraktar på bussruter dei siste åra. Det er dermed ein stor fordel for desse verksemndene at dei kan konkurrere på anbodskontraktar i to ulike bransjar.

Ein konsesjon er svært verdifullt for eit ferjeselskap, då ein har sikra seg å drifte eit samband i ein gitt tidsperiode. Når kontraktida på konsesjonar går ut kan alle, så lenge ein møter dei gitte kriteria i kontrakten, konkurrere om å få drifte sambandet vidare. Ressursen kan derfor ikkje reknast som vanskeleg å kopiere. Ressursen er heller ikkje sjeldan sidan alle ferje- og hurtigbåtselskap i dag har fleire konsesjonar. Fjord1 er det ferjeselskapet som har flest anbodskontraktar på ferje- og hurtigbåtsamband, og ressursen vert vurdert som effektivt organisert.

4.3.2 Oppsummering av intern ressursorientert analyse

På bakgrunn av den gjennomførte internanalysen vil ein kunne vurdera om Fjord1 har ein ressursorientert strategisk fordel, altså eit konkurransefortrinn. Dette er framstilt i tabell 4-3:

Ressurs	Verdiful	Sjeldan	Vanskeleg å kopiere	Effektivt organisert	Konkurransemessig verdi
Merkenamn og omdøme	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurransemessig paritet
Lokalisering	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Flåte	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurransemessig ulempe
Konsesjonar	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-3 - Oppsummering av intern ressursorientert analyse av Fjord1

Fjord1 har fleire verdifulle ressursar, men dei fleste ressursane utgjer ein konkurranseparitet. Merkenamn og omdøme er verdifullt og vanskeleg å kopiere, men konkurrentane vil ha same fordel i sine merkenamn og omdøme. At Fjord1 hovudsakleg er lokalisert på vestlandet er verdifullt, men ikkje noko utprega fordel ovanfor konkurrentane, då dei og har sine sterke lokaliseringar. Til dømes er Boreal hovudsakleg lokalisert i Nord-Noreg. Fjord1 har lenge vert verdsleiande på naturgassferjer, og har no og fått fokus på nullutsleppsferjer. Selskapet har uttalt at dei innan 2020 skal ta i bruk 19 nye elektriske ferjer. Konkurrerande verksemder har også bestilt fleire nye nullutsleppsferjer, i tillegg til meir miljøvennlege bussar, og har dermed ein sterkare flåte enn Fjord1 totalt sett. For at flåten til Fjord1 skal kunne bli ein ressursfordel er det nødvendig at dei vert effektivt organisert og kan nytta sitt potensiale. Flåten til Fjord1 utgjer dermed ei konkurransemessig ulempe no, men som dei kan snu til ein stor fordel i åra som kjem. Konsesjonar er ein svært verdifull ressurs, og viss ein ser på ein enkelt kontrakt, som til dømes Mortavika-Arvågen er den verdiful, sjeldan og vanskeleg å kopiere, heilt til kontrakttida går ut. Ser ein derimot på konsesjonar i sin heilheit er det noko alle konkurrerande verksemder har og på sikt kan konkurrerande verksemder ta over kontrakten. Anbodskontraktar vil dermed vera i konkurranseparitet med bransjen.

Ut i frå VRIO-analysen vil Fjord1 sine interne ressursar gi grunnlag for ei lita konkurransemessig ulempe dei siste åra. Det vil sei at Fjord1 ligg litt under bransjenivået, og det er venta at Fjord1 sin netto driftsrentabilitet er mindre enn bransjen.

4.4 Oppsummering av strategisk analyse

Med utgangspunkt i den strategiske analysen i form av den eksterne bransjeorienterte analysen og den interne ressursbaserte analysen kan ein oppsummera om det ligg ein bransjefordel i bransjen og om Fjord1 har ein intern ressursfordel. Oppsummeringa vil starta med ei vurdering av strategisk fordel, deretter vil den strategiske risikoen presenterast i form av ein SWOT-analyse, før det til slutt blir gjort ein kort vekstanalyse av moglegheitene i framtida.

4.4.1 Strategisk fordel

Den strategiske fordelen vil vera eit resultat av ein eventuell bransjefordel og ein eventuell intern ressursfordel. Med utgangspunkt i den strategiske analysen gjennomført er det knytt ein bransjefordel til bransjen Fjord1 opererer i, og ei intern ressursulempe til deira ressursar.

Historisk sett har bransjen hatt ein bransjefordel, ettersom det har vert vanskeleg for nye konkurrentar å komma inn som følgje av høge etableringsbarrierar og det har vert låg makt hos leverandørar og substituttar. Bransjen er i stor grad styrt av politiske forhold og vedtak gjennom tildeling av konsesjon til å drifta samband og vedtak om bygging av nye tunnelar og bruer, samt kontrollering av billettprisar. Det som har bidrige til god bransjelønnsemrd er økonomiske forhold, som låge renter, og sosiokulturelle forhold, som befolkningsvekst og auke i tal på reisande. På kort sikt er det forventa at denne bransjefordelen vil auke. Dette fordi det er venta auka tal på reisande, og det er eit konsesjonssystem som gjer det vanskeleg for nye aktørar å etablera seg i bransjen. Dette vil føre til at konkurransen ikkje vert spissa, samtidig som det vert fleire som nyttar seg av tenestane. På lang sikt er det så forventa at denne bransjefordelen vert redusert tilbake til eit moderat nivå. Det er venta at fleire vegprosjekt vil bli sett i gong der ferjesamband vert erstatta av bruer og tunellar. Dette vil medføre auka trussel frå substituttar og såleis færre konsesjonar å konkurrera om. Dette vil kunne auka den interne rivaliseringa i bransjen.

Ressursane til Fjord1 gir ikkje nokon fordel sett relativt til dei øvre selskapa i bransjen. Merkenamnet til Fjord1 gir ein klar verdi, men ettersom bransjen i hovudsak består av fire store aktørar vil bransjegjennomsnittet også ha den same verdien og det gir ingen fordel. Det same vil gjelde for lokalisering, der selskapa den siste tida har begynt å by på tvers av sine kjerneområde. Heller ikkje flåten til Fjord1, eller konsesjonane dei har er rekna å gi dei eit fortinn samanlikna med bransjen. Flåten til Fjord1 vil gi ei intern ulempe, og har ein

konkurransemessig verdi som er lågare enn bransjen. Det er forventa at Fjord1 vil utvikle ein ressursfordel på kort sikt, med bakgrunn i dei nye ferjene som vert tatt i bruk og dei nye anbodskontraktane som vil tre i kraft. På lang sikt er det venta at ressursfordelen vil verta noko redusert og nærme seg null, då det er svært vanskeleg å oppretthalde ein varig ressursfordel.

Med bakgrunn i dette kan me oppsummera den strategiske fordelen som vist i tabell 4-3:

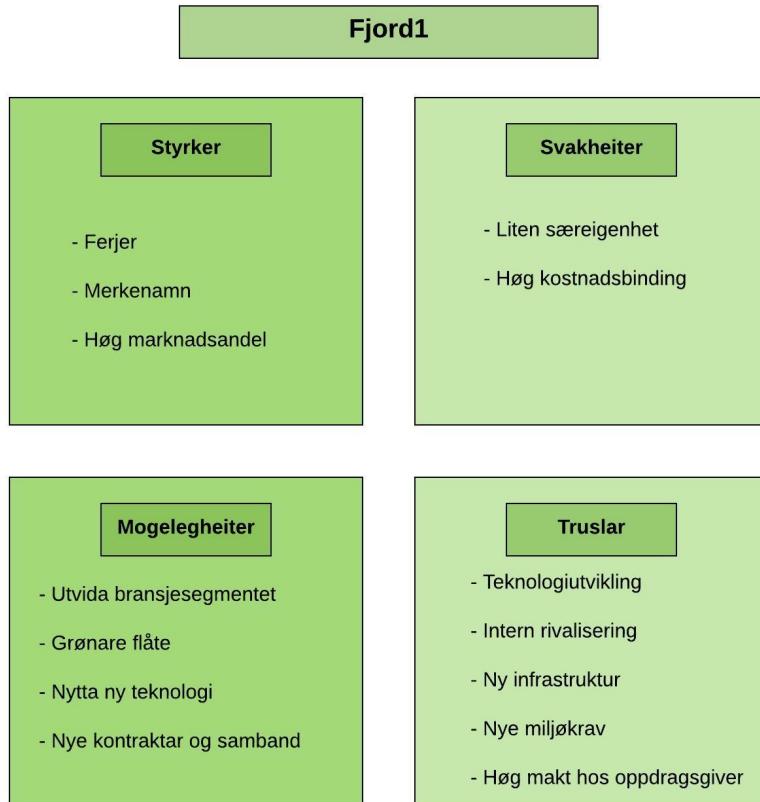
	Historisk	Framover	
		Kort sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Moderat	Høg	Moderat
+ Ressursfordel	Ulempe	Moderat til høg	≈ 0
= Strategisk fordel (rein driftsfordel)	≈ 0	Svært høg	Moderat

Tabell 4-4 - Summert strategisk fordel

Funna som er komne fram i den strategiske analysen vil vidare oppsummerast i ein SWOT-analyse i neste delkapittel.

4.4.2 SWOT-analyse

Det er no gjennomført ein analyse av dei eksterne bransjeorienterte forholda og ein analyse av dei interne ressursbaserte forholda. Resultata frå desse to analysane kan oppsummerast i ein SWOT-analyse (Besanko, et al., 2013). Denne analysen vil oppsummera dei interne og eksterne forholda som vil påverka konkurranseevna til Fjord1. SWOT-analysen presenterer styrker og svakheiter som kjem fram i den interne ressorsorientere analysen, og moglegheiter og truslar som kjem fram i den eksterne bransjeorienterte analysen (Johnson, et al., 2014). I figur 4-3 vert Fjord1 sine styrker og svakheiter framstilt. Desse er knytt til Fjord1 sine ressursar, og dei moglegheitene og truslane dette gir i bransjen. Dette vil gjøre det klarare for Fjord1 kva for ressursar dei kan bruke til å utnytta dei moglegheitene som ligg i bransjen, samt å utfordra truslane dei står ovanføre. Analysen av svake sider og truslar hos Fjord1 vil vidare nyttast ved vurdering av den syntetiske ratinga i kapittel 6.3.



Figur 4-3 – SWOT-analyse

4.4.3 Strategisk vekstanalyse

Den strategiske fordelen til Fjord1 har historisk vert tilnærma lik null, det er derimot forventa at denne vil verte positiv på horisonten. Det vil dermed vera nyttig å sjå om det eksisterer nokre vekstmoglegheiter for bransjen og for Fjord1. I det følgjande vil det gjerast ei kort analyse av dei vekstmoglegheitene Fjord1 og bransjen kan ha framover og mot horisonten.

Eit forhold som truar bransjen er bygging av tunellar og bruer som erstattar behovet for ferje- og hurtigbåt som transportmiddel. Ei stadig reduksjon i tal samband å konkurrera om gjer at konkurransen spissar seg. Dette medfører også at det er vanskeleg for Fjord1 å vekse i volum direkte i den bransjen dei held seg innan i dag. Det er ein bransje som har stagnert og som mot horisonten er forventa å bli redusert i volum som følge av redusert etterspurnad. Dette vil likevel vera på veldig lang sikt. På kortare sikt er det venta auka tal på reisande, som kan medføra vekst i form av samband som krev høgare kapasitet.

Inntektene i bransjen er ein kombinasjon av kompensasjon frå oppdragsgjevar og billettinntekter frå dei reisande. Billettporisane er i tillegg fastsett under regulering av offentlege

myndigheter. Dette inneber at ein prisvekst kan verta vanskeleg å gjennomføre, ettersom konkuransen er forventa å bli større og prisane er under regulering.

I dette kapittelet er det ein stramt definert bransje som er analysert; ferje- og hurtigbåtbransjen i Noreg. Denne er venta å ha låg vekst på horisonten, noko som inneber at Fjord1 også moglegvis bør kartlegga om dei bør utvida sin bransjedefinisjon og gå inn i nye marknadar. Spørsmålet er då kva marknadar som kan vera aktuelle for at dei kan utvida og skapa vekst i selskapet og drifta. Ein moglegheit er å sjå om det er aktuelt å bevega seg inn på den internasjonale marknaden for drift av ferje- og hurtigbåt. Dette kan vera i form av å drifta større ferjeruter som går frå Noreg til andre land, eller det kan vera å drifta nasjonale ruter i andre land.

Ein anna moglegheit er å sjå mot nye nasjonale marknadar. Dette kan vera å sjå på moglegheitene for å driva med annan type reiseverksemd. Eit alternativ kan vera å sjå mot cruiseturismen og mogleheter for å byggja vidare på denne delen av verksemda. Eit anna alternativ kan vera å sjå på andre former for transport, som til dømes bussverksemd. Ettersom dei er eit allereie etablert selskap og har stor kapital vil det kunne vera mogleg å gå inn i nye delar av transportbransjen til tross for at det her kan vera stordriftsfordelar og andre etableringshindringar.

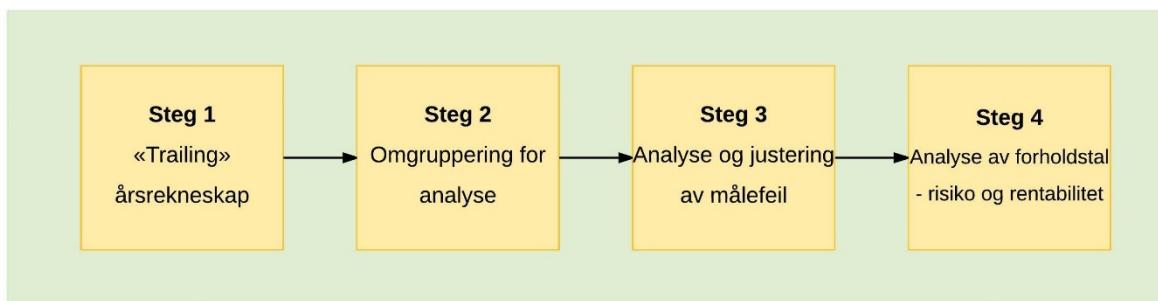
Dette vil vera ei strategisk vurdering Fjord1 internt må gjera for å sjå kvar dei har dei største vekstmogleheitene utover den bransjen dei i dag har si hovudverksemd i.

5 Rekneskapsanalyse

I dette kapittelet skal det gjennomførast ein rekneskapsanalyse av Fjord1. Formålet med å gjennomføre denne analysen er få innsikt i dei underliggjande økonomiske forholda i Fjord1 som kan sei oss noko om selskapet sin verdi. Analysen vil kunne gi eit inntrykk av Fjord1 sin økonomiske historie, i tillegg til verksemda sin noverande og framtidige finansielle situasjon gjennom resultat oppnådd, kva for eigedelar som er investert i, eksisterande forpliktingar og historisk utvikling i kontantstraumar (Kaldestad & Møller, 2011). Informasjonen frå både rekneskapsanalysen og den strategiske analysen vert nytta når det seinare skal utarbeidast framtidsrekneskap og vidare anslåast ein verdi på Fjord1 sin eigenkapital.

5.1 Rammeverk

Rekneskapsanalysen vil utarbeidast med utgangspunkt i eit investororientert syn, då det er ønskjeleg å få innsikt i korleis innteninga til verksemda er samanlikna med avkastingskravet, altså superrentabiliteten (Kaldestad & Møller, 2011). I motsetning til ein kreditororientert analyse som har fokus på om kreditor får tilbake pengane sine. Analysen følg Knivsflå (2017, 3) sitt rammeverk for rekneskapsanalyse, som består av fire steg framstilt i figur 5-1:



Figur 5-1 – Rammeverk for rekneskapsanalyse

Det første steget i analysen er å innhente offentleg tilgjengeleg informasjon frå Fjord1 sitt års- og kvartalsrekneskap og utarbeide eit «trailing» årsrekneskap. Dette vil seie at ein utarbeidar ein prognose for tal for inneverande rekneskapsår, med utgangspunkt i kvartals- eller heilårsrapportar. Det neste steget i analysen er omgruppering av rekneskapstala, for å gjera dei klar til å gjennomføra ein investororientert analyse. I det tredje steget vert potensielle målefeil analysert og det vert justert for eventuelle vesentlege målefeil. Det fjerde og siste steget består

av ein forholdstalsanalyse av både risiko og rentabilitet i Fjord1. Dette vert utført i dei neste kapitla, kapittel 6 og 7.

5.2 Praktiske val

I dette delkapittelet vil praktiske val for rekneskapsanalysen presenterast. Val av analysenivå vil presenterast i delkapittel 5.2.1, vidare vert val av analyseperiode spesifisert i delkapittel 5.2.2 og val av komparative verksemder presentert i delkapittel 5.2.3.

5.2.1 Val av analysenivå

Ei verksemnd kan analyserast på fleire nivå, ein kan analysera verksemda som heilheit altså samla, eller delt. Dersom ei verksemnd har fleire ulike forretningsområde bør desse som utgangspunkt analyserast for seg sjølv, og ein bør med det dele opp verksemda (Kaldestad & Møller, 2011). Problemet med å nytte dette nivået er at det ofte er svært avgrensa rekneskapsinformasjon om kvart enkelt forretningsområde, noko som gjer det vanskeleg å gjennomføra ein slik analyse. Fjord1 sitt hovudforretningsområde er å eige og drifta ferjer og hurtigbåtar, men som nemnt i delkapittel 2.1 driv dei også aktivitetar innanfor forretningsområder som catering, reisebyrå, eigedomsforvaltning og verkstaddirft. I årsrekneskapen er det lite informasjon om kvart enkelt forretningsområde, noko som gjer det vanskeleg å splitta dei frå kvarandre. Dei ulike aktivitetane vil også i stor grad inngå i same bransje, og kan gi positive synergieffektar til kvarandre. Dei ulike forretningsområda i Fjord1 vert av den grunn analysert samla som ein heilheit.

Ettersom Fjord1 vert analysert som ei samla verksemnd er det vidare nødvendig å ta stilling til om det skal nyttast selskapet sitt konsernrekneskap eller morselskapet sitt selskapsrekneskap til analysen. Selskapsrekneskapen til mor viser investeringar i datterselskap som ein post i resultatrekneskapen og ein post i balansen. I konsernrekneskapet vert rekneskapen framstilt som om mor og dotter var eit selskap. Konsernrekneskapet vil med det gi meir og betre informasjon om den samla verksemnda (Kaldestad & Møller, 2011). Ettersom det er den samla verksemnda til Fjord1 som skal analyserast, vil konsernrekneskapet nyttast i gjennomføringa av rekneskapsanalysen.

5.2.2 Val av analyseperiode

Val av analyseperiode vil sei kor langt bakover i tid analysen skal gå. Valet avheng av stabiliteten til selskapet over tid og om bransjen er syklistisk, samt kva for data som er tilgjengelig (Petersen, et al., 2017). Viss verksemda ikkje har endra seg noko særleg over tid bør ein velja ein lang analyseperiode. Har verksemda derimot endra seg mykje over tid bør ein velja ein relativt kort horisont, ettersom dei eldre rekneskapstala då ikkje vil vera representative for selskapet slik det er i dag (Kaldestad & Møller, 2011). Dette kan til dømes vera endring i form av oppkjøp av nye forretningsområde. Ein må i tillegg vektlegga bransjen selskapet opererer i. Verksemder som opererer i syklike bransjar bør ha ein lang analyseperiode slik at analysen representerer normalen, og ikkje selskapet i ein oppgangskonjunktur eller nedgangskonjunktur.

Ferje- og hurtigbåtbransjen er ikkje syklistisk og ein treng difor ikkje ta omsyn til konjunktursvingingar. Fjord1 har dei siste åra fått fleire anbodskontraktar og bygger i dag mange nye ferjer som følgje av det grøne skifte. Dei driv som nemnt verksemd innanfor fleire forretningsområde. Dei siste åra har dei satsa meir på å utvikla seg innanfor dei forretningsområda dei allereie opererer i, og ikkje satsa innanfor nye område. Likevel har det vert store endringar i eigarforholdet til Fjord1 dei siste åra, og berre i år har Havilafjord gått frå å eige 67 prosent av aksjane til å eige 100 prosent, for så å seinare selje 49,5 prosent av aksjane. I tillegg har Fjord1 i år blitt børsnotert. På bakgrunn av dette vel me å gå for ein mellomlang analyseperiode på fem år, frå 2012 til 2016. Denne analyseperioden vil også gjelda for dei komparative verksemndene.

5.2.3 Val av komparative verksemder

For å få kunnskap om eit selskap sine resultat er gode er det nødvendig å ha ein målestokk. Målestokken vil bestå av eit utval verksemder som liknar på Fjord1, og desse verksemndene vil saman med Fjord1 danne bransjegjennomsnittet. Ettersom ein bør samanlikna forholdstal mot bransjegjennomsnittet i ein strategisk rekneskapsanalyse vil også Fjord1 takast med i samanlikningsgrunnlaget (Knivsflå, 2017, 3). I delkapittel 2.2 vart bransjen Fjord1 opererer i presentert, og i delkapittel 2.3 vart dei tre verksemndene som var mest samanliknbare med Fjord1 presentert. Selskapa som inngår i bransjegjennomsnittet er Norled, Torghatten, Boreal og Fjord1.

5.3 Presentasjon av rapporterte tal og "trailing"

I dette punktet vert den rapporterte resultatrekneskapen, balansen og endring i eigenkapitalen til Fjord1 presentert. Rekneskapstala er henta frå siste tilgjengelege årsrapportar frå 2012 til 2016 (Brønnøysundregisteret, 2017). Det er desse tala som legg grunnlag for den vidare analysen. Denne oppgåva vert skriven på hausthalvåret i 2017, same halvår som Fjord1 vart børsnotert, og Fjord1 sitt delårsrekneskap for 2017 er dermed tilgjengeleg. Alle dei komparative verksemndene til Fjord1 er likevel ikkje plikta til å utarbeide kvartalsrekneskap, og det er difor ikkje like oppdatert informasjon om deira finansielle stilling. Det er gjennomført eit «trailing» årsrekneskap for Fjord1, men med grunnlag i at siste tilgjengelege tal for dei komparative verksemndene er frå 2016 vil det vera eit usikkert estimat å traila deira årsrekneskap. Det traila årsrekneskapet for 2017T vert difor ikkje nytta i analysen, men vil inngå i framtidsrekneskapen. Det første året i framtidens rekneskapen vil dermed bli 2017, mens analyseperioden vil vera frå 2012 til 2016. I tabell 5-1 er Fjord1 sin resultatrekneskap presentert, i 5-2 og 5-3 er deira egedelar, eigenkapital og gjeld presentert og til slutt er endring i eigenkapitalen framstilt i tabell 5-4:

RESULTATREKNESKAP	2012	2013	2014	2015	2016
Salgsinntekter	1 450 282	1 443 446	1 453 523	1 338 803	1 233 609
Kontraktsinntekter rutedrift	799 537	847 834	856 055	855 106	1 104 752
Andre driftsinntekter	137 285	64 463	39 835	48 570	57 691
Sum driftsinntekter	2 387 104	2 355 743	2 349 413	2 242 479	2 396 052
Varekostnad	86 917	84 686	86 884	70 725	72 545
Lønn og sosiale kostnader	1 006 593	977 424	930 499	863 375	850 391
Avskrivningar	230 783	227 064	214 989	207 325	214 105
Nedskrivning av varige driftsmidlar og immaterielle egedelar	38 808	30 344	21 400	-11 048	-55 185
Andre driftskostnader	983 504	884 118	875 990	829 473	792 832
Sum driftskostnader	2 346 605	2 203 636	2 129 762	1 959 850	1 874 688
Driftsresultat	40 499	152 107	219 651	282 629	521 364
Inntekt på investering i datterselskap og tilknytte selskap	667	16 696	35 132	37 735	82 043
Nedskrivning på finansielle anleggsmiddel	-2 856	-1 374	-2 102	0	0
Anna renteinntekt	6 032	6 277	5 236	4 734	5 692
Anna finansinntekt	5 471	7 534	3 777	9 402	6 851
Anna rentekostnad	144 817	155 751	149 039	121 685	104 851
Anna finanskostnad	4 227	1 506	1 290	1 228	1 268
Netto finansposter	-139 730	-128 124	-108 286	-71 042	-11 533
Ordinært resultat før skatt	-99 231	23 983	111 365	211 587	509 831
Skattekostnad	-42 072	-3 553	16 272	29 656	126 155
Resultat etter skatt	-57 159	27 536	95 093	181 931	383 676
Årsresultat	-57 159	27 536	95 093	181 931	383 676
Minoriteten sin del	830	599	-1 782	126	150
Årsresultat etter minoriteten sin del	-57 989	26 937	96 875	181 805	383 526

Tabell 5-1 - Resultatrekneskap Fjord1 2012-2016

BALANSE EIGEDELAR	2012	2013	2014	2015	2016
Utsett skattefordel	4 367	3 002	266	279	2 015
Sum immaterielle egedeler	4 367	3 002	266	279	2 015
Tomter, bygninger og anna fast egedom	111 398	97 315	91 513	86 460	81 977
Transportmiddel	1 655	1 215	423	65	453
Skip, riggar, fly og liknande	3 739 882	3 835 975	3 613 956	3 459 829	3 526 068
Driftslausøyre, inventar, verktøy, kontomaskinar ol.	19 660	20 169	23 385	22 277	19 601
Sum varige driftsmidler	3 872 595	3 954 674	3 729 277	3 568 631	3 628 099
Investeringar i tilknytt selskap	923	200 655	221 932	280 698	340 737
Lån til tilknytt selskap og felles kontrollert verksemd	479	0	0	0	0
Investeringar i aksjar og partar	6 462	5 266	3 222	3 322	3 522
Obligasjonar og andre fordringar	8 336	4 493	5 653	5 095	4 761
Pensjonsmidlar	0	0	3 457	0	688
Sum finansielle anleggsmidlar	16 200	210 414	234 264	289 115	349 708
Sum anleggsmidlar	3 893 162	4 168 090	3 963 807	3 858 025	3 979 822
Varer	18 396	19 016	19 511	13 049	14 690
Sum varer	18 396	19 016	19 511	13 049	14 690
Kundefordringar	89 022	84 945	88 397	71 705	78 660
Andre kortsiktige fordringar	161 621	74 130	12 168	100 853	113 592
Sum fordringar	250 643	159 075	100 565	172 558	192 252
Markandsbaserte aksjar	19 088	15 105	0	0	0
Sum investeringar	19 088	15 105	0	0	0
Bankinnskot, kontantar og liknande	170 082	244 662	334 244	358 516	553 993
Sum bankinnskot, kontantar og liknande	170 082	244 662	334 244	358 516	553 993
Sum omløpsmidlar	458 209	437 858	454 320	544 123	760 935
SUM EIGEDELAR	4 351 371	4 605 948	4 418 127	4 402 148	4 740 757

Tabell 5-2 - Balanseoppstilling av egedeler Fjord1 2012-2016

BALANSE EIGENKAPITAL OG GJELD	2012	2013	2014	2015	2016
Selskapskapital	250 000	250 000	250 000	250 000	250 000
Overkursfond	360 924	360 924	360 924	360 924	360 924
Sum innskoten eigenkapital	610 924	610 924	610 924	610 924	610 924
Anna eigenkapital	491 226	517 608	561 228	692 624	827 288
Sum opptent eigenkapital	491 226	517 608	561 228	692 624	827 288
Sum eigenkapital	1 102 150	1 128 532	1 172 152	1 303 548	1 438 212
Minoritetsinteresser	9 571	8 594	3 629	3 744	3 881
Sum eigenkapital	1 111 721	1 137 126	1 175 781	1 307 292	1 442 093
Pensjonsforpliktingar	51 194	20 846	13 906	1 056	0
Utsett skatt	164 847	188 322	204 223	235 911	359 791
Andre avsetjingar for forpliktingar	52 617	39 900	32 665	26 839	21 698
Sum avsetjing til forpliktingar	268 658	249 068	250 794	263 806	381 489
Gjeld til kreditinstitusjonar	2 310 210	2 539 423	2 308 296	2 078 441	1 955 511
Øvrig langsiktig gjeld	3 347	2 800	0	0	0
Sum anna langsiktig gjeld	2 313 557	2 542 223	2 308 296	2 078 441	1 955 511
Sum langsiktig gjeld	2 582 215	2 791 291	2 559 090	2 342 247	2 337 000
Gjeld til kreditinstitusjonar	0	0	0	0	0
Leverandørgjeld	139 484	122 161	56 483	94 767	110 075
Betalbar skatt	854	399	132	301	2 672
Skyldige offentlege avgifter	72 115	79 067	73 959	93 373	86 670
Utbytte	0	0	50 000	50 000	250 000
Anna kortsiktig gjeld	444 981	475 902	502 684	514 168	512 247
Sum kortsiktig gjeld	657 434	677 529	683 258	752 609	961 664
Sum gjeld	3 239 649	3 468 820	3 242 348	3 094 856	3 298 664
SUM EIGENKAPITAL OG GJELD	4 351 370	4 605 946	4 418 129	4 402 148	4 740 757

Tabell 5-3 - Balanseoppstilling av eigenkapital og gjeld Fjord1 2012-2016

ENDRING I EIGENKAPITAL	2012	2013	2014	2015	2016
Eigenkapital 01.01	1 159 702	1 102 150	1 128 532	1 172 152	1 303 548
+ Fullstendig nettoresultat	-57 552	26 382	96 875	181 396	384 664
- Betalt utbyte	0	0	50 000	50 000	250 000
+ Netto kapitalinnskot	0	0	-3 255	0	0
= Eigenkapital 31.12	1 102 150	1 128 532	1 172 152	1 303 548	1 438 212

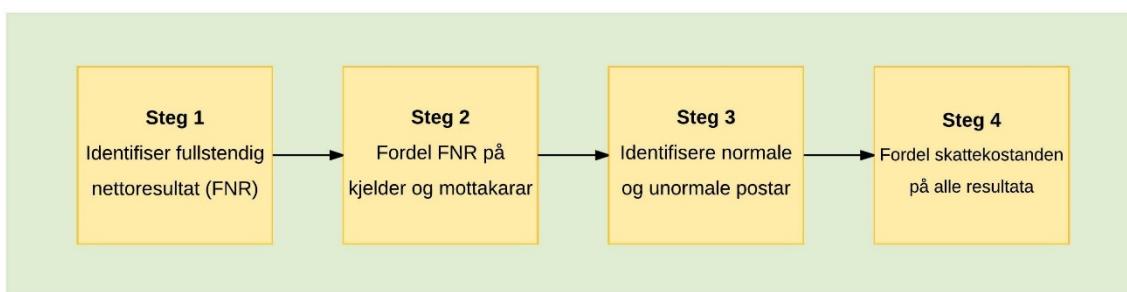
Tabell 5-4 - Endring i eigenkapital Fjord1 2012-2016

5.4 Omgruppering for analyse

Formålet med å omgruppere resultatrekneskapen og balansen er å gjøre rekneskapsinformasjonen meir eigna for rekneskapsanalysen. Oppstillinga i rekneskap som er ført etter IFRS eller NGRS har eit utprega kreditorfokus. Formålet med oppgåva er å komma med ein handlingsstrategi basert på kva verdien av eigenkapitalen til Fjord1 til vert vurdert til, og for å kunne gjennomføre dette er ein avhengig av å omgruppere resultatrekneskapen og balansen til ei oppstilling som er meir investororientert (Petersen, et al., 2017). Etter omgrupperinga er gjennomført vil ein sjå eit klarare skilje mellom drift og finans, og normale og unormale postar.

5.4.1 Omgruppering av resultatrekneskapen

Gjennom ei omgruppering av rekneskapen vert tala klargjort for analysen som skal gjerast i dei påfølgjande kapitla. Omgruppering av resultatrekneskapen består av fira steg, framstilt i figur 5-2 (Knivsflå, 2017, 4):



Figur 5-2 – Rammeverk for omgruppering av resultatrekneskapen

Steg 1: Identifiser fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet til eigenkapitalen er gitt ved formelen (Penman, 2013):

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \text{rapportert årsresultat} + \text{anna fullstendig resultat} + \text{"dirty surplus"}$$

Rapportert årsresultat finn ein i årsrapporten til Fjord1. Her nyttast majoriteten sin del av årsresultatet. Fjord1 har fram til 2016 rapportert etter NRGs. Ved rapportering etter NRGs vil ein ikkje kunne finne anna fullstendig resultat direkte i resultatet, slik ein kan om ein rapporterer etter IFRS. Det vil altså seie at etter NGRS er anna fullstendig resultat lik null. "Dirty surplus" oppstår ved brot på kongruensprinsippet, som vil seie at ein fører inntekter og kostnader direkte mot eigenkapitalen. I nokon tilfelle er det likevel lov å inntekts- og kostnadsføre direkte mot eigenkapitalen. Desse unntaka oppstår til dømes ved korrigering av feil i tidlegare årsrekneskap og endring av rekneskapsprinsipp. Alle unntak frå kongruensprinsippet skal berre gjennomførast når det er i samsvar med god rekneskapsskikk (Regnskapsloven, 1998).

Rekneskapstala til Fjord1 er, som nemnt, rapporterte etter NGRS og det er ikkje identifisert noko anna fullstendig resultat. Endring i eigenkapitalen viser derimot at det eksisterer «dirty surplus». Det er ikkje informert noko om kva denne «dirty surplus»-en inneheld og det er med det gjort ein føresetnad om at denne vert klassifisert som driftsrelatert. Fullstendig nettoresultat til eigenkapital er framstilt i tabell 5-5:

	2012	2013	2014	2015	2016
Årsresultat	-57 989	26 937	96 875	181 805	383 527
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelement	0	0	0	0	0
= Rapportert totalresultat	-57 989	26 937	96 875	181 805	383 527
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	437	-555	0	-409	1 137
+ Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til eigenkapital	-57 552	26 382	96 875	181 396	384 664

Tabell 5-5 - Fullstendig nettoresultat til eigenkapitalen over analyseperioden

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Ved å fordele fullstendig nettoresultat til ulike kapitalar i balansen vil ein kunne finne kjeldene til verdiskapinga i verksemda (Gjesdal & Johansen, 1999). Kjeldene kan delast inn i driftsresultat og finansresultat. Ein må så gjere greie for korleis resultatet vert fordelt på finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til eigenkapital. For ein del postar

kjem det klart fram om posten er drifts- eller finansrelatert, men for nokon postar er ikkje dette like klart. Då må det gjerast ei nærmare vurdering for å kunne fastslå om posten er drifts- eller finansrelatert. I det følgjande vert klassifiseringa av enkelte meir uklare postar presentert.

Nettoresultat frå tilknytte selskap: Resultatet frå dei tilknytte selskapa kjem som regel frå investeringar som er nært knytt til drifta til eigarselskapet og bør difor inngå i driftsresultatet (Gjesdal & Johansen, 1999). Ser ein på Fjord1 sine tilknytte selskap per 31.12.16 ser ein at dei har fem ulike selskap, som alle driv innanføre transport- og reise. Desse selskapa driv med det i same bransje som Fjord1 og vil inngå som ein del av deira verdikjede. Nettoresultatet frå dei tilknytte verksemndene vert difor flytta frå det finansielle resultatet som Fjord1 har rapportert det under, og over til å rapportere det som en del av driftsresultatet.

Diskontinuerleg verksemd: Som diskontinuerleg verksemd reknast verksemd som skal avviklast eller seljast (Knivsflå, 2017, 4). Dette resultatet har dermed ikkje noko med framtidig drift og gjera og bør spesifiserast som ein del av finansresultatet. Det er ikkje rapportert om diskontinuerleg verksemd i Fjord1 sine rekneskap og det vert ikkje føretatt ei omgruppering av dette.

"Dirty surplus": Som nemnt i steg 1 rapporterer Fjord1 endring i eigenkapital i liten detalj. I noten der endring i eigenkapitalen vert representert fins det ein post dei klassifiserer som "anna". I mangel på informasjon antar me at dette utgjer "dirty surplus". Ved vurdering av om dette inngår som ein del av finansresultatet eller ein del av driftsresultatet er det ikkje informasjon i rekneskapen til å klassifisere dette nøyaktig. Det vert difor tatt ein føresetnad om at "dirty surplus" er driftsrelatert.

Andre resultatelement: Andre resultatelement vil seie anna fullstendig resultat som i hovudsak vil oppstå i rekneskapen ved rapportering etter IFRS (Knivsflå, 2017, 4). Dette vil etter IFRS utgjøre posten "other comprehensive income", som inneholder inntekter og kostnadar som ein kan unngå å rapportera i årsresultatet. Ettersom Fjord1 i vår analyseperiode har rapportert etter NGRS i sine årsrekneskap har det ikkje blitt identifisert andre resultatelement i åra 2012 til 2016.

Med utgangspunkt i dette vil det fullstendige nettoresultatet få følgjande fordeling på drift og finans, framstilt i tabellane 5-6 og 5-7:

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	2 387 104	2 355 743	2 349 413	2 242 479	2 396 052
+ Driftskostnader	2 346 605	2 203 636	2 129 762	1 959 850	1 874 688
= Driftsresultat frå eiga verksemnd	40 499	152 107	219 651	282 629	521 364
+ Driftsresultat frå tilknytta verksemnd	667	16 696	35 132	37 735	82 043
+ Driftsresultat frå anna fullstendig resultat	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	437	-555	0	-409	1 137
= Fullstendig driftsresultat før skatt	41 603	168 248	254 783	319 955	604 544

Tabell 5-6 - Fullstendig driftsresultat før skatt over analyseperioden

	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekter	8 647	13 811	6 911	14 136	12 543
- Finanskostnader	149 044	158 631	150 329	122 913	106 119
+ Finansielt resultat frå anna fullstendig resultat	0	0	0	0	0
+ Finansielt relatert "dirty surplus"	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-140 397	-144 820	-143 418	-108 777	-93 576

Tabell 5-7 - Fullstendig finansresultat før skatt over analyseperioden

Steg 3: Identifiser normale og unormale postar

Etter å ha fordelt fullstendig resultat er det relevant for framskrivinga å identifisere normale og unormale postar (Penman, 2013). Normale postar forventar ein kjem tilbake kvart år og har stabil trend, som til dømes driftsinntekter og rentekostnadar. Unormale postar derimot forventar ein berre vil verke inn i ein periode eller eit fåtals periodar, og vil ha ein meir ustabil trend (Petersen, et al., 2017). Døme på unormale postar vil vera nedskriving og valutatap. Desse postane er lite relevante for framtida. Nokon unormale postar vil klart komma fram av resultatrekneskapen, medan andre unormale postar finn ein ved å gå gjennom notane. I det følgjande vil unormale driftsrelaterte postar og unormale finansrelaterte postar identifiserast.

Unormale driftsrelaterte postar

Hos Fjord1 har er det identifisert to unormale driftsrelaterte postar. Dette vil vera nedskriving av driftsrelaterte egedelar og gevinst ved sal av anleggsmidlar. Dette er postar som ikkje er venta å komma tilbake periode etter periode. Nedskriving er ikkje venta å komma tilbake med nokon samanheng frå år til år, og sal av anleggsmidlar vil berre vera ein post i dei åra det faktisk blir gjennomført eit sal. Posten andre driftskostnadar er ein samlepost som består av

rutekostnadar, skipskostnadar og andre driftskostnadar. Desse vert rekna som kostnadar som kjem igjen år etter år og er med det ikkje ein unormal post, men inngår i det normaliserte driftsresultatet.

Det er ikkje identifisert noko unormalt driftsresultat knytt til tilknytte verksemder. Dette betyr ikkje at det ikkje eksister, men at me ikkje har informasjon til å identifisera det. Andre unormale postar som inngår er driftsrelatert anna fullstendig resultat og driftsrelatert "dirty surplus". Det unormale driftsresultatet er presentert i tabell 5-8:

	2012	2013	2014	2015	2016
Gevinst/tap salg av driftsrelaterte egedelar	14 885	19 772	1 938	0	11 224
- Nedskrivning av driftsrelaterte egedelar	38 808	30 344	21 400	-11 048	-55 185
+ Driftsrelatert anna fullstendig resultat	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	437	-555	0	-409	1 137
= Unormalt driftsresultat	-23 486	-11 127	-19 462	10 639	67 546

Tabell 5-8 - Unormalt driftsresultat over analyseperioden

Unormale finansrelaterte postar

Renteinntekter og rentekostnadar vert rekna som normale postar, då dei kjem igjen periode etter periode. Desse vil utgjera den normaliserte delen av finansresultatet. Dette inneber at anna finansinntekt og anna finanskostnad vil utgjera unormale finanspostar. Desse består primært av valutatap- og gevinstar og gevinst eller tap ved sal av aksjar. Dette er postar som ikkje er venta å komma tilbake i same form periode etter periode. Nedskrivning på finansielle anleggsmiddel og verdiendring på marknadsbaserte finansielle egedelar vil også utgjera unormale postar. Det er ikkje identifisert noko resultat frå diskontinuerleg verksemd, finansielt anna resultat eller finansiell "dirty surplus" hos Fjord1 i analyseperioden. Unormalt finansresultat er presentert i tabell 5-9:

	2012	2013	2014	2015	2016
Annan finansinntekt	5 471	7 534	3 777	9 402	6 851
- Nedskrivning finansielle anleggsmidlar	2 856	1 374	2 102	0	0
- Annan finanskostnad	4 227	1 506	1 290	1 228	1 268
+ Resultat frå diskontinuerleg verksemd	0	0	0	0	0
+ Finansielt anna fullstendig resultat	0	0	0	0	0
+ Finansiell "dirty surplus"	0	0	0	0	0
= Unormalt finansresultat	-1 612	4 654	385	8 174	5 583

Tabell 5-9 - Unormalt finansresultat over analyseperioden

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Det siste steget er å fordele skattekostnaden til dei ulike kapitalane (Knivsflå, 2017, 4). Selskapsskattesatsen har dei siste åra gått frå 28 prosent til 24 prosent, og skal ifølgje skatteforliket reduserast til 23 prosent i 2018 (Revisorforeningen, 2016). Utgangspunktet for berekning av skattekostanden er selskapsskattesatsen. Ettersom denne har blitt redusert over analyseperioden vil det takast omsyn til dette i fordeling av skattekostnaden år for år. Tabell 5-10 viser ei oversikt over selskapsskattesatsen og finansskattesatsen over analyseperioden:

Skattesatsar	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Selskapsskattesats (sss)	28,0 %	28,0 %	27,0 %	27,0 %	25,0 %	27,0 %
Finansinntektsskattesats (fiss)	18,7 %	18,7 %	18,0 %	18,0 %	16,7 %	18,0 %

Tabell 5-10 - Årleg selskaps- og finansinntektsskattesats over analyseperioden

Skatt på finansresultat

Ved berekning av skatt på finansresultatet vert finansresultatet delt inn i to deler; normalt netto finansresultat og unormalt netto finansresultat (Knivsflå, 2017, 4). Dette fordi dei to postane vil kunne ha ulik effektiv skattesats og skatten må fordelast på dei ulike resultata på ein forholdsmessig måte.

Utgangspunktet for beskatninga er, som nemnt over, selskapsskattesatsen. Denne skattesatsen vert nytta for berekning av skatt på dei normale finanskostnadane. Skatten på dei normale finansinntektene er normalt noko lågare ettersom utbyte og gevinst på aksjar ikkje vert skattlagd på selskapsnivå som følge av fritaksmetoden (Knivsflå, 2017, 4). Her vil det dermed nyttast ein lågare skattesats og det vert valt å bruke 2/3 av selskapsskattesatsen. Oversikt over finansinntektsskattesatsen er presentert i tabell 5-10 over. Finansinntektsskattesatsen vert også nytta for berekning av skatten på det unormale finansresultatet.

Den gjennomsnittlege finansinntektsskattesatsen til Fjord1 over analyseperioden er 18,0 prosent. Denne satsen vil nyttast vidare i analysen for å berekna skatt på finansinntektene og det unormale finansresultatet.

Skatt på driftsresultat

Ved berekning av skatt på driftsresultatet utarbeidast det ein driftsskattesats. Denne kan også i realiteten vera lågare enn selskapsskattesatsen. Årsaker til dette kan vera særskatt, permanente forskjellar og skattar i utlandet. Driftsskattesatsen (dss) kan bereknast slik:

$$dss = \frac{NSK - fiss \cdot FI - ufrss \cdot UFR + fkss \cdot FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Normal skattekostnad *NSK* vil bestå av den rapporterte skattekostnaden, fråtrukken eventuell unormal skattekostnad. Finansinntektene *FI* vert multiplisert med finansinntektsskattesatsen *fiss*, det unormale finansresultatet *UFR* vert multiplisert med unormal finansresultatsskatt *ufrss* og finanskostnadane multiplisert med finanskostnadsskattesatsen *fkss*. Dette vert så delt på det totale driftsresultatet, som består av normalt driftsresultat *DR* og unormalt driftsresultat *UDR*. Den effektive driftsskattesatsen til Fjord1 er framstilt i tabell 5-11:

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt	Median
Driftsrelatert skattekostnad	-2 348	38 017	55 501	60 188	150 489		
/ Driftsresultat	40 499	152 107	219 651	282 629	521 365		
= Årlig driftsskattesats (dss)	-5,80 %	24,99 %	25,27 %	21,30 %	28,86 %	18,92 %	24,99 %

Tabell 5-11 - Årlig driftsskattesats over analyseperioden

Driftsskattesatsen legg grunnlaget for berekning av normalisert driftsskattesats (*ndss*) og vert splitta opp i ein normal og ein unormal driftsskattesats. Den normaliserte skattesatsen vert berekna som anten medianen- eller gjennomsnittet av driftsskattesatsen over analyseperioden. Her vert medianen på 24,99 prosent nytta til vidare berekningar. Unormal skattesats vil så vera avviket mellom den årlege skattesatsen og den normaliserte skattesatsen. I tabell 5-12 vert den normaliserte og den unormale skattesatsen presentert:

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsskattesats (dss)	-5,80 %	24,99 %	25,27 %	21,30 %	28,86 %
- Normalisert driftsskattesats (ndss)	24,99 %	24,99 %	24,99 %	24,99 %	24,99 %
= Unormal driftsskattesats	-30,79 %	0,00 %	0,27 %	-3,70 %	3,87 %

Tabell 5-12 - Normalisert- og unormal driftsskattesats over analyseperioden

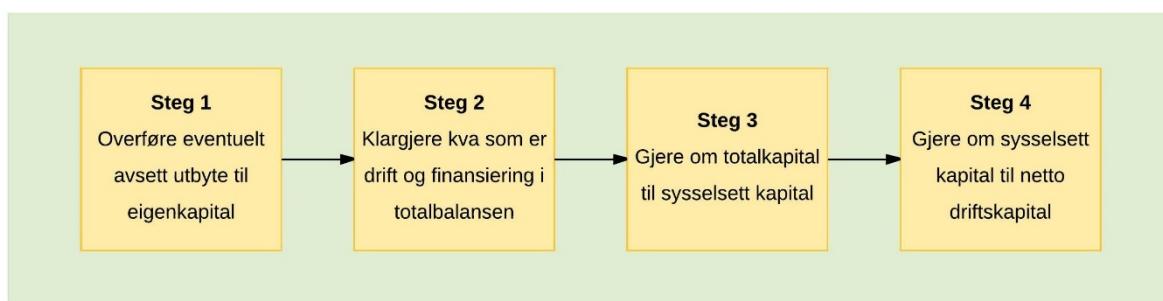
Med desse skattesatsane som utgangspunkt vil den fordelte skattekostnaden til Fjord1 over analyseperioden bli som det framkjem av tabell 5-13.

	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsskattekostnad	16 101	40 659	59 763	67 878	113 709
+ Skatt på normal finansinntekt	1 126	1 172	942	852	949
- Skatt på normale finanskostnadar	40 549	43 610	40 241	32 855	26 213
+ Skatt på unormalt driftsresultat	1 387	-2 642	-4 918	2 353	19 169
+ Unormal skatt på normal drift	-19 837	0	656	-10 043	17 611
+ Skatt på unormalt finansresultat	-301	869	69	1 471	931
+ Unormal skatt	0	0	0	0	0
= Rapportert skattekostnad	-42 072	-3 553	16 272	29 656	126 155

Tabell 5-13 - Fordeling av skattekostnad over analyseperioden

5.4.2 Omgruppering av balansen

Ei omgruppering av balansen vert gjennomført for å gjere det enklare å sjå kva for område i verksemda inntektene vert genererte (Petersen, et al., 2017). Balansen slik den er ført i finansrekneskapen er kreditororientert, med fokus på likviditeten til egedelane og forfallstida på lånet. I ei investororientert verdivurdering er det derimot meir interessant å skilje mellom operasjonelle og finansielle egedelar (Kaldestad & Møller, 2011). Omgruppering av balansen består ifølge Knivsflå (2017, 5) av fira steg framstilt i figur 5-3:



Figur 5-3 – Rammeverk for omgruppering av balansen

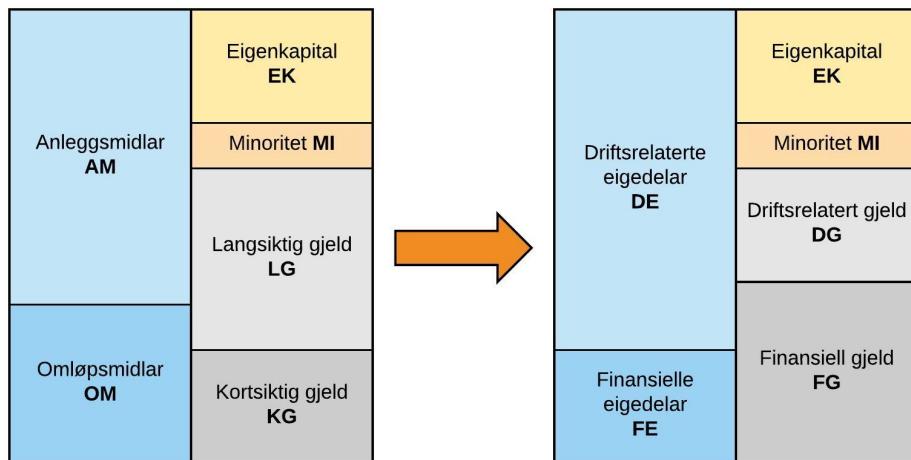
Steg 1: Eventuelt avsett utbyte vert sett opp som eigenkapital og ikkje kortsiktig gjeld

I ein investororientert analyse har ein eit eigarsyn på verksemda. Det inneberer at eventuelt avsett utbyte ikkje vert sett på som kortsiktig gjeld, men eigenkapital som snart skal betalast tilbake til eigarane. Etter IFRS vert avsett utbyte klassifisert som eigenkapital, men etter NGRS

vert det klassifisert som kortsiktig gjeld. Fjord1 har rapportert etter NGRS fram til dei vart børsnotert i 2017. Eventuelt avsett utbyte vil difor omgrupperast frå kortsiktig gjeld til eigenkapital for rekneskapsåra i analyseperioden.

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

For vår investororienterte analyse er det viktig å ha eit klart skilje mellom drift og finans, både i balansen og i resultatrekneskapen (Petersen, et al., 2017). Finansrekneskapet, som er investororientert, deler til dømes gjeld inn i kortsiktig og langsiktig, medan det her er ønskjeleg å dele det inn i driftsrelatert og finansrelatert. Det er viktig at det er konsistens mellom klassifiseringa av balansepostar og tilhøyrande resultatpostar. Det vil seie at dei resultatstørrelsane som er representert som driftsrelatert høyrer til ein eigedel som også er representert som driftsrelatert. Omgrupperinga er illustrert i figur 5-4:



Figur 5-4 – Omgruppering av balanseoppstillinga

Driftsrelaterte eigedeler

I det følgjande vil dei eigedelar som inngår som driftsrelaterte eigedeler klassifiserast. Dette vil seie dei eigedelane som er ein del av dei operasjonelle aktivitetane og er ein direkte del av drifta (Petersen, et al., 2017). Dei driftsrelaterte eigedelane kan delast inn i driftsrelaterte anleggsmidlar og omløpsmidlar.

Investering i tilknytte verksemder: Dei tilknytte verksemdene opererer alle i same bransje og er knytt til drifta i verksemda. Denne posten klassifiserast dermed som driftsrelatert.

Lån til tilknytt selskap og felles kontrollert verksemd: Dette vert rekna som ein driftsrelatert langsigktig egedel, då den er i forbindelse med tilknytt verksemd som reknast som ein driftsrelatert egedel.

Pensjonsmidlar: Pensjonsmidlane er knytt til lønnskostnaden som er ein driftskostnad. Ein bør klassifisera egedelen og tilhøyrande kostnad innanføre same kategori, og pensjonsmidlane vil dermed sjåast som ein del av drifta og klassifiserast som eit driftsrelatert anleggsmiddel. Den er tett tilknytt drifta. Her kunne me også ha argumentert for at dette heller vil utgjera ein finansiell egedel då midlane kan sjåast på som ein kapital innskoten av dei tilsette som eit lån til verksemda.

Varer: Varer vart klassifiserte som driftsrelaterte omløpsmidlar.

Fordringar: Me har ikkje informasjon om selskapet har renteberande fordringar ol. som eventuelt burde klassifiserast som finansrelaterte. Både kundefordringar og andre kortsiktige fordringar vert dermed klassifisert som driftsrelaterte omløpsmidlar.

Dei driftsrelaterte egedelane består med det samla av *investering i tilknytte verksemder, lån til tilknytt selskap og felles kontrollert verksemd, pensjonsmidlar, varer og fordringar*.

Finansielle egedelar

Finansielle egedelar er plassering av pengemidlar og andre driftsframande egedelar som skal finansiera den operasjonelle drifta (Petersen, et al., 2017). Dei finansielle egedelane vert delte inn i finansielle anleggsmidlar og finansielle omløpsmidlar.

Investeringar i aksjar og partar: Dette er investeringar som vert rekna som finansielle og vert klassifisert som finansielle anleggsmidlar.

Obligasjonar og andre fordringar: Desse vert klassifiserte som finansielle anleggmidlar.

Bankinnskot, kontantar og liknande: Vert klassifisert som finansielle omløpsmidlar.

Marknadsbaserte aksjar: Dette er investering i aksjar haldne for sal og vert klassifisert som finansielle omløpsmidlar.

Samla består dei finansielle egedelane med det *av investeringar i aksjar og partar, obligasjonar og andre fordringar, bankinnskot, kontantar og liknande og marknadsbaserte aksjar*.

Driftsrelatert gjeld

Driftsrelatert gjeld er lån tatt opp som ein del av driftssyklusen og som ikkje er renteberande (Knivsflå, 2017, 5). Den driftsrelaterte gjelta vert delt inn i langsiktig- og kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Utsett skatt: Klassifiserast som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Andre avsetjingar for forpliktingar: Denne posten er tilknytt kontraktbetaling og vert klassifisert som driftsrelatert langsiktig gjeld.

Pensjonsforpliktingar: Pensjonsforpliktingar er knytt til lønnskostnaden som er ein driftskostnad. Ein bør klassifisera egedelen og tilhøyrande kostnad innanføre same kategori, og pensjonsmidlane vil dermed sjåast som ein del av drifta og klassifiserast som ei driftsrelatert langsiktig gjeld. Den er tett tilknytt drifta. Her kunne me også argumentert for at dette heller vil utgjera ei langsiktig finansiell gjeld då midlane kan sjåast på som ein kapital innskoten av dei tilsette som eit lån til verksemda.

Anna langsiktig gjeld: Denne gjelta er blant anna knytt til kontraktar i forbindelse med drifta og vert med det klassifisert som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Leverandørgjeld: Leverandørgjeld er ein del av driftssyklusen og er ikkje direkte renteberande. Dermed vert denne rekna som ei kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Betalbar skatt: Betalbar skatt vert rekna som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Skuldige offentlige avgifter: Skuldige offentlige avgifter klassifiserast som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Anna kortsiktig gjeld: Anna kortsiktig gjeld reknast som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Den driftsrelaterte gjelda vil med det bestå av totalt åtte postar, *utsett skatt, andre avsetjingar for forpliktingar, pensjonsforpliktingar, anna langsiktig gjeld, leverandørgjeld, betalbar skatt, skuldige offentlege avgifter og anna kortsiktig gjeld.*

Finansiell gjeld

Finansiell gjeld er gjeld til kredittinstitusjonar og andre som verksemda betalar renter og avdrag på og som er tatt opp for å finansiere verksemda (Penman, 2013). Dette vil innebera den renteberande gjelta, som har som formål å finansiera den operasjonelle drifta. Finansiell gjeld kan delast inn i kortsiktig- og langsiktig finansiell gjeld.

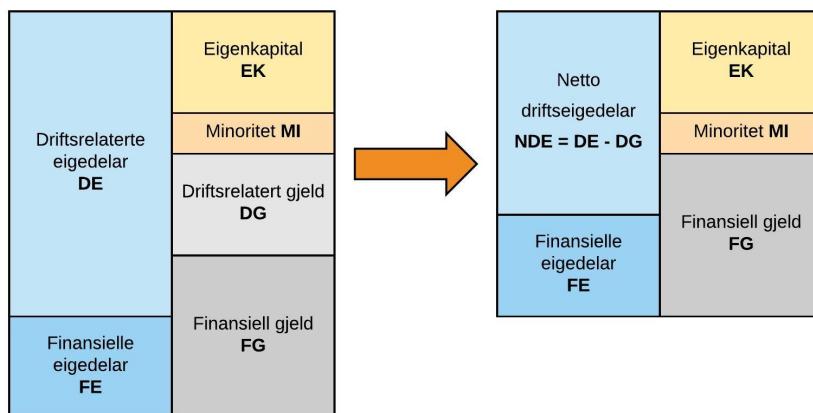
Gjeld til kredittinstitusjonar: Fjord1 har sjølv klassifisert ein eigen langsiktig gjeldspost med gjeld til kredittinstitusjonar, som vil reknast som renteberande gjeld. Denne reknast difor som langsiktig finansiell gjeld.

Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjonar: Fjord1 har også sjølv klassifisert deler av gjelta som kortsiktig gjeld til kredittinstitusjonar. Denne vil dermed klassifiserast som kortsiktig finansiell gjeld.

Den finansielle gjelta til Fjord1 består av to postar, *langsiktig gjeld til kredittinstitusjonar* og *kortsiktig gjeld til kredittinstitusjonar*. Det er ikkje identifisert eller spesifisert noko anna finansiell gjeld, verken kortsiktig eller langsiktig.

Steg 3: Frå totalkapital til sysselsett kapital

Etter å ha delt balansen inn etter drift og finans, vil det gjerast enda ei omgruppering der ein omgrupperer balansen ytterlegare frå totalkapital til sysselsett kapital (Knivsflå, 2017, 5). Sysselsett kapital består av eigenkapital og renteberande gjeld. Det vil sei den kapitalen som er skoten inn av eigarar og kreditor. Driftsrelatert gjeld derimot, oppstår gjennom driftssyklusen og investeringar i driftskapasitet. Driftsrelatert gjeld, som til dømes leverandørgjeld, er vanlegvis ikkje renteberande, men kostnaden kjem i form av høgare prisar. Driftsrelatert gjeld bør heller sjåast på som ein korreksjon til driftseigendelar enn som gjeld. Omgrupperinga er framstilt i figur 5-5.



Figur 5-5 – Overgang frå totalkapital til sysselsett kapital

For å gjera om totalkapitalen til sysselsett kapital vil den driftsrelaterte gjelda trekkast ut i frå driftssida og flytta over til dei driftsrelaterte egedelane på egedelssida. Då vil netto driftseigedelar, altså sysselsette egedelar, verta framstilt via egedelssida i balansen (Knivsflå, 2017, 5). Netto driftseigedelar vert så splitta inn i netto anleggsmidlar. Desse består av driftsrelaterte anleggsmidlar og langsiktig driftsrelatert gjeld, samt driftsrelatert arbeidskapital, bestående av driftsrelaterte omløpsmidlar og kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Dette vil gjera det mogleg å skilje mellom sysselsette egedelar og sysselsett kapital. Sysselsett kapital vil utgjera eigenkapital- og gjeldssida i balansen, og bestå av eigenkapitalen, minoritetsinteresse og finansiell gjeld. I tabell 5-14 og 5-15 er omgrupperinga av Fjord1 sin balanse frå totalkapital til sysselsett kapital framstilt:

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte egedelar	4 147 403	4 336 422	4 075 008	4 035 215	4 178 481
- Driftsrelatert gjeld	929 439	929 397	884 052	966 415	1 093 153
= Netto driftseigedelar	3 217 964	3 407 025	3 190 956	3 068 800	3 085 328
+ Finansielle egedelar	203 968	269 526	343 119	366 933	562 276
= Sysselsette egedelar	3 421 932	3 676 551	3 534 075	3 435 733	3 647 604

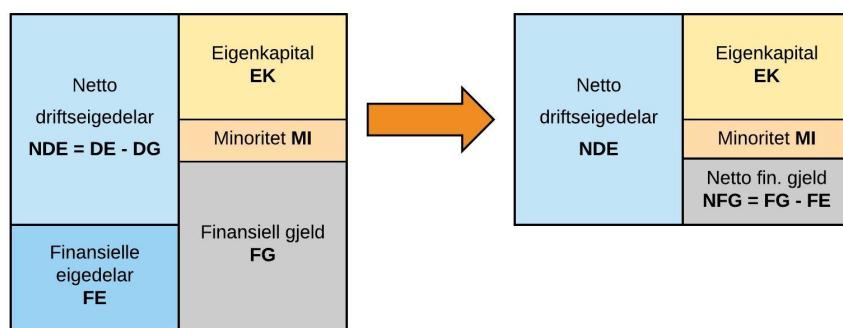
Tabell 5-14 - Sysselsette egedelar Fjord1 over analyseperioden

	2012	2013	2014	2015	2016
Eigenkapital	1 102 150	1 128 532	1 222 152	1 353 548	1 688 212
+ Minoritetsinteresse	9 571	8 594	3 629	3 744	3 881
+ Finansiell gjeld	2 310 210	2 539 423	2 308 296	2 078 441	1 955 511
= Sysselsett kapital	3 421 931	3 676 549	3 534 077	3 435 733	3 647 604

Tabell 5-15 - Sysselsett kapital Fjord1 over analyseperioden

Steg 4: Frå sysselsett kapital til netto driftskapital

Balansen syner no sysselsett kapital. Vidare i analysen er det lønnsamheita til drifta som er interessant, ettersom verdien til eigenkapitalen skal fastsettast basert på vidare drift. Det er difor nødvendig å omgruppera ytterlegare til netto driftskapital (Knivsflå, 2017, 5). Netto driftskapital er den kapitalen som er direkte investert i drifta til verksemda. Finansielle egedelar er i prinsippet egedelar verksemda ikkje har behov for, med tanke på å drive verksemda vidare, og som verksemda kan likvidera og nyttast til å raskt betale ned på den finansielle gjelda. Figur 5-6 illustrerer overgangen frå sysselsett kapital til netto driftskapital:



Figur 5-6 – Overgang frå sysselsett kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital vert funnen ved å trekka dei finansielle egedelane ut i frå egedelssida og over på gjeldssida, slik at ein står igjen med netto finansiell gjeld på gjeldssida. Netto driftskapital består dermed av eigenkapital, minoritetsinteresse og netto finansiell gjeld som illustrert i tabell 5-16:

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte egedelar	4 147 403	4 336 422	4 075 008	4 035 215	4 178 481
- Driftsrelatert gjeld	929 439	929 397	884 052	966 415	1 093 153
= Netto driftseigedelar	3 217 964	3 407 025	3 190 956	3 068 800	3 085 328
Eigenkapital	1 102 150	1 128 532	1 222 152	1 353 548	1 688 212
+ Minoritetsinteresse	9 571	8 594	3 629	3 744	3 881
+ Netto finansiell gjeld	2 106 242	2 269 897	1 965 177	1 711 508	1 393 235
= Netto driftskapital	3 217 963	3 407 023	3 190 958	3 068 800	3 085 328

Tabell 5-16 - Netto driftskapital Fjord1 over analyseperioden

5.4.3 Omgruppert resultatrekneskap og balanse

Tabell 5-17 viser omgruppert resultatrekneskap for Fjord1 over analyseperioden. Tabell 5-18, 5-19 og 5-20 viser omgruppert balanseoppstilling over analyseperioden, i form av sysselsette egedelar, sysselsett kapital og netto driftseigedelar og netto driftskapital. Til slutt vert endring i eigenkapital over analyseperioden presentert i tabell 5-21.

Omgruppert resultatrekneskap

Omgruppert resultatrekneskap	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	2 372 219	2 335 971	2 347 475	2 242 479	2 384 829
- Varekostnad	86 917	84 686	86 884	70 725	72 545
- Løn og sosiale kostnadar	1 006 593	977 424	930 499	863 375	850 391
- Andre driftskostnadar	983 504	884 118	875 990	829 473	792 832
- Avskrivningar	230 783	227 064	214 989	207 325	214 105
= Driftsresultat frå eiga verksemد	64 422	162 679	239 113	271 581	454 956
- Driftsrelatert skattekostnad	16 101	40 659	59 763	67 878	113 709
= Netto driftsresultat frå eiga verksemد	48 321	122 020	179 350	203 703	341 247
+ Nettoresultat frå driftstilknytte verksemder	667	16 696	35 132	37 735	82 043
= Netto driftsresultat	48 988	138 716	214 482	241 438	423 290
+ Netto finansinntekt	4 906	5 105	4 294	3 882	4 743
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	53 894	143 821	218 776	245 320	428 033
- Netto finanskostnad	104 268	112 141	108 798	88 830	78 638
- Netto minoritetsresultat	830	599	-1 782	126	150
= Nettoresultat til egenkapital	-51 205	31 081	111 759	156 364	349 245
+ Unormalt netto driftsresultat	-5 036	-8 485	-15 200	18 329	30 767
+ Unormalt netto finansresultat	-1 311	3 785	316	6 703	4 653
+ Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-57 552	26 382	96 875	181 396	384 664
- Netto utbetalte utbyte	0	0	53 255	50 000	250 000
= Endring i eigenkapital	-57 552	26 382	43 620	131 396	134 664

Tabell 5-17 - Omgruppert resultatrekneskap Fjord1 over analyseperioden

Omgruppert balanse

Sysselsette egedelar

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte egedelar	4 147 403	4 336 422	4 075 008	4 035 215	4 178 481
- Driftsrelatert gjeld	929 439	929 397	884 052	966 415	1 093 153
= Netto driftseigedelar	3 217 964	3 407 025	3 190 956	3 068 800	3 085 328
+ Finansielle egedelar	203 968	269 526	343 119	366 933	562 276
= Sysselsette egedelar	3 421 932	3 676 551	3 534 075	3 435 733	3 647 604

Tabell 5-18 - Sysselsette egedelar Fjord1 over analyseperioden

Sysselsett kapital

	2012	2013	2014	2015	2016
Eigenkapital	1 102 150	1 128 532	1 222 152	1 353 548	1 688 212
+ Minoritetsinteresse	9 571	8 594	3 629	3 744	3 881
+ Finansiell gjeld	2 310 210	2 539 423	2 308 296	2 078 441	1 955 511
= Sysselsett kapital	3 421 931	3 676 549	3 534 077	3 435 733	3 647 604

Tabell 5-19 - Sysselsett kapital Fjord1 over analyseperioden

Netto driftseigedeler og netto driftskapital

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelaterte eigedeler	4 147 403	4 336 422	4 075 008	4 035 215	4 178 481
- Driftsrelatert gjeld	929 439	929 397	884 052	966 415	1 093 153
= Netto driftseigedeler	3 217 964	3 407 025	3 190 956	3 068 800	3 085 328
Eigenkapital	1 102 150	1 128 532	1 222 152	1 353 548	1 688 212
+ Minoritetsinteresse	9 571	8 594	3 629	3 744	3 881
+ Netto finansiell gjeld	2 106 242	2 269 897	1 965 177	1 711 508	1 393 235
= Netto driftskapital	3 217 963	3 407 023	3 190 958	3 068 800	3 085 328

Tabell 5-20 - Netto driftseigedeler og netto driftskapital Fjord1 over analyseperioden

Endring i eigenkapital

	2012	2013	2014	2015	2016
Eigenkapital 01.01	1 159 702	1 102 150	1 178 532	1 222 152	1 553 548
+ Fullstendig nettoresultat	-57 552	26 382	96 875	181 396	384 664
- Betalt utbyte	0	0	50 000	50 000	250 000
+ Netto Kapitalinnskot	0	0	-3 255	0	0
= Eigenkapital 31.12	1 102 150	1 128 532	1 222 152	1 353 548	1 688 212

Tabell 5-21 - Endring i eigenkapitalen til Fjord1 over analyseperioden

Tilsvarande omgruppering er også gjennomført for dei komparative verksemndene, for å sikre eit konsistent datagrunnlag for den vidare analysen.

5.5 Analyse og justering av målefeil

Finansrekneskapen er eit informasjonssystem som gir eit bilet på verksemda sine underliggende økonomiske forhold. Utarbeidninga av rekneskapen er basert på grunnleggjande rekneskapsprinsipp innanfor eit konseptuelt rammeverk for rekneskapsføring. Visse rekneskapsføringar innanfor eit konseptuelt rammeverk strider med god rekneskapsskikk, og det kan oppstå avvik mellom rapporterte og verkelege forhold (Palepu, et al., 2013). Dette er målefeil og kan delast inn i tre typar målefeil:

- Målefeil av type 1: Målefeil som oppstår på grunn av rekneskapsføring til korrekt historisk kost.
- Målefeil av type 2: Målefeil som oppstår på grunn av avvik mellom god rekneskapsskikk og korrekt historisk kost.
- Målefeil av type 3: Målefeil som oppstår på grunn av kreativ rekneskapsføring, altså at verksemda rapporterer noko anna enn det ho skal etter god rekneskapsskikk.

Målefeil av type 1 er ein god målefeil fordi den er eit uttrykk for selskapet sin strategiske fordel (Knivsflå, 2017, 6). Det vert difor ikkje justert for målefeil type 1. Målefeil av type 2 oppstår som følgje av at god rekneskapsskikk tillt eller krev føring som gir avvik frå rekneskapsføring til korrekt historisk kost. Denne målefeilen skaper støy i rentabilitetsmålinga, og kan påverke superrentabilitet og strategisk fordel. Støyen oppstår som følgje av manglande balanseføring og feilperiodisering slik at kapitalen er undervurdert og rentabiliteten overvurdert. Målefeil av type 3 oppstår som følgje av at verksemda ikkje følger gjeldande regelverk. Systematisk feilrapportering over tid kan gi eit svært missvissande bilet av verksemda og verksemda sine underliggende økonomiske forhold. Sidan både Fjord1 og dei komparative selskapa sine rekneskap er revidert av ein statsautorisert revisor, er det ingen mistankar om at rekneskapen inneheld målefeil av type 3. Eventuelle justeringar vil difor vera knytt til målefeil av type 2.

Utgifter til forsking og utviking (FoU) vert direkte kostnadsført i rekneskapet til Fjord1. Etter NGRS vert ikkje FoU kostnadane og andre immaterielle eigedelar balanseført før det er sannsynleg at framtidige økonomiske fordelar knytt til eigendelen vil bli tilført verksemda, og verksemda kan påliteleg måle kjøpskost for eigedelen. Dette inneberer at dette kan utgjera ein vanleg målefeil (Palepu, et al., 2013). Kostnadsføringa av FoU gjer det vanskeleg å vurdere den verkelege lønnsamheita til Fjord1. Direkte kostnadsføring av FoU vert difor rekna som ein

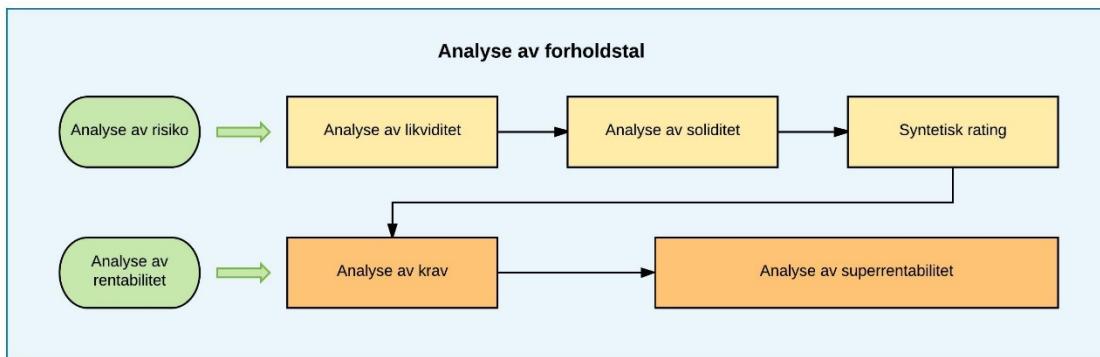
målefeil type 2. For å justere denne målefeilen må ein balanseføre investeringa og avskrive den over levetida. I tillegg må ein redusere den rekneskapsførte kostnaden.

Utgifter som følgje av leigeavtalar skal, etter NGRS, kostnadsførast dersom leigeavtalen er operasjonell, og balanseførast dersom leigeavtale er finansiell. Kostnadsføring av operasjonelle leigeutgifter fører til at driftskapitalen vert undervurdert og utgjer også ein vanleg målefeil (Palepu, et al., 2013). I rekneskapen til Fjord1 er det identifisert målefeil type 2 knytt til operasjonelle leigeavtalar. Fjord1 har forplikta seg til å betale denne leiga og bør dermed inkluderast i balansen. Ved justering skal utgiftene som følgje av operasjonelle leigeavtalar klassifiserast som gjeld.

Dei to målefeila som er nemnt over bør takast omsyn til. Dersom rekneskapen til Fjord1 skal justerast for målefeil bør også dei komparative verksemndene justerast for denne målefeilen. Det er dessverre dårlig informasjonsgrunnlag i årsrapporten, både i Fjord1 sine årsrapportar og dei komparative verksemda sine årsrapportar, som gjer det vanskeleg å foreta ei god justering. Ei eventuell justering vil då kunne bli for upresis og ikkje gi eit betre bilet av rekneskapane til dei fire verksemndene enn det er i dag. Det vert på bakgrunn av dette ikkje føretatt nokon justeringar for målefeil i rekneskapa til verken Fjord1 eller dei komparative selskapa.

5.6 Rammeverk for forholdstalsanalyse

Dei neste tre kapitla bygger på rammeverket for forholdstalsanalyse, der dei historiske prestasjonane til Fjord1 vert analyserte og målt. Ved utarbeiding av analysen vert det tatt utgangspunkt i den omgrupperte resultatrekneskapen og den omgrupperte balansen framstilt i delkapittel 5.4.3. Formålet med analysen er å vurdera lønnsamheita og den finansielle stillinga til Fjord1 (Petersen, et al., 2017). Forholdstalsanalysen vil bestå både av ein tidsserieanalyse der ein samanliknar Fjord1 sine relevante forholdstal over fleire år, og av ein tverrsnittsanalyse der ein samanliknar Fjord1 sine forholdstal med bransjegjennomsnittet (Palepu, et al., 2013). Rammeverket er illustrert i figur 5-7 (Knivsflå, 2017, 8).



Figur 5-7 – Rammeverk for analyse av forholdstal

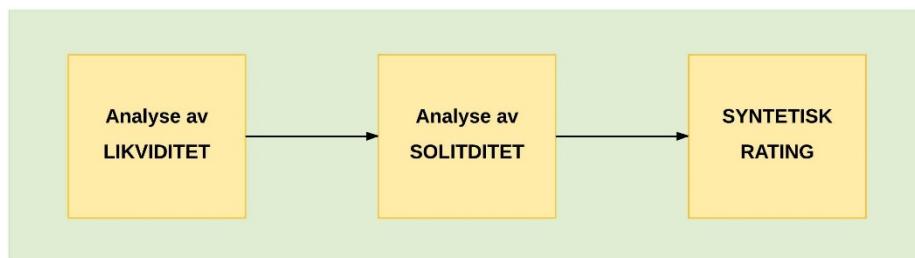
Som rammeverket framstiller vil analysen starta med ein risikoanalyse. I kapittel 6 vert det gjennomført ein analyse av den kortsiktige og langsiktige risikoen til Fjord1. Den kortsiktige risikoen vert analysert i form av ein likviditetsanalyse og den langsiktige risikoen i form av ein soliditetsanalyse. Risikoanalysen vert så nytta til å finne den syntetiske ratinga til Fjord1, som er ei samling av den totale kreditrisikoen. I kapittel 7 utarbeidast det historiske avkastingskravet til eigenkapitalen, minoriteten, netto driftskapital og netto finansiell gjeld for Fjord1 og for bransjen. Dei historiske avkastingskrava vert så i kapittel 8 nytta til å analysera rentabiliteten og avdekka superrentabiliteten. Formålet med analysen er å kartleggja om Fjord1 har ein avkastning på investert kapital høgare enn kravet, altså om Fjord1 har evner til å generera superrentabilitet. Superrentabiliteten vert så dekomponert og analysert.

Fjord1 opererer i ein bransje som ikkje er rekna som å vera syklist, og som dei siste åra ikkje har gjennomgått omveltande endringar, men halde seg stabil. Med bakgrunn i dette vil kvart år i analyseperioden verta tidsvekta likt, altså eit gjennomsnitt, i forholdstalsanalysen med 16,67 prosent vektning kvart år.

6 Analyse av risiko

I dette kapittelet skal det gjennomførast ein analyse av Fjord1 sin kreditrisiko. Den totale risikoen til ei investering består av systematisk risiko og usystematisk risiko, der systematisk risiko er marknadsrisikoen og usystematisk risiko er selskapsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2011). Den usystematiske risikoen kan diversifiserast bort, og for ein veldiversifisert investor er denne risikoen irrelevant. Den systematiske risikoen kan ein derimot ikkje kvitte seg med, og er dermed svært relevant ved analyse av risiko.

For kreditorar er det spesielt den såkalla kreditrisikoen som er aktuell å vurdera. Kreditrisikoen avhenger av sannsynet for konkurs og tapsprosent på lånet. Den kan ikkje diversifiserast bort og risikoen er dermed systematisk (Knivsflå, 2017, 8). Kreditrisikoen består av kortsiktig risiko, som vert analysert gjennom likviditetsanalyse i delkapittel 6.1, og langsiktig risiko, som vert analysert gjennom soliditetsanalyse i delkapittel 6.2. I delkapittel 6.3 vert risikoanalysen avslutta med ein syntetisk rating av Fjord1, som talfester sannsynet for at verksemda går konkurs. Den syntetiske ratinga tar utgangspunkt i likviditetsanalysen, soliditetsanalysen og den strategiske analysen. Rammeverk for analyse av kreditrisiko kan illustrerast som følgjande:



Figur 6-1 – Rammeverk for analyse av kreditrisiko

Alle formlane som vert presentert i kapittelet er henta frå Knivsflå (2017, 8).

6.1 Likviditetsanalyse – analyse av kortsiktig risiko

Fokuset i likviditetsanalysen er om verksemda har nok likvide midlar til å betale krav etterkvart som dei forfall til betaling (Petersen, et al., 2017). Ved dårleg likviditet er faren for at verksemda ikkje kan betene krava sine på kort sikt stor, og faren for konkurs til stades. I likviditetsanalysen vil følgjande forholdstal presenterast: likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell

gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad. Gjeldsdekninga vil også analyserast gjennom fri kontantstraum.

I analysen vil bransjen nyttast som målestokk, samt utviklinga til Fjord1 sjølv over analyseperioden. Bransjetala er basert på omgrupperte gjennomsnittstal frå Fjord1 og dei komparative verksemndene Boreal, Torghatten og Norled.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 kan defineraast som verksemda sine omløpsmidlar sett i forhold til kortsiktig gjeld, og syner verksemda sine evner til å betale sine forpliktingar på kort sikt (Penman, 2013).

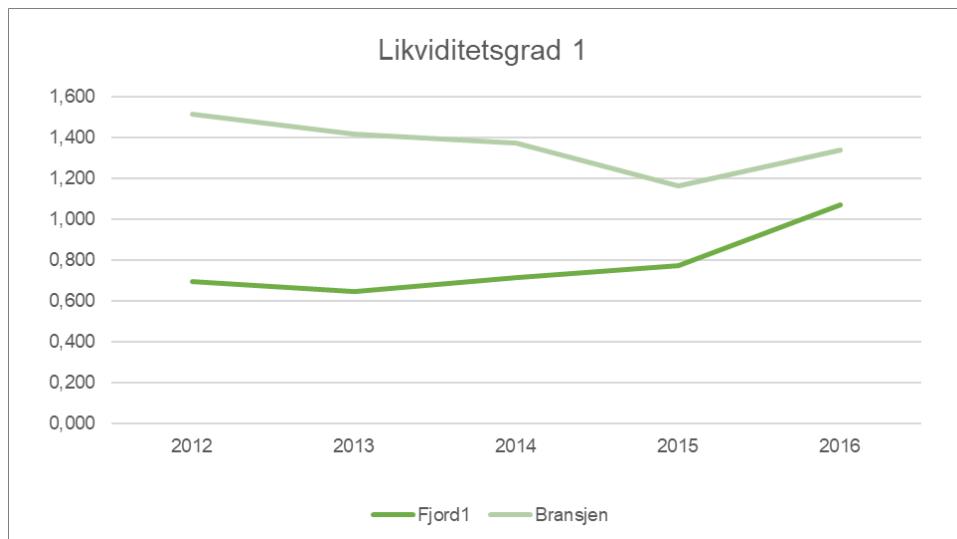
$$lg1 = \frac{\text{omløpsmidlar}}{\text{kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{driftsrelaterte omløpsmidlar} + \text{finansielle omløpsmidlar}}{\text{kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 1 bør vera minst 2, men det kan vera forhold ved verksemda eller bransjen som kan ha innverknad på kva som bør reknast for å vera ein god likviditetsgrad 1. Av den grunn vert bransjen brukt som målestokk for likviditetsgrad 1 hos Fjord1. Då vil Fjord1 sin likviditetsgrad 1 vera god dersom den er større enn bransjegjennomsnittet. Likviditetsgrad 1 for Fjord1 og bransjen er presentert i tabell 6-1 under:

Likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016
Fjord1	0,697	0,646	0,717	0,774	1,069
Bransjen	1,512	1,419	1,373	1,165	1,336

Tabell 6-1 - Likviditetsgrad 1 for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Det kjem fram i tabellen at Fjord1 gjennom analyseperioden har ein svakare likviditetsgrad enn det bransjen har. Fjord1 har hatt ei positiv utvikling i likviditetsgrad 1, som har auka jamt over heile analyseperioden. Bransjen har derimot ei negativ utvikling der likviditetsgrad 1 er fallande, med unntak av i 2016. Ut i frå dette ser ein at Fjord1 framleis ligg litt under bransjen, men skulle utviklinga fortsette med dei same tendensar vil Fjord1 kunne komma opp på nivå med bransjen. Figur 6-1 illustrerer utviklinga av likviditetsgrad 1 over analyseperioden.



Figur 6-2 – Illustrasjon av likviditetsgrad 1 over analyseperioden

Både bransjen og Fjord1 har ein relativt låg likviditetsgrad 1. Det vil sei at både bransjen og Fjord1 vil kunne få problem med å dekka si kortsiktige gjeld gjennom sine omløpsmidlar. Bransjen har ein høyare likviditetsgrad 1 enn det Fjord1 har. Det vil sei at bransjen sine omløpsmidlar kan dekka større delar av den kortsiktige gjelda, enn det Fjord1 sine omløpsmidlar kan. Det vil altså vera knytt større risiko til Fjord1 si dekning av kortsiktig gjeld enn bransjen.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 kan definerast som verksemda sine finansielle omløpsmidlar sett i forhold til den kortsiktige driftsrelaterte gjelda og den kortsiktige finansielle gjelta. Dette er ein litt utradisjonell definisjon på likviditetsgrad 2, men som nemnt, vert formlane presentert av Knivsflå (2017, 8) nytta.

$$lg2 = \frac{\text{Finansielle omløpsmidlar}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

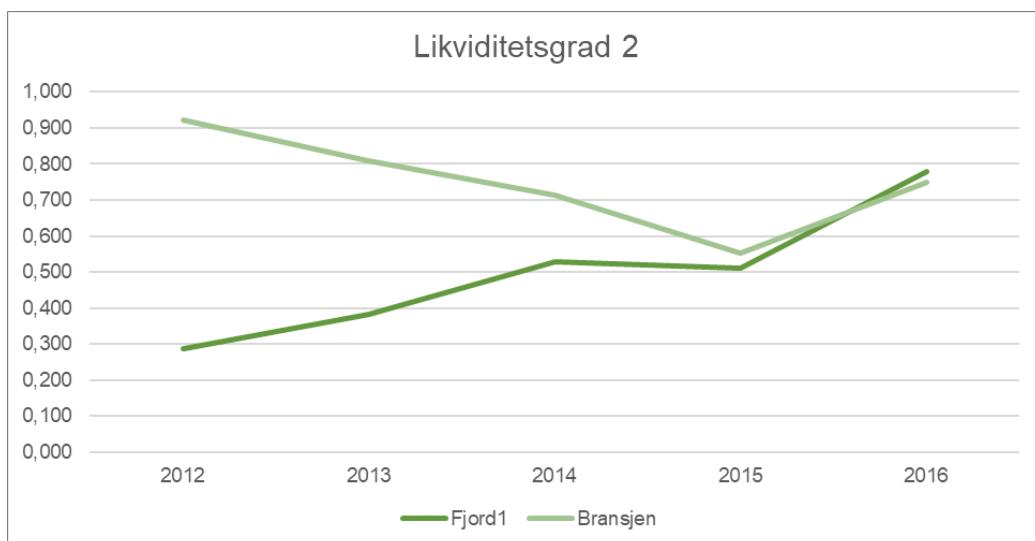
Tommelfingerregelen er at likviditetsgrad 2 bør vera minst 1, men også her kan forhold i verksemda eller bransjen ha innverknad på kva som bør reknast for å vera ein god likviditetsgrad 2 og bransjen vert såleis brukt som målestokk.

Tabell 6-2 viser likviditetsgrad 2 for Fjord1 og bransjen over analyseperioden:

Likviditetsgrad 2	2012	2013	2014	2015	2016
Fjord1	0,288	0,383	0,528	0,510	0,778
Bransjen	0,923	0,809	0,714	0,551	0,749

Tabell 6-2 - Likviditetsgrad 2 for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Fjord1 sin likviditetsgrad 2 har ein positiv tendens over analyseperioden. Likviditetsgraden var svært svak i starten, men har utvikla seg mot nivået til bransjen. Dette skyldast i hovudsak ei auke i dei finansielle omløpsmidlane til Fjord1. Bransjen har heller hatt ei negativ utvikling og har i 2016 ein betydeleg svakare likviditetsgrad 2 enn ved starten av analyseperioden i 2012. I figur 6-3 under er utviklinga i likviditetsgrad 2 for Fjord1 og bransjen illustrert:



Figur 6-3 – Illustrasjon av likviditetsgrad 2 for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Nyttar ein bransjen som ein målestokk vil Fjord1 sin likviditetsgrad i starten av analyseperioden vera svak, og det kunne vert ein risiko tilknytt om dei har finansielle omløpsmidlar til å dekka den kortsiktige gjelda. Utviklinga til Fjord1 har derimot vært positiv, medan bransjen har utvikla seg negativt, og Fjord1 ligg i 2016 rett over bransjenivået. Frå 2015 har Fjord1 og bransjen hatt ei nokså jamn positiv utvikling. Dette tydar på at det ikkje er større risiko tilknytt likviditetsgrad 2 hos Fjord1 enn det er hos bransjen mot slutten av analyseperioden.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad kan definerast som finansielle egedelar sett i forhold til finansiell gjeld (Petersen, et al., 2017).

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

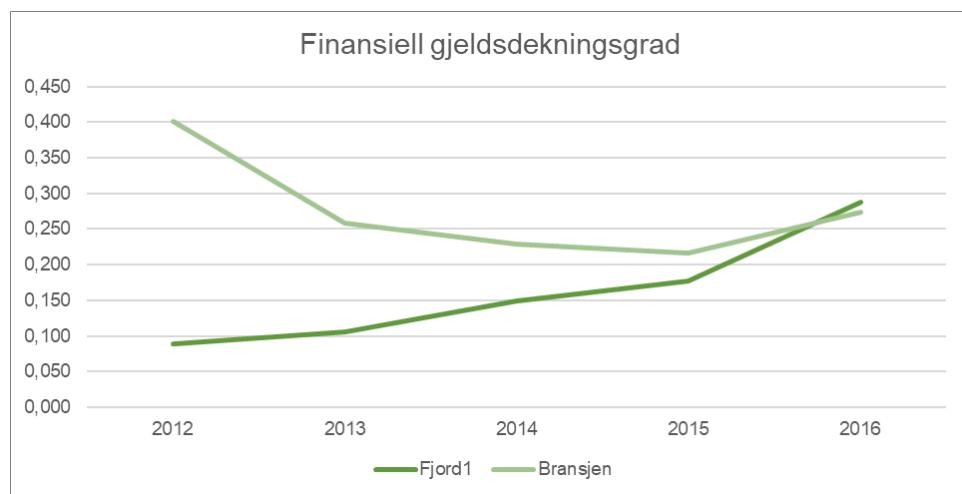
Finansiell gjeldsdekningsgrad større enn 1 vil sei at verksemda har nok finansielle egedelar til å dekka den finansielle gjelda, slik at netto finansielle egedelar er større enn 0. Dess større den finansielle gjeldsdekningsgrada er dess mindre er sjansen for å gå konkurs på kort sikt. Bransjen vert nytta som målestokk også for finansiell gjeldsdekningsgrad.

Tabell 6.3 viser ei oversikt over gjeldsdekningsgraden til Fjord1 og bransjen over analyseperioden:

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016
Fjord1	0,088	0,106	0,149	0,177	0,288
Bransjen	0,401	0,258	0,229	0,217	0,273

Tabell 6-3 - Finansiell gjeldsdekningsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Fjord1 har i 2012 ein svært låg gjeldsdekningsgrad der dei finansielle egedelane berre dekker i underkant av 9 prosent av den finansielle gjelda. Over analyseperioden har Fjord1 derimot ei positiv utvikling der gjeldsdekningsgraden aukar med heile 20 prosent. Bransjen har tendensar til ei motsett utvikling der gjeldsdekningsgraden i 2012 var 40 prosent, medan den til 2016 har blitt gradvis redusert til 27 prosent. I figur 6-4 er utviklinga illustrert:



Figur 6-4 – Illustrasjon av finansiell gjeldsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Ser ein på Fjord1 relativt til bransjen vil Fjord1 sin gjeldsdekninggrad i 2012 ligge betydeleg under bransjen, som indikerer at det var større risiko tilknytt gjelda til Fjord1 enn til bransjen. Utviklinga fram til 2016 har derimot vert motsett og Fjord1 har no ein høgare gjeldsdekninggrad enn bransjen. Dette tilseier at Fjord1 no skal ha god evne til å dekka gjelta si, sett relativt til bransjen.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad kan definerast som nettoresultat frå sysselsett kapital sett i forhold til netto finanskostnad.

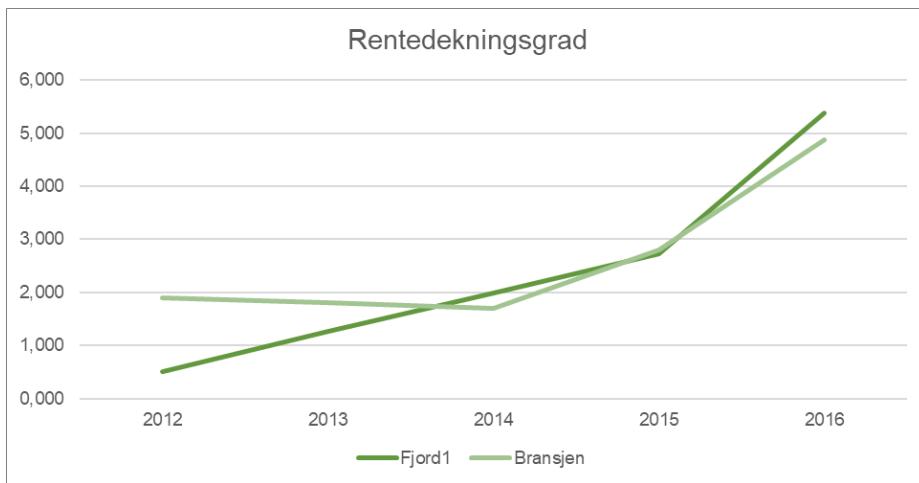
$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat frå sysselsett kapital}}{\text{Netto finanskostnad}} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostad}}$$

Rentedekningsgraden indikerer verksemda si evne til å dekka finanskostnadar eksklusiv avdrag ved hjelp av nettoresultatet (Knivsflå, 2017, 8). Det normaliserte nettoresultatet vert nytta i berekninga av rentedekningsgraden for å få ein betre konkurspredikasjon. Rentedekningsgraden for Fjord1 og bransjen er presentert i tabell 6-4:

Rentedekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016
Fjord1	0,511	1,268	1,990	2,732	5,387
Bransjen	1,897	1,810	1,691	2,798	4,883

Tabell 6-4 - Rentedekningsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Rentedekningsgraden til både Fjord1 og bransjen har hatt ein jamn auke over perioden. Fjord1 sitt utgangspunkt i 2012 var noko under bransjen, men har til 2016 vekse seg større enn bransjen. Dette indikerer ei positiv utvikling både for Fjord1 og bransjen. Figur 6-5 illustrerer utviklinga i rentedekningsgraden til Fjord1 og bransjen:



Figur 6-5 – Illustrasjon av rentedekningsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

I 2012 var Fjord1 sin rentedekningsgrad betydeleg lågare enn bransjen sin, som indikerer at det var ein høgare risiko knytt til Fjord1 si evne til å dekka sine rentekostnadar ved hjelp av sysselsett kapital enn det var til bransjen. Utviklinga til Fjord1 over analyseperioden har vert positiv, og ettersom Fjord1 i 2016 har ein rentedekningsgrad som er høgare, sett relativt til bransjen, vil det forventast at Fjord1 har gode evner til å dekka sine finanskostnadar ved hjelp av sysselsett kapital mot slutten av analyseperioden.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstraum

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstraum kan definerast som verksemda sin frie kontantstraum frå sysselsett eigedelar sett i forhold til fri kontantstraum som går til finansielle långjevarar (Knivsflå, 2017, 8). Formålet med å måle dette forholdstalet er å undersøka om verksemda er i strand til å generere kontantar til å dekka sine gjeldsforpliktingar (Petersen, et al., 2017).

Fri kontantstraum til eigenkapital Fjord:	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat - normalt	48 364	137 141	212 167	238 809	418 884
+ Unormalt netto driftsresultat	-4 413	-6 909	-12 885	20 959	35 172
- Økning netto driftseigedelar	-231 079	189 061	-216 069	-122 156	16 528
= Fri kontantstraum frå drift	275 030	-58 830	415 351	381 923	437 528
+ Netto finansinntekt	4 906	5 105	4 294	3 882	4 743
+ Unormal netto finansinntekt	-1 311	3 785	316	6 703	4 653
- Endring i finansielle eigedelar	-51 491	65 558	73 593	23 814	195 343
= Fri kontantstraum til sysselsett kapital	330 116	-115 497	346 367	368 694	251 581
- Netto finanskostnad	104 268	112 141	108 798	88 830	78 638
+ Endring i finansiell gjeld	-165 408	229 213	-231 127	-229 855	-122 930
- Netto minoritetsresultat	830	599	-1 782	126	150
+ Endring i minoritetsinteresser	-10 384	-977	-4 965	115	137
= Fri kontantstraum til eigenkapitalen	49 226	-1	3 259	49 998	50 000

Tabell 6-5 - Fri kontantstraum til eigenkapital Fjord1 over analyseperioden

Fri kontantstraum til eigenkapitalen er positiv i heile analyseperioden, med unntak av i 2013 då den var svakt negativ. Fri kontantstraum frå drift har vert positiv, som eit resultat av sterke netto driftsresultat. Reduksjon av netto driftseigedelar i tre av dei fem analyseåra bidrar også til å gjera den frie kontantstraumen frå drift positiv. Dei finansielle eigedelane aukar i perioden 2013 til 2016, og som eit resultat av dette vert fri kontantstraum til sysselsett kapital noko lågare enn fri kontantstraum frå drift. For utan 2013 har Fjord1 ei reduksjon i finansiell gjeld, noko som vil seie at fri kontantstraum til eigenkapital ligg noko under den fri kontantstraumen til sysselsett kapital i desse åra.

Totalt sett har Fjord1 sin frie kontantstraum til eigenkapital dei siste to åra, 2015 og 2016 vert jamt positiv og ligg på same nivå som i 2012. I 2013 hadde dei eit lågt netto driftsresultat, samt auke i både netto driftseigedelar og netto finansielle eigedelar, som medførte ein negativ fri kontantstraum til eigenkapitalen. I 2014 er det meir positive tendensar, ein reduksjon i netto finansiell gjeld medfører at fri kontantstraum til eigenkapitalen også dette året vert svak. Totalt sett har Fjord1 sin frie kontantstraum frå drift positive tendensar og det kan konkluderast at dei i dei siste åra har hatt god evne til å dekka sine gjeldsforpliktingar.

6.1.6 Oppsummering av likviditetsanalyse

Målet med likviditetsanalysen er å undersøka om Fjord1 har nok likvide midlar til å dekka krava dei skal betala etter kvart som dei forfell. Likviditetsanalysen består av ein analyse av likviditetsgrad 1 og 2, finansiell gjeldsdekningsgrad, rentedekningsgrad og fri kontantstraum til eigenkapitalen. Fjord1 sin likviditetsgrad 1 ligg under bransjegjennomsnittet, men har dei siste åra hatt ei positiv betring. Likviditetsgrad 2 viser meir positive tendensar der Fjord1 i 2016 har gått forbi nivået til bransjen. Likevel er likviditetsgrad 1 og 2 låg både for Fjord1 og bransjen, og ein ekskluderer ikkje ein viss likviditetsrisiko. Fjord1 si gjeldsdekningsgrad har i 2016 nådd nivået til bransjen, medan rentedekningsgrada låg på nivå med bransjen allereie i 2014. Likevel er også gjeldsdekningsgrada til bransjen noko låg.

Likviditetsrisikoen til Fjord1 samla sett, vurdert med bransjen som benchmark, vil med utgangspunkt i dei analyserte forholdstala vera moderat. Fjord1 har ei relativt låg likviditetsgrad 1, men når nivået til bransjen for likviditetsgrad 2, finansiell gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgraden. Det er klare teikn til at dei over analyseperioden har redusert sin

likviditetsrisiko og det er knytt mindre risiko til likviditeten i 2016 enn i 2012. Ein moderat likviditetsrisiko tyder på at Fjord1 har ei moderat evne til å handtera sine løypande krav. Dei når nivået til bransjen i 2016, men bransjen totalt sett har låge forhold på spesielt likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

6.2 Soliditetsanalyse – analyse av langsiktig risiko

Fokuset i soliditetsanalyse er å undersøka om verksemda har nok økonomiske ressursar til å stå imot ein lenger periode med tap (Petersen, et al., 2017). I analysen vil det kartleggjast kva økonomiske ressursar verksemda har til å stå imot framtidig tap, gjennom å presentera følgjande forholdstal: eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, i tillegg vil Fjord1 og bransjen sin kapitalstruktur og evne til å tolke tap analyserast.

6.2.1 Eigenkapitalprosent

Eigenkapitalprosent kan definerast som eigenkapital sett i forhold til totalkapital og er antatt å vera det viktigaste forholdstalet i vurderinga av eit selskap sin soliditet (Petersen, et al., 2017).

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

Eigenkapitalen er ein buffer mot tap slik at eigenkapitalen, og dermed soliditeten vert dårlegare av dårleg lønsemd, som følgjande likning viser (Knivsflå, 2017, 8):

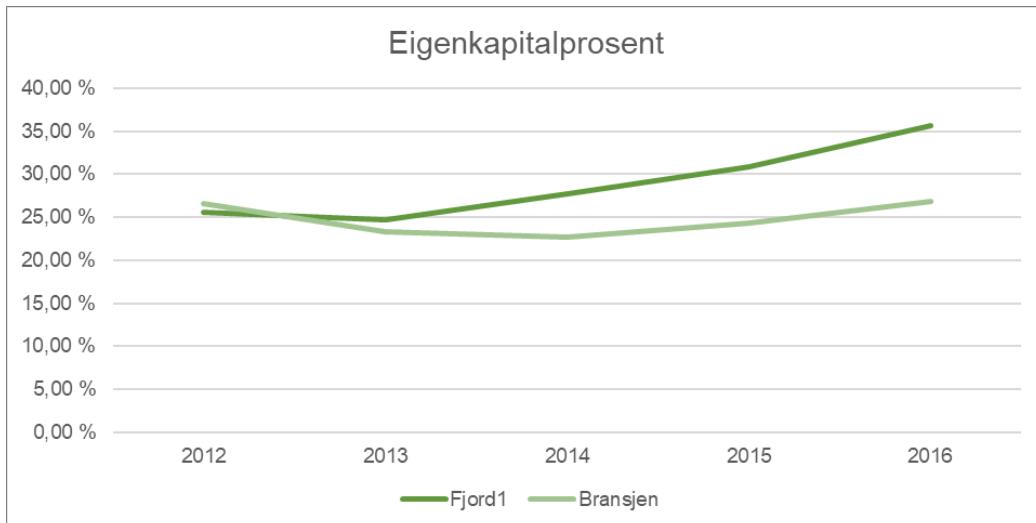
$$\text{Eigenkapital}_t \downarrow = \text{eigenkapital}_{t-1} + \text{fullstendig nettoresultat}_t \downarrow - \text{netto betalt utbyte}_t$$

Dess høgare eigenkapitalprosenten er dess lettare er det for verksemda å stå imot eventuelle tap, ettersom tap førast mot eigenkapitalen. Tabell 6-6 viser ei oversikt over eigenkapitalprosenten til Fjord1 og bransjen:

Eigenkapitalprosent	2012	2013	2014	2015	2016
Fjord1	25,55 %	24,69 %	27,74 %	30,83 %	35,69 %
Bransjen	26,64 %	23,31 %	22,73 %	24,37 %	26,86 %

Tabell 6-6 - Eigenkapitalprosent Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Som tabell 6-6 viser hadde Fjord1 i 2012 ein eigenkapitalprosent rett i underkant av bransjegjennomsnittet sin. Vidare fell både Fjord1 og bransjen i 2013, før Fjord1 i åra 2014 til 2016 har hatt ei auke i sin eigenkapitalprosent på over 10 prosentpoeng. Samanlikna fell bransjen sin eigenkapitalprosent frå 2012 til 2014. I 2014 stig eigenkapitalprosenten igjen, og i 2016 har den stege opp igjen til utgangspunktet i 2012. Utviklinga i eigenkapitalprosenten er framstilt i figur 6-6:



Figur 6-6 – Illustrasjon av eigenkapitalprosent Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Dette vil tilseie at Fjord1 har hatt ei meir positiv utvikling enn bransjen og har i 2016 ein eigenkapitalprosent som er nesten 10 prosentpoeng høgare enn bransjen. Ein så sterkt eigenkapitalprosent sett relativt til bransjen vil tilseie at Fjord1 si verksemnd har god evne til å tolle tap over periodar og det er opning for å ta opp ny langsiktig gjeld om det skulle bli nødvendig.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet kan definerast som verksemda sitt netto driftsresultat sett i forhold til gjennomsnittleg netto driftseigedelar (NDE):

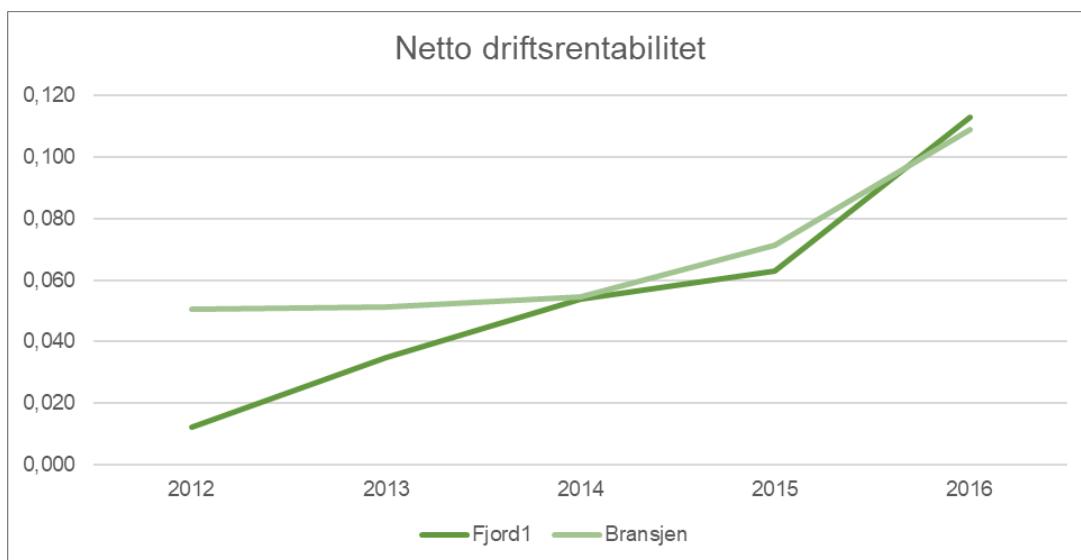
$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseigedelar IB} + \frac{\Delta \text{NDE} - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

Netto driftsrentabilitet syner altså kor mykje verksemda sine netto driftseigedelar kaster av seg i prosent. Svak lønnsemde over tid til tære på eigenkapitalen, og lønnsemde er såleis relevant i ein soliditetsanalyse. Tabell 6-7 viser ei oversikt over netto driftsrentabilitet for Fjord1 og bransjen over analyseperioden:

Netto driftsrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016
Fjord1	0,012	0,035	0,054	0,063	0,113
Bransjen	0,051	0,051	0,055	0,071	0,109

Tabell 6-7 - Netto driftsrentabilitet Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Tabellen viser at både Fjord1 og bransjen har hatt ein jamt aukande netto driftsrentabilitet i perioden. Fjord1 sitt utgangspunkt i 2012 låg om lag 4 prosent under bransjen og Fjord1 hadde såleis ei låg avkasting på sine driftseigedelar. Over perioden har dei derimot hatt ei jamn auking og er i 2016 høgare enn nivået til bransjen. Figur 6-7 illustrerer utviklinga til Fjord1 og bransjen:



Figur 6-7 – Illustrasjon netto driftsrentabilitet Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Ettersom Fjord1 har hatt ei jamn vekst i netto driftsrentabilitet, som er høgare enn bransjen si vekst, har dei i 2016 oppnådd ei høgare avkasting på sine driftseigedelar enn bransjen. Dette tilseier at avkastinga på deira kapital ikkje er noko därlegare enn dei andre verksemndene i bransjen. Fjord1 har difor ei god avkasting på sine driftseigedelar som ikkje gir dei noko utprega fordel, men heller ikkje ein utprega soliditetsrisiko.

6.2.3 Kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse

Kapitalstrukturen viser korleis verksemda er finansiert på eit gitt tidspunkt, dette kan ein vise ved hjelp av ein finansieringsmatrise (Knivsflå, 2017, 8). I ei finansieringsmatrise rangerer ein kapitalen etter kor langsiktig den er, og eigedelane etter kor illikvide dei er. Anleggsmidlar er meir illikvide enn omløpsmidlar, og driftsrelaterte eigedelar er meir illikvide enn finansielle eigedelar. Tala i matrisa vil danne ei kurve. Dess raskare kurva når botnen, dess mindre risikabel og meir solid er finansieringa i verksemda. Finansieringsmatrisa er utarbeida med utgangspunkt i tal frå 2016, både for Fjord1 og bransjen. Først er finansieringsmatrise for Fjord1 presentert i absolutte tal og i prosent i tabell 6-8 og 6-9, deretter er finansieringsmatrisa til gjennomsnittet i bransjen presentert i absolutte tal og i prosent i tabell 6-10 og 6-11.

Fjord1 31.12.2016 Absolutte talverdiar	Eigenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eigedelar
Driftsrelaterte AM	1 688 212	3 881	381 489	1 897 957			3 971 539
Finansielle AM				8 283			8 283
Driftsrelaterte OM				49 271	157 671		206 942
Finansielle OM					553 993		553 993
Totalkapital	1 688 212	3 881	381 489	1 955 511	711 664	0	4 740 757

Tabell 6-8 - Finansieringsmatrise for Fjord1 i absolutte verdiar

Fjord1 31.12.2016 Prosentvise verdiar	Eigenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eigedelar
Driftsrelaterte AM	0,425	0,001	0,096	0,478			0,838
Finansielle AM				1,000			0,002
Driftsrelaterte OM				0,238	0,762		0,044
Finansielle OM					1,000		0,117
Totalkapital	0,356	0,001	0,080	0,412	0,150	0,00	1,000

Tabell 6-9 - Finansieringsmatrise for Fjord1 i prosentvise verdiar

Fjord1 må bruke heile sin eigenkapital, sine minoritetsinteresser, heile si langsiktige driftsrelaterte gjeld, og 97 prosent av si langsiktige finansielle gjeld til å finansiera sine driftsrelaterte anleggsmidlar. Dei driftsrelaterte eigedelane binder med det opp ein svært stor del av kapitalen. Vidare vert dei finansielle anleggsmidla finansierte fullt ut av den langsiktige finansielle gjelta, og dei driftsrealterte omløpsmidla vert delvis finansiert av langsiktig finansiell gjeld og delvis kortsiktig driftsrelatert gjeld. Den kortsiktige driftsrelaterte gjelta finansierar også dei finansielle omløpsmidla. Fjord1 unngår med dette å måtte finansiera omløpsmidla med kortsiktig finansiell gjeld og finansieringsstrukturen per 2016 er stabil.

Bransjen 31.12.2016 Absolutte talverdiar	Eigenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Total egedelar
Driftsrelaterte AM	1 218 115	114 361	414 450	1 427 257	428 613		3 602 796
Finansielle AM					19 335		19 335
Driftsrelaterte OM					433 058		433 058
Finansielle OM					49 617	497 627	547 244
Totalkapital	1 218 115	114 361	414 450	1 427 257	930 623	497 627	4 602 433

Tabell 6-10 - Finansieringsmatrise for bransjen i absolute verdiar

Bransjen 31.12.2016 Prosentvise verdiar	Eigenkapital	Minoritets-interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Total egedelar
Driftsrelaterte AM	0,338	0,032	0,115	0,396	0,119		0,783
Finansielle AM					1,000		0,004
Driftsrelaterte OM					1,000		0,094
Finansielle OM					0,091	0,909	0,119
Totalkapital	0,265	0,025	0,090	0,310	0,202	0,108	1,000

Tabell 6-11 - Finansieringsmatrise for bransjen i prosentvise verdiar

Fjord1 har finansiert 42,5 prosent av sine driftsrelaterte anleggsmidlar med eigenkapital, medan bransjen berre klarar å finansiera 33,8 prosent av sine driftsrelaterte anleggsmidlar med eigenkapital. Bransjen brukar også heile den langsiktige finansielle gjelda samt delar av den kortsiktige gjelta til å finansiera dei driftsrelaterte anleggsmidla, medan Fjord1 ikkje treng meir enn største delen av si langsiktige finansielle gjeld. Dette verkar fordelaktig for Fjord1, då dei ikkje har behov for å nytte kortsiktig finansiell gjeld til å finansiera omløpsmidlane sine, noko bransjen må. Det er med dette fordelaktig at Fjord1 har kapital til å finansiera større delar av sine omløpsmidlar med langsiktig kapital og treng ikkje nytta kortsiktig finansiell gjeld. Dette gir såleis eit inntrykk av at Fjord1 er solid finansiert og at det ikkje er noko stor risiko knytt til finansieringa sett relativt til bransjen.

6.2.4 Oppsummering av soliditetsanalysen

Soliditetsanalysen består av ein analyse av eigenkapitalprosenten, netto driftsrentabilitet og finansieringa av Fjord1 sett relativt til bransjen. Dette for å undersøka om Fjord1 har evne til å stå i mot ein lenger periode med tap, sett i forhold til bransjen. Fjord1 har ein høgare eigenkapitalprosent enn det bransjen har sett bort ifrå første året i analyseperioden. Denne ligg på 35,69 prosent i 2016, medan bransjen samanlikna ligg på 26,86 prosent. Netto driftsrentabiliteten til Fjord1 har i analyseperioden vært litt under bransjegjennomsnittet, men har i 2016 nådd nivået til bransjen med 10,7 prosent. Dette indikerer at Fjord1 i dag har bortimot lik avkasting som bransjen på sine driftseigedelar. Finansieringsmatrisa viser at

finansieringsstrukturen til Fjord1 er noko betre enn bransjen då dei får finansiert ein større del av sine eidedalar med eigenkapital og nyttar mindre kortsiktig gjeld til å finansiera omløpsmidlane. Samla sett vil soliditetsrisikoen til Fjord1 på lang sikt verta sett på som låg, då dei har evne til å tolle lengre periodar med negative resultat.

6.3 Syntetisk rating

Syntetisk rating er ei oppsummering av ulike nøkkeltal som framkjem av den kortsiktige likviditetsanalysen og den langsiktige soliditetsanalysen (Penman, 2013). Den syntetiske ratinga vert presentert som ein karakter. Nøkkeltala som vert nytta for den syntetiske ratinga er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, etter forslag frå Knivsflå (2017, 8). Det eksisterer fleire verksemder som arbeider med organiserte ratingar, til dømes Standard & Poor's og Fitch. Det vert her tatt utgangspunkt i Standard & Poor's sine ratingklassar ved gjennomføring av den syntetiske ratinga av Fjord1. Ratingklassane og tilhøyrande forholdstal er presentert i tabell 6-12. Karakteren vert representert med bokstavar og kvar karakter reflekterer sannsynet for konkurs i løpet av det neste året. Den gjennomsnittlege karakteren vert nytta som utgangspunkt for karaktersettinga, og nyttar så karakterane for kvart enkelt forholdstal, samt den kvalitative strategiske analysen i kapittel 4 i den totale vurderinga av ratinga av Fjord1 og bransjen.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Eigenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurssannsyn
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

Tabell 6-12 - Grense- og medianverdi for fastsetting av syntetisk rating, med tilhøyrande konkurssannsyn (Knivsflå, 2017, 8)

Som tabell 6-12 illustrerer har kvart forholdstal eit tilhøyrande konkurssannsyn. Dette vil verta utgangspunktet i vurderinga av konkurssannsynet til Fjord1, men den totale risikoanalysen vil verta vurdert ved fastsetting av den endelige ratinga.

Tabell 6-13 viser syntetisk rating for Fjord1 og bransjen over analyseperioden, med utgangspunkt i forholdstala berekna i kapittelet:

Syntetisk rating	2012		2013		2014		2015		2016		Gjennomsnitt	
	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating
Likviditetsgrad 1												
Fjord1	0,697	B	0,646	CCC	0,717	B	0,774	B	1,069	BB	0,781	B
Bransjen	1,783	BBB	1,676	BBB	1,592	BBB	1,295	BB	1,425	BBB	1,554	BBB
Rentedekningsgrad												
Fjord1	0,511	B	1,268	BB	1,990	BBB	2,732	A	5,387	AA	2,378	A
Bransjen	2,590	BBB	2,081	BBB	1,542	BBB	2,831	A	4,630	AA (A)	2,735	A
Eigenkapitalprosent												
Fjord1	0,255	BB	0,247	B	0,277	BB	0,308	BB	0,357	BBB	0,289	BB
Bransjen	0,270	BB	0,228	B	0,211	B	0,222	B	0,239	B	0,234	B
Netto driftsrentabilitet												
Fjord1	0,012	CCC	0,035	B	0,054	BB	0,063	BB	0,113	BBB/A	0,055	BB
Bransjen	0,051	BB	0,051	BB	0,055	BB	0,071	BB	0,109	BBB/A	0,067	BB
Samla												
Fjord1	B		B		BB		BB		BBB		BB	
Bransjen	BB		BB		BB		BB		BBB		BB	

Tabell 6-13 - Syntetisk rating for Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Tabellen viser ei oversikt over syntetisk rating for Fjord1 og bransjen over analyseperioden, og det er utarbeida ein samla ratingkarakter basert på rating av dei fire presenterte forholdstala. Som det kjem fram av tabellen har Fjord1 med utgangspunkt i desse forholdstala ei samla gjennomsnittleg syntetisk rating på karakteren BB over analyseperioden. Dette tilseier eit konkurssannsyn på 0,97 prosent. Samanlikna oppnår også bransjen same gjennomsnittlege rating med karakteren BB over analyseperioden.

Den totale ratinga av Fjord1 bør vera satt basert på ei heilskapleg vurdering av risikoene til selskapet og verta sett til eit nivå som verkar rimeleg ut i frå dette. I vurderinga av den syntetiske ratinga som gir Fjord1 karakteren BB er det tatt utgangspunkt i utplukka nøkkeltal, men i vurderinga av den totale syntetiske ratinga til Fjord1 er det også hensiktsmessig å ta omsyn til dei andre forholdstala analysert i dette kapittelet. I likviditetsanalysen er det to nøkkeltal som vert analysert, men som ikkje inngår i sjølve ratinga. Dette er likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekninggrad. Desse nøkkeltala er med på å byggje under den syntetiske ratinga, der

Fjord1 er på tilnærma det same nivået som bransjen. Den frie kontantstraumen til eigenkapitalen til Fjord1 har også halde seg stabilt god over analyseperioden, med unntak av 2013. Desse forholdstala er med det med på å byggje under den syntetiske ratinga, og den samla gjennomsnittlege ratinga med karakteren BB verkar fornuftig.

I vurderinga av den samla syntetiske ratinga er det også hensiktsmessig å ta omsyn til forhold avdekka i den strategiske analysen i kapittel 4. Her vart det gjennomført ein strategisk analyse som avdekker at det ligg ein historisk bransjefordel i bransjen Fjord1 opererer i, og at Fjord1 har ein tilnærma lik fordel i sine ressursar sett relativt til bransjen. I delkapittel 4.4.2 vart det gjennomført ein SWOT-analyse. Denne tar utgangspunkt i den strategiske analysen i kapittelet og peikar på moglegheiter og truslar for bransjen, samt styrkar og svakheiter som gjeld internt for Fjord1.

Som SWOT-analysen viser er det fleire moglege truslar bransjen møter som kan vera med på å bremsa lønnsemda i bransjen. Krava til teknologisk utvikling vert stadig høgare og det vert vedtatt utbygging av ny infrastruktur, som veg, bruver og tunnelar. Dette kan igjen bidra til å auke den interne rivaliseringa i bransjen. Dei teknologiske krava bransjen vert stilt ovanføre kan utgjera både ein moglegheit og ein trussel. Klarar ein å henga med på utviklinga kan dette gi ein stor bransjefordel, men motsett kan det også medføra at bransjen blir svekka om dei ikkje klarar å utvikla seg hurtig nok. Internt vil det vera viktig for Fjord1 å auka utnyttinga av flåten sin, som dag reknast som därleg organisert og medfører ei ressursulempe.

I vurderinga av den samla ratinga til Fjord1 må ein sjå om den syntetiske ratinga med karakteren BB verkar som ein rimeleg karakter for den totale kreditrisikoen. Likviditetsanalysen og soliditetsanalysen tilseier at dette er ein rimeleg karakter. Ved å også sjå dette i lys av den strategiske analysen i kapittel 4 vil det vera betydelege utfordringar bransjen og Fjord1 står ovanføre. Desse utfordringane kan derimot også skapa moglegheiter gjennom fordelar knytt til teknologi og utviding til nye marknadar. Basert på dette verkar den karakteren som framkjem av den syntetiske ratinga som ein rimeleg karakter for risikoen til Fjord1. Det er altså ikkje identifisert forhold i bransjen som tilseier at konkursrisikoen bør vera høgare enn den som framkjem i den syntetiske ratinga. Det er identifisert ei intern ressursulempe i Fjord1, men denne vert ikkje anset som så betydelig stor at det vert sett på som nødvendig å korrigere Fjord1 sin konkursrisiko.

Ut i frå denne vurderinga vil samla syntetiske rating for Fjord1 vera karakteren BB, som gir ein konkursrisiko på 0,97 prosent. Dette vil vera same risiko som for bransjen samla sett.

6.4 Oppsummering av risikoanalysen

Likviditetsanalysen viser at Fjord1 ved slutten av analyseperioden ligg på same nivå som bransjen på dei aktuelle forholdstala; likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell gjelsdekningsgrad og rentedekningsgrad. Dette indikerer at Fjord1 har god evne til å dekka sine kortsiktige forpliktingar etter kvart som dei forfell. Soliditetsanalysen viser at Fjord1 har ein høgare eigenkapitalprosent enn bransjen over heile analyseperioden, og ligg om lag 9 prosentpoeng over bransjen i 2016. Fjord1 sin netto driftsrentabilitet er i starten av analyseperioden lågare enn bransjen, men har ein større vekst i løpet av analyseperioden, og er ved slutten av perioden høgare enn bransjenivået. Finansieringsmatrisa viser også at Fjord1 si finansiering er forsvarleg og dei har ei høgare eigenkapitalfinansiering enn bransjen, samt ein større del av deira omløpsmidlar er finansierte av langsiktig gjeld enn det bransjen sine er. Den strategiske analysen i kapittel 4 er med på å byggje under det risikonivået som Fjord1 møter, og det konkluderast med at den syntetiske ratinga til Fjord1 er BB, som vil seie at Fjord1 har eit sannsyn for konkurs på 0,97 prosent. Dette er ein låg samla kreditrisiko, og sannsynet for at Fjord1 vil gå konkurs er lågt.

7 Historisk avkastningskrav

Verksemda må gi kapitaleigarane avkastning på kapitalen dei har skote inn. Avkastningskravet reflekterer kva avkastning som er forventa for eigarane og andre investorar ved alternativ plassering av kapitalen til same risiko (Kaldestad & Møller, 2011). Det er altså ein samanheng mellom avkastningskrav og lønsemrd. Av den grunn er det relevant å sjå på historisk avkastningskrav ved verdivurdering av verksemder, sidan verksemder som historisk sett har hatt høg lønsemrd har ein tendens til å ha høg lønsemrd også i framtida (Gjesdal & Johansen, 1999). Det historiske avkastningskravet fungerer altså som ein målestokk for rentabilitet og investeringa er berre lønsam viss avkastinga er større enn avkastningskravet (Knivsflå, 2017, 9).

I dette kapittelet vert det utarbeida eit historisk avkastningskrav for Fjord1, som i kapittel 8 vil nyttast i analysen av lønsemrd. Kravet vert også seinare nytta som diskonteringsrente ved utarbeiding av framtidig verdi i kapittel 10. Ved fastsetting av eigenkapitalkravet vert kapitalverdimodellen nytta (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Fjord1 vart nyleg børsnotert og me finn eigenkapitalbetaen ved å innhente data om aksjekursen til verksemda, og gjennomfører deretter ei regresjonsanalyse mot hovudindeksen til Oslo Børs, samt å nytte bransjebetaen. Deretter vil netto finansielt gjeldskrav fastsettast, til slutt vert netto driftskapitalkrav fastsett. Netto driftskrav er eit vekta krav (WACC) mellom eigenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav. Alle vektene som er nytta er basert på gjennomsnittleg balanseførte verdiar. I kapittel 8 vert også gjennomsnittleg kapital nytta ved utrekning av rentabilitet, slik at det vert konsistens mellom krav og rentabilitet. Vektene vert oppdatert til verkeleg verdi i del 3 av oppgåva.

7.1 Teori for avkastningskrav

Avkastninga skal kompensera for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2011). Når investorar gjer investeringar krev dei ei avkastning som er minst like stor som avkastninga på tilsvarande investeringar, etter at dei har teke omsyn til relevant risiko (Knivsflå, 2017, 9). Før ein då fastset kravet er det viktig å avdekka kva risiko som er relevant å ta omsyn til. Som nemnt i innleiinga til kapittel 6 har ein veldiversifisert investor spreidd risikoen og den einaste relevante risikoen er dermed den systematiske. Ved utrekning av avkastningskravet vert det dermed berre teke omsyn til den systematiske risikoen, altså marknadsrisko.

Kapitalverdimodellen, som vert nytta ved utarbeiding av eigenkapitalkravet, tek berre omsyn til systematisk risiko (Petersen, et al., 2017). Kapitalverdimodellen er uteia slik:

$$\text{Eigenkapitalkravet (ekk)} = r_f + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f) + ilp$$

der r_f er risikofri rente etter skatt, β_{EK} er eigenkapitalbetaen, r_m er avkastinga på marknadsporteføljen, $r_m - r_f$ er risikopremien til marknaden (mrp), og ilp er likviditetspremien. Minoritetsinteressekravet tar utgangspunkt i eigenkapitalkravet, men justerast for ein eventuell ekstra illikviditetspremie.

$$\text{Minoritetsinteresse (mik)} = ekk + ilp_{MI}$$

Den ekstra illikviditetspremien avheng av risikoen for at investor blir innelåst i ei illikvid aksje (Kaldestad & Møller, 2011).

Netto finansielt gjeldskrav (nfgk) er det vekta kravet mellom finansielt gjeldskrav (fgk) og finansielt egedelskrav (fek):

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

Netto driftskrav (ndk) er det vekta kravet til eigenkapitalkravet og netto finansiell gjeldskrav:

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

7.2 Risikofri rente, risikopremie og beta

I dette delkapittelet vert dei ulike komponentane i kapitalverdimodellen forklart og fastsett for analyseperioden.

7.2.1 Risikofri rente

Ved utrekning av det historiske avkastningskravet ligger den risikofrie renta i botnen, sidan alle risikable investeringsprosjekt må, som eit minimum, vera i stand til å gi ein betre avkastning

enn denne. Risikofri rente er ein hypotetisk avkastning på eit verdipapir som ikkje har konkurs- eller misleghaldsrisiko (Kaldestad & Møller, 2011). Det nærmaste ein kjem ei risikofri rente er statsobligasjonar eller NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate). Me har valt å nytte NIBOR-renta. NIBOR er ein samlebetegnelse på pengemarknadsrenter med ulik løpetid. Rentene skal spegla kva ein bank krev for eit utlån, som ikkje er sikra, i norske kroner i ein anna bank (Finans Norge, 2017). Ved bruk av NIBOR-renta må ein trekka frå ein risikopremie for bankane sin konkursrisiko. Risikopremien er basert på gjennomsnittleg rating i norske bankar (rating AA), med frådrag for skatt (Knivsflå, 2017, 9).

Det neste ein må ta stilling til ved val av risikofri rente er tidshorisonten; ei kort rente eller ei lang rente. Ei lang rente er meir stabil enn ei kort rente, og avkastningskravet vil dermed vera meir stabilt ved bruk av lang rente. Det er derimot ofte innbakt likviditetspremie og premie for inflasjonsrisiko i ei lang rente. Dette gjer at lange renter i prinsippet ikkje er risikofrie. Ei kort rente er derimot ikkje utsett for inflasjonsrisiko, og inneholder dermed ikkje likviditetspremie eller risikopremie. Det vil difor takast utgangspunkt i ei kort rente ved utrekning av risikofri rente, og det er valt å ta utgangspunkt i 3-månaders NIBOR-rente. Tabell 7.1 viser utrekning av risikofri rente etter skatt over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
NIBOR-rente (3mnd)	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,017
- Kort kreditrisikopremie	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,011
- Skatt (28% / 27% / 25%)	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,008

Tabell 7-1 - Risikofri rente etter skatt over analyseperioden

Gjennomsnittleg risikofri rente etter skatt er 0,8 prosent.

7.2.2 Risikopremie

Marknadsrisikopremien er den meiravkastninga finansielle investorar i aksjemarknaden forventar å få samanlikna med den risikofrie renta (Kaldestad & Møller, 2011). Marknadsrisikopremien utgjer dermed forskjellen mellom marknaden si forventa avkastning og risikofri rente etter skatt. Premien kan med det reknast som ein kompensasjon for å ta på seg marknadsrisiko. For å estimere risikopremien for det enkelte år over analyseperioden finst det fleire ulike metodar. Knivsflå (2017, 9) bruker historiske data med ein kombinasjon av kortsiktig og langsiktig perspektiv, og denne måten vil følgjast. Kortsiktig risikopremie er vekta

med 25 prosent og strekker seg fra 1995 til 2016. Den langsiktig risikopremie er vekta med 75 prosent og strekker seg fra 1958 til 2016. Alle tal er henta frå Oslo Børs. Tabell 7-2 viser utrekninga av marknadsrisikopremien over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kortsiktig risikopremie 1995 - 2016	0,039	0,041	0,040	0,041	0,041	0,040
• Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
+ Langsiktig risikopremie 1958 - 2016	0,051	0,051	0,051	0,052	0,052	0,051
• Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
= Marknadsrisikopremie	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049

Tabell 7-2 - Marknadsrisikopremien over analyseperioden

Gjennomsnittleg normalisert risikopremie etter skatt over analyseperioden er 4,9 prosent. Kaldestad & Møller (2011) meiner at ein risikopremie over tid vil ligge mellom 4 og 5 prosent. PwC (2016) sin årlege spørjeundersøking blant norske finansanalytikarar viser at marknadsrisikopremien i det norske marknaden ligg på 5 prosent. Det vil på bakgrunn av dette vera rimeleg å bruke vår utrekna marknadsrisikopremie på 4,9 prosent.

7.2.3 Gjennomsnittleg eigenkapitalbeta for analyseperioden

Beta er eit mål på den enkelte aksje sin risiko sett relativt til aksjemarknaden, og seier noko om kor eksponert den er for den generelle marknadsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2011). Damodaran (2012) foreslår tre ulike metodar for å estimera eigenkapitalbetaen. Den første er å bruke historisk data rundt aksjeprisar for verksemda og marknaden. Her innhentar ein historiske data om aksjekursen til verksemda og gjennomfører ein regresjonsanalyse mot hovudindeksen til for eksempel Oslo Børs. Den andre metoden er å nytte rekneskapsinformasjon. Ved å innhente informasjon frå verksemda sine endringar i inntening i kvartals- eller årsrapportar kan ein relatere endringa til endringar i inntening i marknaden i same periode. Basert på dette kan ein gjennomføre ein regresjonsanalyse og komma fram til eit estimat på betaen. Den siste metoden er å estimere eigenkapitalbetaen ved hjelp av betaverdiar for samanliknbare verksemder. Då finn ein betaen gjennom ei regresjonsanalyse til ei eller fleire samanliknbare verksemder, og reknar ut ein snittbeta.

For å kunne nytte den første metoden er det ein føresetnad at selskapet er børsnotert. Fjord1 vart børsnotert i august i år. Sidan det er relativt kort tid sidan noteringa fann stad har me relativt få aksjekursar å ta utgangspunkt i. Kaldestad og Møller (2011) anbefaler denne metoden då ein

sjølv har kontroll over framgangsmåte, i motsetning til om ein nytter betaverdiar berekna av andre aktørar.

Den andre metoden baserer seg, som nemnt, på rekneskapsinformasjon. I følgje Damodaran (2012) er det kytt tre problem til denne metoden. Det største problemet er at datagrunnlaget er for lite. For børsnoterte verksemder vert det kvart kvartal gitt ut ein kvartalsrapport i tillegg til ein årsrapport ein gang i året. For at metoden skulle vert effektivt burde ein ha tilgang til hyppigare rapportar og ikkje berre kvartals- og årsrapportar. Eit anna problem er at innteninga til verksemda kan vera påverka av heilt andre faktorar enn faktorar i marknaden. Det siste problemet er knytt til såkalla "smooth earnings". Verksemder har ein tendens til å fordele inntekter og utgifter ut over fleire periodar slik at dei observerte nøkkeltala for kvar periode kan vera misvisande. Dette fører til at betaen vanlegvis vert tilnærma lik 1 for alle selskap ved bruk av rekneskapsinformasjon.

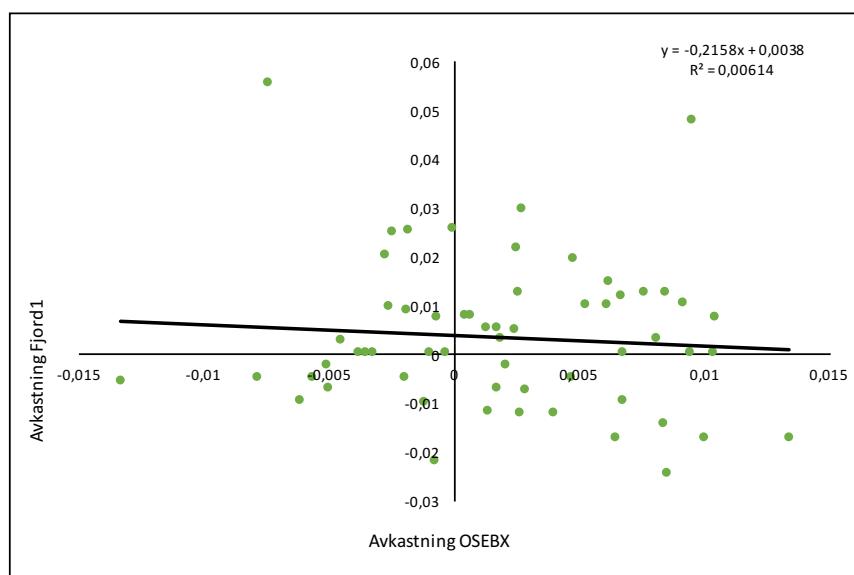
Den siste metoden er å estimera eigenkapitalbetaen ved hjelp av betaverdiar for samanliknbare verksemder. For å kunne nytte denne metoden er det ein føresetnad at dei samanliknbare selskapa er børsnoterte slik at ein kan beregne betaverdien ut i frå dei historiske aksjekursane. Selskapa ein vel å bruke bør vera så like som vårt selskap som mogleg. Selskapa bør operere i same bransje, ha liknande driftsmetode, produkt og kundar. Dess likare selskapa er vårt selskap, dess betre og meir nøyaktig vil den estimerte snittbetaen vere.

Den første metoden hadde klart vert den beste å nytta, om det ikkje hadde vert for at det er så kort tid sidan Fjord1 vart børsnotert. Me kan gjennomföra ein regresjonsanalyse basert på daglege aksjekursar sidan noteringa fann stad. Dette er relativt uvanleg og vil ikkje aleine gi eit godt estimat på eigenkapitalbetaen. Som nemnt ovanfor er det fleire problem ved å nytta metoden, i tillegg har Fjord1 berre gitt ut årsrapportar fram til andre kvartal i år. Å utføre ein regresjonsanalyse basert på så få observasjonar som me har tilgang til kan føre til eit dårleg estimat på eigenkapitalbetaen. Det største problemet med den siste metoden er at ingen verksemder, som er direkte samanliknbare med Fjord1, er børsnoterte.

Ingen av desse metodane er dermed fullt ut gode framgangsmåtar for å beregne eigenkapitalbetaen. Ei mogleg løysning er å nytte Damodaran (2017) sine estimat på ulike bransjebetaer. I dette datasettet fin ein bransjebeta for blant anna transport og skipsbygging og marine, som er dei mest relevante bransjane for Fjord1. Ved å utvide omgrepet for

”samanliknbare verksemder” kan ein av bransjebetaen til Damodaran nyttast. Fleire verksemder knytt til liknande bransjar som ferje- og hurtigbåtbransjen dannar grunnlaget for betaen til skipsbyggings- og marinebransjen, og me har dermed valt å nytte denne.

For å berekne eigenkapitalbetaen har me altså valt å nytte Damodaran sitt betaestimat for skipsbygnings- og marinebransjen, samt å gjennomføra ei regresjonsanalyse basert på daglege aksjekursar. Dette vil gi ein beta som liknar bransjen og samtidig tar omsyn til risikoen knytt til Fjord1 sine aksjar. Damodaran sitt betaestimat vil vektast med $\frac{2}{3}$ og regresjonsanalysen sitt betaestimat med $\frac{1}{3}$. Regresjonsanalysen til Fjord1 er vist i figur 7-1:



Figur 7-1 – Regresjonsanalyse basert på daglege aksjekursar

Regresjonsanalysen av den daglege avkastninga til Fjord1 og hovudindeksen til Oslo Børs gir oss eit betaestimat på -0,216. Dette tyder at Fjord1 beveger seg i motsett retning av marknaden. Bransjebetaen til skipsbygnings- og marinebransjen var per januar 2017 0,83 (Damodaran, 2017). Utifra verdien på bransjebetaen kan eigenkapitalbetaen til vår verksemde finnast ut i frå følgjande formel (Knivsflå, 2017, 9):

$$\beta_{EK} = \beta_{Bransje} \cdot (1 + \text{netto finansiell gjeldsgrad})$$

Damodaran (2012) omtaler justering av betaen. Denne justeringa bygger på empiriske undersøkingar som viser at betaverdien til verksemder over tid beveger seg mot marknaden sin

betaverdi, som er 1. På bakgrunn av dette vert eigenkapitalbetaen justert etter formelen til Bloomberg, som kan utleiaast slik (Damodaran, 2012):

$$\beta_{\text{Eigenkapital justert}} = (\beta_{\text{Eigenkapital}} \cdot 2/3) + 1/3$$

Tabell 7-3 viser resultatet av utrekninga av eigenkapitalbetaen:

	Snitt
Bransjebeta	0,830
• 1 + netto finansiell gjeldsgrad	2,606
• Vekt	0,667
+ Eigenkapital beta - regresjon	-0,216
• vekt	0,333
= Eigenkapitalbeta	1,370
Justert eigenkapitalbeta	1,247

Tabell 7-3 – Eigenkapitalbeta

Etter å ha gjennomført ein Bloomberg-justering har me ein gjennomsnittleg justert eigenkapitalbeta på 1,247.

7.2.4 Likviditetspremie

Ein likviditetspremie skal kompensere investorane for innlåsingsrisikoen ved ei illikvid plassering, ei plassering som er relativt dyr og vanskeleg å komma seg ut av (Kaldestad & Møller, 2011). Ein stiller då høgare krav til aksjen sin avkastning enn om aksjen kan omsettast fritt i marknaden utan kostandar. Det eksisterer ingen enkel teori for å fastsetta premien, og det vert difor tatt utgangspunkt i ei skjønnsbasert tilnærming. Storleiken på premien avheng av graden av marknadssvikt, selskapsspesifikk risiko og innlåsing i aksjen (Knivsflå, 2017, 9). Børsnoterte aksjar er som regel meir likvide enn ikkje børsnoterte aksjar. Fjord1 er børsnotert, noko som taler for at den er lett omsetteleg, men det er relativt liten eigarspreiing i Fjord1 og den største aksjonären eig 50,5 prosent av verksemda. Småinverstoarar har dermed liten innflytelse i utbyttespørsmål og liknande. Aksjen er heller ikkje blant dei mest selde på Oslo Børs. På grunnlag av dette vert Fjord1 vurdert som mindre likvid og den årlege likviditetspremien vert fasett til 0,5 prosent for majoriteten og eit tillegg på 1,5 prosent ekstra for minoriteten.

7.2.5 Årleg eigenkapitalbeta

Miller-Modigliani teorem 1 fastslår at verdien av ei verksemnd er uavhengig av korleis den er finansiert (Damodaran, 2017). Dette inneberer at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden, gitt at verksemda ikkje har finansielle krisekostnad. På bakgrunn av likviditets- og soliditetsanalysen gjennomført i kapittel 6 er det ikkje grunn til å tru at det skal oppstå ei finansiell krise i Fjord1. Eigenkapitalbeta for kvart enkelte år kan dermed utleiaast ved å nytta følgjande formel (Knivsflå, 2017, 9):

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) \cdot n_{fgg}$$

Netto driftsbeta og netto finansiell gjeldsbeta vert utrekna i høvesvis delkapittel 7.4 og 7.3.4. Eigenkapitalbeta er dermed einaste ukjente faktor og kan bereknast residualt for det enkelte år.

Tabell 7-4 viser utrekningen av årleg justert eigenkapitalbeta:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Netto driftsbeta	0,530	0,530	0,530	0,530	0,530	0,530
+ $\beta_{NDK} - \beta_{NFG}$	0,442	0,440	0,462	0,457	0,496	0,459
• Netto finansiell gjeldsgrad	1,848	1,946	1,792	1,423	1,018	1,606
= Årleg justert eigenkapitalbeta	1,347	1,387	1,359	1,181	1,035	1,247

Tabell 7-4 - Justert eigenkapitalbeta over analyseperioden

7.3 Krav til eigenkapital og netto finansiell gjeld

I dette delkapittelet vert kravet til eigenkapitalen og netto finansiell gjeld estimert. Estimatet er basert på komponentane som vart funne i delkapittel 7.2. For å estimere kravet til netto finansiell gjeld vil det først gjerast ei berekning av eit finansielt gjeldskrav og eit finansielt egedelskrav.

7.3.1 Eigenkapitalkrav

Eigenkapitalkravet vert, som nemnt, berekna med utgangspunkt i kapitalverdimodellen (Petersen, et al., 2017):

$$\text{Eigenkapitalkravet (ekk)} = r_f + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f) + ilp$$

Tabell 7-5 viser eigenkapitalkravet over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
NIBOR-rente (3mnd)	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,017
- Kredittriskopremie	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,011
- Skatt (28% / 27% / 25%)	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,003
= Riskofri rente etter skatt	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,008
+ Justert beta	1,347	1,387	1,359	1,181	1,035	1,247
• Risikopremie etter skatt	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049
+ Likviditetspremie majoritet	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Eigenkapitalkrav	0,080	0,081	0,079	0,070	0,062	0,074
+ Illiquiditetspremie minoritet	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
= Minoritetskrav	0,095	0,096	0,094	0,085	0,077	0,089

Tabell 7-5 - Eigenkapitalkravet over analyseperioden

Ut frå tabellen ser ein at eigenkapitalkravet vert redusert over analyseperioden. Ein av grunnane til dette er at risikofri rente og eigenkapitalbetaen har ein fallande trend gjennom perioden, med unntak av eigenkapitalbetaen i 2013. Det er ei marginal endring i marknadsrisikopremien i analyseperioden, og denne har dermed ikkje innverknad på endringa i eigenkapitalkravet. Samla sett gir dette ein gjennomsnittleg eigenkapitalkrav på 7,4 prosent.

I det følgjande er alle presenterte formlar henta frå Knivsflå (2017, 9).

7.3.2 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav vert berekna etter følgjande formel:

$$fgk = \text{Risikofri rente etter skatt} + \text{Lang kredittriskopremie}$$

Risikofri rente er allereie utrekna i delkapittel 7.2.1. Det neste steget blir difor å anslå ein kredittriskopremie på Fjord1 si gjeld. Knivsflå (2017, 9) sin metodikk vert her nytta, der ein finn kredittriskopremien direkte frå tabell 7-6 basert på den syntetiske ratinga til verksemda frå kapittel 6, i tabell 6-13. Ein nyttar lang kredittriskopremie for langsiktig gjeld og kort kredittriskopremie for kortsiktig gjeld.

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

Tabell 7-6 - Kreditrisikopremie

Fjord1 si finansielle gjeld består hovudsakleg av langsiktige kredittar, og den langsiktige kreditrisikopremien etter skatt vert difor nytta. Tabell 7-7 viser finansielt gjeldskrav over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,008
+ Lang kreditrisikopremie etter skatt	0,044	0,044	0,031	0,031	0,014	0,033
= Finansielt gjeldskrav	0,055	0,053	0,040	0,038	0,020	0,041

Tabell 7-7 - Finansielt gjeldskrav over analyseperioden

Vidare kan implisitt finansiell gjeldsbeta bereknast. Denne vert nytta i forbindelse med berekning av netto finansielt gjeldskrav, ut i frå følgjande formelen:

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

Som nemnt ver det nytta lang kreditrisikopremie etter skatt for utrekning av finansiell gjeldsbeta. Marknadsrisikodelen er den delen av konkursrisikoen som kjem av den generelle økonomien, og ligg mellom 0 og 1 (Knivsflå, 2017, 9). Marknadsrisikodelen kan ein observere i ei regresjonsanalyse, gjennom forklaringskrafta (R^2). Sidan regresjonsanalysen me gjennomførte var basert på daglege observasjonar over ein relativt kort periode var forklaringskrafta vår svært låg. Me har difor valt å finne marknadsrisikodelen basert på skjønn. Marknadsrisikodelen bør vera låg dersom mesteparten av kreditrisikopremien er knytt til selskapsspesifikke forhold. Kreditrisikopremien er basert på Fjord1 sin syntetiske rating, som er basert på forhold knytt til Fjord1. Det blir difor valt ein marknadsrisikodel på 0,1. Dette gir følgjande finansiell gjeldsbeta over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Syntetisk rating	B	B	BB	BB	BBB	BB
Lang kreditrisikopremie	0,044	0,044	0,031	0,031	0,014	0,033
÷ Marknadspremien	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,917	0,907	0,642	0,629	0,284	0,676
• mrd	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
= Finansiell gjeldsbeta	0,092	0,091	0,064	0,063	0,028	0,068

Tabell 7-8 - Finansiell gjeldsbeta over analyseperioden

7.3.3 Finansielt egedelskrav

Kravet til finansielle egedelar er eit vekta krav mellom kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet, sidan finansielle egedelar er summen av kontantar, fordringar og investeringar. Finansielt egedelskrav kan utleiaast slik:

$$fek = r_f \cdot (1 - s) \cdot \frac{KON}{FE} + (r_f \cdot (1 - s) + krp) \cdot \frac{FOR}{FE} + (r_f \cdot (1 - s) + \beta_{INV} \cdot mrp + ilp) \cdot \frac{INV}{FE}$$

Det er forbundet ulik risiko med dei tre undergruppene av finansielle egedelar, og følgeleg har dei dermed ulikt avkastingskrav, som vist i formelen over. Det føresetjast at betaverdien til kontantane er 0, og såleis at kontantane er risikofrie. Kravet til finansielle fordringar sette lik den risikofrie renta tillagt ein kreditrisikopremie. Det vert føresett at fordringane til Fjord1 har same rating som verksemda, altså BB, slik at gjennomsnittleg kort kreditrisikopremie utgjer 2,7 prosent. Når det kjem til verksemda sine finansielle investeringar vert det føresett at dei er veldiversifiserte, som gir betaverdien til investeringane nær 1, og likviditetspremien lik 0. Med utgangspunkt i føresetnadane nemnt over kan Fjord1 finansielle egedelskrav og finansielle egedelsbeta bereknast, som vist i tabell 7-9 og 7-10:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kontantkrav	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,008
• Kontantvekt	0,848	0,876	0,945	0,976	0,982	0,925
+ Fordringskrav	0,038	0,036	0,036	0,034	0,033	0,035
• Fordringsvekt	0,029	0,027	0,017	0,015	0,011	0,020
+ Investeringskrav	0,059	0,057	0,057	0,056	0,055	0,057
• Investeringsvekt	0,124	0,097	0,039	0,009	0,007	0,055
= Finansielt egedelskrav	0,018	0,014	0,011	0,007	0,007	0,011

Tabell 7-9 - Finansielt egedelskrav over analyseperioden

Før finansiell egedelsbeta kan bereknast, må ein beregne fordringsbetaen. Fordringsbetaen kan utleiaast slik:

$$\beta_{\text{FOR}} = \frac{\text{krp} \cdot \text{mrp}}{\text{mrd}}$$

Her vert det nytta ein kort kreditrisikopremie etter skatt, som tar utgangspunkt i den gjennomsnittlege ratinga av verksemda, altså BB. Marknadsrisikodelen er 0,1, som vart fastsett i delkapittel 7.3.2. Dette gir følgjande fordringsbeta over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Syntetisk rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Kort kreditrisikopremie	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
+ Marknadspremien	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049
= Fordringsbeta når mrd = 1	0,563	0,557	0,560	0,548	0,548	0,555
• mrd	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
= Fordringsbeta	0,056	0,056	0,056	0,055	0,055	0,056

Tabell 7-10 - Fordringsbeta over analyseperioden

Alle nødvendige tal for å berekna den finansielle egedelsbetaen er no tilgjengeleg, og denne kan som vist i tabell 7-11 bereknast:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
• Kontantvekt	0,848	0,876	0,945	0,976	0,982	0,925
+ Fordringsbeta	0,056	0,056	0,056	0,055	0,055	0,056
• Fordringsvekt	0,029	0,027	0,017	0,015	0,011	0,020
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
• Investeringsvekt	0,124	0,097	0,039	0,009	0,007	0,055
= Finansiell egedelsbeta	0,125	0,098	0,039	0,010	0,008	0,056

Tabell 7-11 - Finansiell egedelsbeta

7.3.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er det vekta kravet mellom finansielt gjeldskrav og finansielt egedelskrav:

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

Dette gir eit gjennomsnittleg gjeldskrav på 4,7 prosent, som tabell 7-12 viser:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,055	0,053	0,040	0,038	0,020	0,041
• Finansiell gjeldsvekt	1,106	1,108	1,145	1,193	1,299	1,170
- Finansiell egedelskrav	0,018	0,014	0,011	0,007	0,007	0,011
• Finansiell eigendelsvekt	0,106	0,108	0,145	0,193	0,299	0,170
= Netto finansielt gjeldskrav	0,059	0,057	0,044	0,043	0,024	0,045

Tabell 7-12 - Netto finansielt gjeldskrav over analyseperioden

Vidare er netto finansiell gjeldsbeta rekna ut ved å vekte beta til finansiell gjeld og beta til finansielle egedelar:

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

Dette gir ein gjennomsnittleg netto finansiell gjeldsbeta på 0,07, som tabell 7-13 viser:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,092	0,091	0,064	0,063	0,028	0,068
• Finansiell gjeldsvekt	1,106	1,108	1,145	1,193	1,299	1,170
- Finansiell egedelsbeta	0,125	0,098	0,039	0,010	0,008	0,056
• Finansiell eigendelsvekt	0,106	0,108	0,145	0,193	0,299	0,170
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,088	0,090	0,068	0,073	0,035	0,070

Tabell 7-13 - Netto finansiell gjeldsbeta over analyseperioden

7.4 Krav til netto driftskapital

Kravet til netto driftskapital angir Fjord1 sitt avkastningskrav på totalkapitalen og vert berekna ved å vekte krava til eigenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2017, 9). Utrekninga er vist i tabell 7-14:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Eigenkapitalkrav	0,080	0,081	0,079	0,070	0,062	0,074
• Eigenkapital/Netto driftskapital	0,347	0,337	0,356	0,411	0,494	0,389
+ Minoritetskrav	0,095	0,096	0,094	0,085	0,077	0,089
• Minoritet/Netto driftskapital	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,002
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,059	0,057	0,044	0,043	0,024	0,045
• Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,649	0,661	0,642	0,587	0,504	0,609
= Netto driftskrav	0,066	0,065	0,057	0,054	0,043	0,057

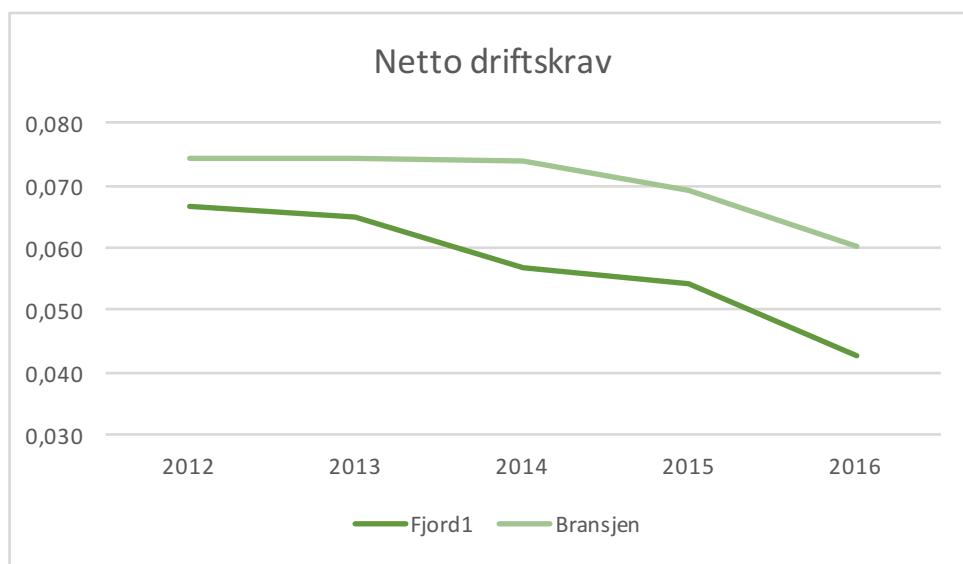
Tabell 7-14 - Netto driftskrav over analyseperioden

Netto driftsbeta kan så bereknast. Som nemnt i delkapittel 7.2.5 er netto driftsbeta konstant over analyseperioden. Dette vert illustrert i tabell 7-15:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Eigenkapitalbeta	1,347	1,387	1,359	1,181	1,035	1,247
• Eigenkapital/Netto driftskapital	0,347	0,337	0,356	0,411	0,494	0,389
+ Eigenkapitalbeta	1,347	1,387	1,359	1,181	1,035	1,247
• Minoritet/Netto driftskapital	0,004	0,003	0,002	0,001	0,001	0,002
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,088	0,090	0,068	0,073	0,035	0,070
• Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,649	0,661	0,642	0,587	0,504	0,609
= Netto driftsbeta	0,530	0,530	0,530	0,530	0,530	0,530

Tabell 7-15 - Netto driftsbeta over analyseperioden

Den historiske utviklinga i netto driftskrav for Fjord1 og bransjen over analyseperioden er framstilt i figur 7-2:



Figur 7-2 – Utviklinga i netto driftskrav Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Figur 7-2 viser at netto driftskrav til både Fjord1 og bransjen har vert fallande over analyseperioden. Fjord1 sitt driftskrav har falt noko meir enn bransjen sitt. I tabell 7-16 kjem skilnaden betre fram, gjennom dekomponering av driftskravet i krav til eigenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Eigenkapitalkrav Fjord1	0,080	0,081	0,079	0,070	0,062	0,074
Eigenkapitalkrav bransjen	0,087	0,091	0,100	0,103	0,102	0,097
Minoritetskrav Fjord1	0,095	0,096	0,094	0,085	0,077	0,089
Minoritetskrav bransjen	0,102	0,106	0,115	0,118	0,117	0,112
Netto finansielt gjeldskrav Fjord1	0,059	0,057	0,044	0,043	0,024	0,045
Netto finansielt gjeldskrav bransjen	0,214	0,064	0,054	0,044	0,029	0,081
Netto driftskrav Fjord1	0,066	0,065	0,057	0,054	0,043	0,057
Netto driftskrav bransjen	0,074	0,074	0,074	0,069	0,060	0,070

Tabell 7-16 - Dekomponering av driftskravet over analyseperioden

Ut i frå tabellen ser ein at eigenkapital- og minoritetskravet til Fjord1 er fallande, medan bransjen sitt er aukande gjennom analyseperioden. Årsaka til den store forskjellen i netto finansielt gjeldskrav i 2012 kjem av at Boreal har betydeleg meir finansielle egedelar enn dei andre aktørane i bransjen, noko som drar snittet kraftig opp dette året.

Salma sett ser ein at bransjen har hatt høgare avkastningskrav enn Fjord1. Den største ulikheita er i netto finansielt gjeldskrav. I tabell 7-14 ser ein vektene dei ulike krava til Fjord1 vert tillagt. Desse vektene er relativt like for Fjord1 og bransjen. Årsaka til at Fjord1 samla sett har eit lågare driftskrav enn bransjen kjem altså av at bransjen har hatt høgare avkastningskrav enn Fjord1 gjennom analyseperioden.

8 Analyse av lønnsemrd

I dette kapittelet vert det gjennomført ein strategisk rentabilitetsanalyse for å undersøka om det ligg ein strategisk fordel hos Fjord1. Rentabilitet er eit mål på den prosentvise avkastninga på investert kapital (Damodaran, 2012). Ved å sjå på rentabiliteten er det mogleg å samanlikna lønnsemra over tid og mellom ulike verksemder i bransjen (Petersen, et al., 2017). I rentabilitetsanalysen vil me starta med å sjå på eigenkapitalrentabiliteten i form av den strategiske fordelan, og deretter dekomponera fordelan i ein driftsfordel og ein finansieringsfordel. Fordelane som kjem fram vil sjåast i samanheng med diskusjonen og konklusjonane i den strategiske analysen kapittel 4.

Ettersom analysen av lønnsemrd vil legga grunnlaget for utarbeiding av framtidsrekneskapen i kapittel 9, vil det nyttast normaliserte tal. Det er ønskjeleg å avdekka verdien av framtidig drift, og dei unormale postane vert difor ikkje framskrivne. Desse er ikkje forventa at vil komma igjen periode etter periode og dermed ikkje relevante for budsjettering og framskriving. Den normaliserte rentabiliteten er den relevante, ettersom denne er forventa at dannar eit betre bilet av framtida (Knivsflå, 2017, 10). Utrekninga av rentabiliteten vert basert på etterskotsrente slik at dette kan samanliknast med eit etterskotskrav, og rentabiliteten vert berekna etter følgjande formel:

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

Utrekninga av rentabilitet baserer seg på gjennomsnittleg kapital. Alle formlane som vert presentert i kapittelet er henta frå Knivsflå (2017, 10) og (2017, 11).

8.1 Strategisk fordel

Den strategiske fordelan vert målt i form av eigenkapitalrentabiliteten og utgjer superrentabiliteten til eigenkapitalen. Eigenkapitalrentabiliteten presenterer avkastninga på eigenkapitalen til selskapet, og den strategiske fordelan er eventuell avkastning på eigenkapitalen utover kravet (Knivsflå, 2017, 10).

Ei verksemد har ein strategisk fordel, også kalla superrentabilitet, når eigenkapitalrentabiliteten er større enn eigenkapitalkravet. Tabell 8-1 viser utvikling i superrentabilitet over analyseperioden for Fjord1 og bransjen:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Eigenkapitalrentabilitet Fjord1 (ekr)	-0,053	0,004	0,062	0,086	0,180	0,056
Eigenkapitalrentabilitet bransjen (ekr _B)	0,046	0,136	0,064	0,128	0,224	0,120
Eigenkapitalkrav Fjord1 (ekk)	0,080	0,081	0,079	0,070	0,062	0,074
Eigenkapitalkrav bransjen (ekk _B)	0,087	0,091	0,100	0,103	0,102	0,097
Superrentabilitet Fjord1	-0,133	-0,076	-0,017	0,016	0,118	-0,019
Superrentabilitet bransjen	-0,041	0,044	-0,036	0,025	0,122	0,023

Tabell 8-1 - Superrentabilitet for bransjen og Fjord1 over analyseperioden

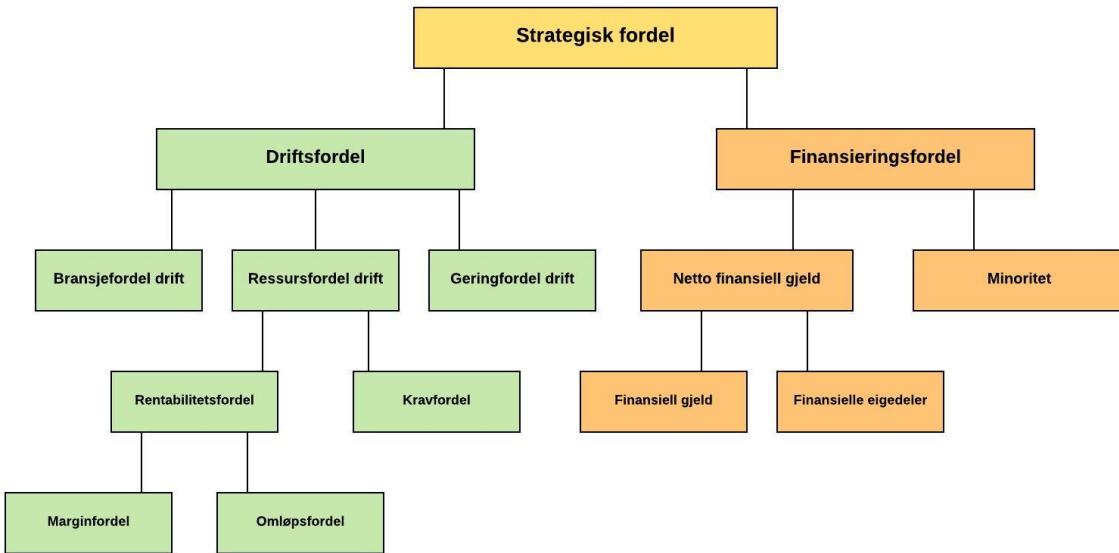
Tabellen viser at Fjord1 har hatt ein litt sterkare utvikling i superrentabilitet enn bransjen. Bransjen har derimot eit litt betre gjennomsnitt enn Fjord1. Fjord1 hadde ei strategisk ulempe fram til 2015. I 2015 har både Fjord1 og bransjen derimot utvikla ein strategisk fordel. Eigenkapitalkravet til Fjord1 ligg mellom 6 og 8 prosent og eigenkapitalkravet til bransjen ligg mellom 9 og 10 prosent. Endringane i den strategiske fordelen kjem dermed i størst grad av endringar i eigenkapitalrentabiliteten. Moglege årsaker og forklaring på den strategiske fordelen- eller ulempa vil gjennomgåast i det følgjande.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Ved å dekomponere ei verksemد sin strategiske fordel får ein betre innsikt i dei underliggende kjeldene til verksemda sin historiske lønnsemد. Den strategiske fordelen kan delast inn i ein driftsfordel og ein finansieringsfordel:

$$\text{Strategisk fordel} = \text{ekr} - \text{ekk} = \frac{(\text{nfgg} + \text{mig})}{\text{Driftsfordel}} + \frac{(\text{nfgk} - \text{nfgr})}{\text{Finansieringsfordel}}$$

Vidare kan den strategiske fordelen dekomponerast ytterlegare som vist i figur 8-1.



Figur 8-1 – Dekomponering av strategisk fordel

Dei neste kapitla tek føre seg driftsfordelen og finansieringsfordelen.

8.3 Driftsfordel

Den viktigaste kjelda til ein eventuell strategisk fordel er driftsfordelen. Grunnen til dette er at det er vanskeleg å oppnå unormal høg avkastning i finansmarknaden (Knivsflå, 2017, 10). Driftsfordelen kan delast opp i ein bransjefordel, ein ressursfordel og ein gearingfordel, som følgjande formel viser:

$$SDF = \underbrace{\frac{ndr_B - ndk_B}{\text{Bransjefordel drift}}}_{\text{Bransjefordel drift}} + \underbrace{\frac{ndr - ndr_B + ndk_B - ndk}{\text{Ressursfordel drift}}}_{\text{Ressursfordel drift}} + \underbrace{\frac{(ndr - ndk) \cdot nfgg}{\text{Gearingfordel drift}}}_{\text{Gearingfordel drift}}$$

Gearingfordelen er ei skalering av den strategiske fordelen. Som formelen syner er det netto finansiell gjeldsgrad som skalerer gearingfordelen. Såleis er det litt finans i denne fordelen, og fordelen kan dermed kallast ein hybrid fordel. Ved å ekskludere gearingfordelen utgjer bransjefordelen og ressursfordelen ein rein driftsfordel til ei verksemd (Knivsflå, 2017, 11). Tabell 8-2 viser både den reine driftsfordelen og driftsfordelen over analyseperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Bransjefordel drift	-0,006	0,000	-0,009	0,037	0,088	0,022
+ Ressursfordel drift	-0,049	-0,030	0,006	-0,028	-0,018	-0,024
= Rein driftsfordel	-0,054	-0,030	-0,003	0,009	0,070	-0,002
+ Gearingfordel drift	-0,101	-0,059	-0,005	0,013	0,072	-0,016
= Driftsfordel	-0,155	-0,089	-0,008	0,021	0,142	-0,018

Tabell 8-2 - Rein driftsfordel og driftsfordel Fjord1 over analyseperioden

Ut i frå tabellen ser ein at bransjefordelen har eit gjennomsnitt på 2,2 prosent. Ressursfordelen har eit gjennomsnitt på -2,4 prosent, og utgjer dermed ein ressursulempe. Med unntak av 2014 har Fjord1 ei ressursulempe gjennom heile analyseperioden. Den reine driftsfordelen er i realiteten ei ulempe gjennom analyseperioden, med unntak av dei to siste åra. Ulempa vert skalert opp med ei gjennomsnittleg gearingulempe på 1,6 prosent, og gir ein samla gjennomsnittleg driftsulempe på -1,8 prosent.

Bransjefordelen og ressursfordelen har variert over analyseperioden. Gjennomsnittet stemmer overeins med funna i kapittel 4. Der det vert konkludert med at Fjord1 har ein liten bransjefordel som følgje av høge inngangsbarrierar og at ressursane, då spesielt flåten, til Fjord1 ville gi grunnlag for ei konkurransemessig ulempe.

Vidare kan den reine driftsfordelen dekomponerast ytterlegare. Ressursfordelen består av ein rentabilitetsfordel og ein kravsfordel, som formel for strategisk driftsfordel over viser. Tabell 8-3 viser den ytterlegare dekomponeringen av den reine driftsfordelen til Fjord1:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Bransjefordel drift	-0,006	0,000	-0,009	0,037	0,088	0,022
+ Rentabilitetsfordel	-0,056	-0,039	-0,012	-0,043	-0,035	-0,037
+ Kravsfordel	0,008	0,009	0,017	0,015	0,018	0,013
= Rein driftsfordel	-0,054	-0,030	-0,003	0,009	0,070	-0,002

Tabell 8-3 - Dekomponering av rein driftsfordel hos Fjord1

8.3.1 Bransjefordel drift

Det oppstår ein bransjefordel når bransjen sin netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav. Bransjefordelen kan minke dersom bransjen står ovanfor truslar i bransjen eller omgjevnadane, eller auke dersom det er moglegheiter i bransjen eller omgjevnadane. Det er altså forhold felles for alle i bransjen som ein tar utgangspunkt i (Knivsflå, 2017, 11)

Delkapittel 4.2 viser at ferje- og hurtigbåtbransjen har ein bransjefordel. I PESTEL-analysen kjem det fram at det er dei politiske, økonomiske og sosiokulturelle faktorane som er årsaka til bransjefordelen i form av eit konsesjonssystem, låge renter og aukande tal reisande. I Porter analysen kjem det fram at det er lite truslar frå nyetableringar og relativ liten trussel frå leverandørar og substituttar. Den låge trusselen for nyetablering kjem av at det vert krevd konsesjon for å driva ferjesamband, noko som inneber at ikkje kven som helst kan komma inn på markanden. Bransjeanalyesen i delkapittel 4.2 stemmer godt overeins med tabell 8-2, som viser at bransjefordelen har hatt stor vekst dei siste to åra. Dette kan ha samanheng med den låge renta som har vert dei siste åra. Dei økonomiske og sosiokulturelle faktorane, i tillegg til relativ lite truslar frå substituttar, kan bidra til at bransjefordelen vert oppretthalden og aukar dei neste åra. Truslar frå substituttar er forventa skal auke noko på lang sikt, i form av bygging av bruver og tunnellar. I tillegg er det forventa at dei økonomiske forholda vil svinga. Det er dermed forventa at på lang sikt vil bransjefordelen verta pressa mot eit meir moderat nivå, noko som er i tråd med konklusjonen i delkapittel 4.4.1.

8.3.2 Ressursfordel drift

Det oppstår ein ressursfordel når verksemda sin netto driftsrentabilitet og verksemda sitt netto driftskrav er større enn bransjen sin rentabilitet og krav. Ressursfordelen kan minke dersom verksemda har svake sider internt, eller auke dersom verksemda har sterke sider internt. Det er altså forhold internt i verksemda ein tar utgangspunkt i (Knivsflå, 2017, 11). Ressursfordelen består, som nemnt, av ein rentabilitetsfordel og ein kravsfordel. Rentabilitetsfordelen består igjen av ein marginfordel og ein omløpsfordel. Tabell 8-4 viser Fjord1 sin rentabilitetsfordel over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Marginfordel	-0,006	0,012	0,033	0,028	0,058	0,025
+ Omløpsfordel	-0,050	-0,052	-0,044	-0,070	-0,093	-0,062
= Rentabilitetsfordel	-0,056	-0,039	-0,012	-0,043	-0,035	-0,037

Tabell 8-4 - Rentabilitetsfordel Fjord1 over analyseperioden

Gjennomsnittleg marginfordel er 2,5 prosent. Medan gjennomsnittleg omløpsfordel er -6,2 prosent, og utgjer dermed ei ulempe. Omløpsulempa er dermed hovudårsaka til rentabilitetsulempa, og dermed også driftsulempa, som strekk seg over heile analyseperioden. Margin- og omløpsfordelen vert analysert vidare i delkapittel 8.3.2.1 og 8.3.2.2.

8.3.2.1 Marginfordel

Det oppstår ein marginfordel når verksemda sin netto driftsmargin er større enn bransjen. Marginfordelen vert så skalert med omløpet til netto driftseigedelar, slik formelen viser:

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

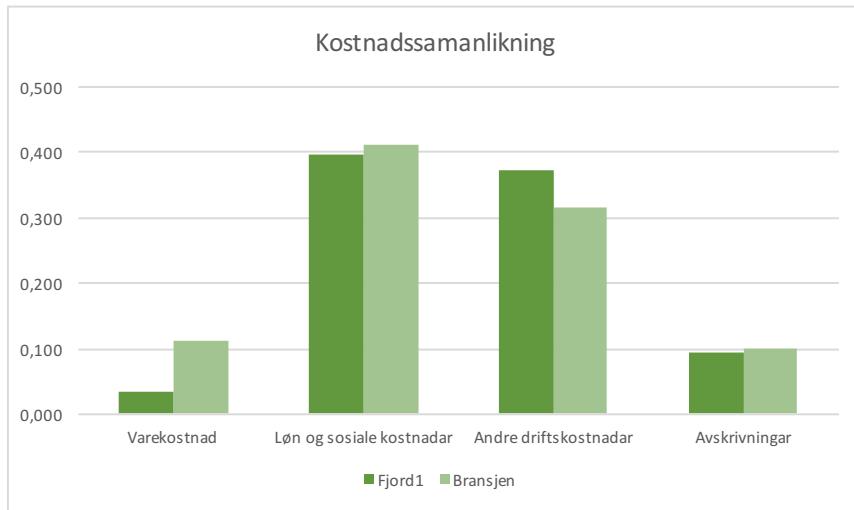
Ein marginfordel inneberer at verksemda har lågare driftskostnad per krone driftsinntekt enn bransjen, og verksemda oppnår dermed ein høgare netto driftsmargin (Knivsflå, 2017, 11). Fjord1 hadde ei marginulempe i 2012, men har i åra etter hatt ein marginfordel, jamfør tabell 8-4. For å analysera marginfordelen vidare, er det hensiktsmessig å utføre ein "Common size"-analyse. I ein "Common size"-analyse vert alle kostandane uttrykt i prosent av driftsinntektene (Petersen, et al., 2017). Forholdstala gjer det mogleg å samanlikne Fjord1 med bransjen og finne årsaka til Fjord1 si marginfordel. Tabell 8-5 viser "Common size"-analysen:

"Common size"-analyse	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt	Snitt bransjen
= Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnad	0,037	0,036	0,037	0,032	0,030	0,034	0,111
- Løn og sosiale kostnadar	0,424	0,418	0,396	0,385	0,357	0,396	0,412
- Andre driftskostnadar	0,415	0,378	0,373	0,370	0,332	0,374	0,316
- Avskrivningar	0,097	0,097	0,092	0,092	0,090	0,094	0,099
= Driftsresultat frå eiga verksem	0,027	0,070	0,102	0,121	0,191	0,102	0,062
- Driftsrelatert skattekostnad	0,007	0,018	0,026	0,031	0,050	0,027	0,015
= Netto driftsresultat frå eiga verksem	0,020	0,052	0,075	0,090	0,141	0,076	0,047
+ Nettoresultat frå driftstilknytte verksemder	0,000	0,007	0,015	0,017	0,034	0,015	0,003
= Netto driftsresultat	0,020	0,059	0,090	0,106	0,176	0,090	0,050

Tabell 8-5 - "Common size"- analyse

Analysen viser at Fjord1 har betydeleg lågare varekostnad i prosent av driftsinntektene enn bransjen. Fjord1 har i tillegg litt lågare løn og sosiale kostnadar og avskrivningar enn bransjen, men har derimot litt høgare andre driftskostnadar. I heilheit utgjer dei totale kostandane til Fjord1 ein mindre del av driftsinntektene enn for bransjen. Netto driftsresultat utgjer 9 prosent av driftsinntektene for Fjord1, medan det for bransjen utgjer 5 prosent.

Fjord1 har ein gjennomsnittleg marginfordel på 2,5 prosent over analyseperioden. Dette stemmer overeins med resultat frå "Common size"-analysen, der ein ser at Fjord1 er meir kostnadseffektive enn resten av bransjen og dermed oppnår ein betre margin. Skilnadar i kostnadane mellom Fjord1 og bransjen er presentert i figur 8-2.



Figur 8-2 – Kostnadssamanlikning Fjord1 og bransjen

Marginfordelen har gjennom analyseperioden auka. Dette kan skyldast at Fjord1 dei siste åra har hatt eit eigarskifte, der dei har gått frå offentlege eigarar til private eigarar. Private eigarar har ein tendens til å vera meir opptatt av kostnadseffektivisering og effektiv drift, noko som kan ha bidrege til å pressa marginane opp. Dette kan vera effektivisering av blant anna lønnskostnad og andre driftskostnad. Korleis det er forventa at marginfordelen vil halda seg i framtida vert nærmare diskutert i delkapittel 9.4.2.

8.3.2.2 Omløpsfordel

Det oppstår ein omløpsfordel når omløpet til netto driftseigedelar for verksemda er høgare enn omløpet til bransjen. Omløpsfordelen vert så vekta med netto driftsmarginen til bransjen, slik formelen viser:

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

Ein omløpsfordel inneberer at verksemda har høgare driftsinntekt per krone investert, eller lågare kapitalbinding per krone enn bransjen (Knivsflå, 2017, 11). Tabell 8-6 viser dekomponering av omløpsfordelen:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Omløpet til netto driftseigedelar	0,591	0,591	0,594	0,593	0,644	0,603
- Omløpet til netto driftseigedelar - bransje	2,235	1,942	1,861	1,767	1,731	1,907
= Uvekta omløpsfordel	-1,644	-1,350	-1,267	-1,174	-1,086	-1,304
• Netto driftsmargin - bransje	0,031	0,038	0,035	0,060	0,086	0,050
= Omløpsfordel	-0,050	-0,052	-0,044	-0,070	-0,093	-0,062

Tabell 8-6 - Dekomponering av omløpsfordelen over analyseperioden

Omløpsfordelen er negativ over heile analyseperioden, og utgjer dermed ei ulempe. Gjennomsnittleg omløpsfordel over analyseperioden er -6,2 prosent. Dette tyder på at Fjord1 ikkje har ressursar som gir like god eller betre evne til å skape driftsinntekter per krone investert.

Omløpsfordelen kan vidare dekomponerast i ein prisfordel (ARPU-fordel) og ein effektivitetsfordel:

$$\text{ondel} = \frac{(\text{arp}u - \text{arp}u_B) \cdot \text{eff} \cdot \text{ndm}_B}{\text{ARPU-fordel}} + \frac{(\text{eff} - \text{eff}_B) \cdot \text{arp}u_B \cdot \text{ndm}_B}{\text{Effektivitetsfordel}}$$

ARPU (Average Revenue per Unit) –fordelen vert skapt ved at verksemda har høgare inntekt per eining enn bransjen. Effektivitetsfordelen vert skapt ved at verksemda er meir effektiv enn bransjen, det vil sei at einingar per krone netto driftskapital investert er større enn bransjegjennomsnittet.

Fjord1 har si hovudverksemde innan ferje- og hurtigbåtbransjen, slik som Norled, Torghatten og Boreal si hovudverksemde er derimot innanføre kollektivtransport. Ei naturleg eining å nytte vil difor vera tal reisande. Det var vanskeleg å finne tilstrekkelig informasjon om tal på reisande over analyseperioden. Dekomponeringa vert av den grunn stoppa her som følgjer av mangel på informasjon til å gjennomføra ei informativ analyse av omløpsfordelen.

Noko av grunnen til Fjord1 si omløpsulempe kan skyldast at Fjord1 har investert i mange fleire nye fartøy enn resten av bransjen dei siste åra. Desse vert fortsatt bygd og har dermed enda ikkje gitt nokon avkastning. Det kan også tenkast at det ikkje er lønnsamt å drifta så mange samband som Fjord1 gjer i dag, då nokon samband er meir lønnsame å drifta enn andre. Fjord1 driftar i dag flest samband og det er fornuftig å tru at ikkje alle er like lønsame. Omløpsulempa kan også vera som følgje av at dei har overkapasitet på ferjer, eller at dei har plassert ferjer som var tiltenkt ruter med behov for høgare kapasitet enn det sambandet dei går i. Dette vil føre til at ferjene ikkje driv inn like høge driftsinntekter som antatt. Det å ha så stor marknadsdel som

Fjord1 har i dag, samt ein moderne og ny flåte er såleis ikkje nødvendigvis ein fordel. På kort sikt vil dette difor kunne vera lite lønnsamt, men på lengre sikt kan det forventast at dei får auka avkastinga på sine ressursar og utnytta deira potensiale. Dette kjem me nærmare inn på ved budsjettering av framtidsrekneskapen i kapittel 9. Det er også ein moglegheit at det er knytt større fordelar ved å ha si hovudverksemd i kollektivtransportbransjen, slik som Torghatten og Boreal, og ikkje berre ha si hovudverksemd i sjøtransportbransjen, slik som Fjord1 og Norled.

8.3.3 Gearingfordel drift

Den reine driftsfordelen kan verta gira opp av netto finansiell gjeldsgrad. Miller-Modigliani teorem 1 (Damodaran, 2012) fastslår at verdien til ei verksemd er uavhengig av finansieringa. Dette betyr at gearinga berre vil auke den strategiske fordelen, og ikkje skape verdiar for eigarane. Tabell 8-7 viser gearingfordelen til Fjord1 over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Rein driftsfordel (ndr-ndk)	-0,054	-0,030	-0,003	0,009	0,070	-0,002
• Netto finansiell gjeldsgrad	1,848	1,946	1,792	1,423	1,018	1,606
= Gearingfordel drift	-0,101	-0,059	-0,005	0,013	0,072	-0,016

Tabell 8-7 - Gearingfordel Fjord1 over analyseperioden

Gearingfordelen til drifta er på mange måtar berre ei skalering av den strategiske driftsfordelen, men som tabellen viser eksisterer det berre ein rein driftsfordel i 2015 og 2016. Dette fører då til ei skalering av strategisk ulempe i 2012-2014, medan det i 2015 og 2016 fører til ei skalering av ein strategisk fordel.

8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen er den andre komponenten i den strategiske fordelen, og består av finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel knytt til minoritetsinteresser. Desse fordelane vert analysert vidare i delkapittel 8.4.1 og 8.4.2.

8.4.1 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld

Det oppstår ein finansieringsfordel knytt til netto finansiell gjeld når netto finansielt gjeldskrav er høgare enn netto finansiell gjeldsrentabilitet. Finansieringsfordel netto finansiell gjeld kan

vidare dekomponerast til finansieringsfordel finansiell gjeld og finansieringsfordel finansielle egedelar. Tabell 8-8 viser dekomponeringa av finansieringsfordelen til Fjord1.

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,021	0,011	-0,012	-0,006	-0,026	-0,002
+ Finansieringsfordel finansielle egedelar	0,001	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,022	0,013	-0,012	-0,005	-0,025	-0,001

Tabell 8-8 - Dekomponering av finansieringsfordel over analyseperioden

Tabell 8-9 viser finansieringsfordel netto finansiell gjeld til Fjord1 over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,059	0,057	0,044	0,043	0,024	0,045
- Netto finansiell gjeldsrente	0,047	0,050	0,051	0,047	0,049	0,049
• Netto finansiell gjeldsgrad	1,828	1,917	1,757	1,398	0,998	1,580
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,021	0,013	-0,012	-0,005	-0,025	-0,001

Tabell 8-9 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld over analyseperioden

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld varierer frå 2 prosent til -2 prosent over analyseperioden, og har eit gjennomsnitt tilnærma lik 0. Dette er i tråd med forventningane på førehand, nemleg at det er vanskeleg å oppnå unormal høg avkastning i finansmarknaden.

8.4.2 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser

Det oppstår ein finansieringsfordel knytt til minoritetsinteresser når minoritetskravet er høgare enn minoritetsrentabiliteten. For majoritetseigarane i verksemda er det ein fordel å ha minoritetsinteresser, dersom kravet er større enn rentabiliteten. På den måten er dei med å dele økonomiske tap i datterselskap (Knivsflå, 2017, 10). Tabell 8-10 viser finansieringsfordel minoritetsinteresser til Fjord1:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Minoritetskrav	0,095	0,096	0,094	0,085	0,077	0,089
- Minoritetsrentabilitet	0,058	0,068	-0,254	0,035	0,040	-0,011
• Minoritetsgrad	0,012	0,008	0,006	0,003	0,002	0,006
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000	0,001

Tabell 8-10 - Finansieringsfordel minoritetsinteresse over analyseperioden

Tabellen viser at Fjord1 har hatt ein marginal gjennomsnittleg finansieringsfordel relatert til minoritetsinteresser på 0,1 prosent over analyseperioden. Dette inneberer at

minoritetsinteresser kan betraktast som ein fordel for konsernet, men sidan fordelen er så marginal vert den ikkje sett på som signifikant.

Den samla finansieringsfordelen til Fjord1 har, som forventa over analyseperioden, vert liten. Som vist i tabell 8-11 har Fjord1 hatt ein finansieringsulempe på 0,1 prosent over analyseperioden. Resultatet viser at samla sett er det driftsaktiviteten som primært er opphavet til den strategiske ulempa til Fjord1, og ikkje finansieringa.

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,021	0,011	-0,012	-0,006	-0,026	-0,002
+ Finansieringsfordel finansielle eigedelar	0,001	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,022	0,013	-0,012	-0,005	-0,025	-0,001
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,000	0,000	0,002	0,000	0,000	0,001
= Finansieringsfordel	0,022	0,013	-0,010	-0,005	-0,025	-0,001

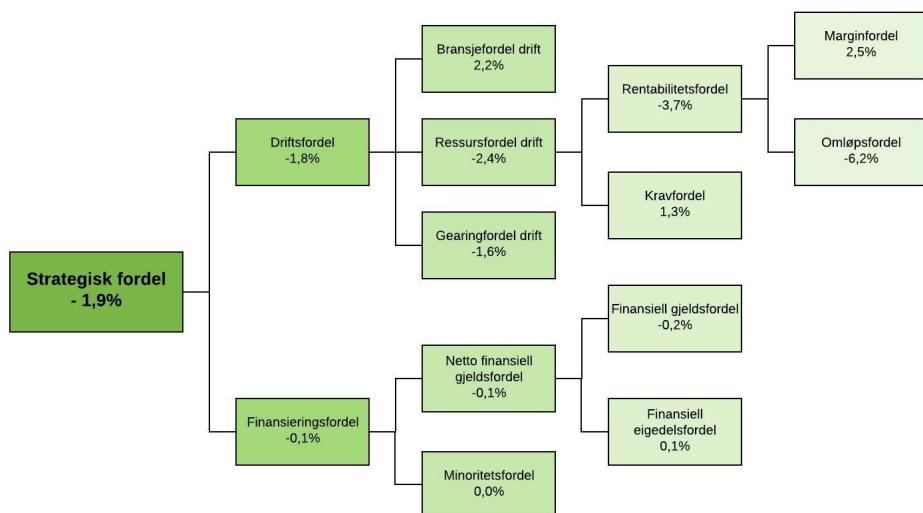
Tabell 8-11 - Finansieringsfordel Fjord1 over analyseperioden

8.5 Oppsummering

Den strategiske fordelen til Fjord1 over analyseperioden er summert i tabell 8-12 og figur 8-3:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Driftsfordel	-0,155	-0,089	-0,008	0,021	0,142	-0,018
+ Finansieringsfordel	0,022	0,013	-0,010	-0,005	-0,025	-0,001
= Strategisk fordel	-0,133	-0,076	-0,018	0,016	0,117	-0,019

Tabell 8-12 - Strategisk fordel Fjord1 over analyseperioden



Figur 8-3 – Oversikt Fjord1 sin strategiske fordel over analyseperioden

Ut i frå tabellen ser ein at Fjord1 over analyseperioden har hatt ei strategisk ulempe. Den negative trenden i finansieringsfordelen skyldast høgare gjeldsrente enn gjeldskrav. Finansieringsulempa har ikkje stor påverknad på den strategiske ulempa. Vidare kan ein sjå at driftsfordelen har hatt ei positiv utvikling år for år. Dette skuldast ei positiv utvikling i eigenkapitalrentabilitet og ei negativ utvikling i eigenkapitalkravet. Ein ser frå dekomponeringa av driftsfordelen at det er bransjefordelen som har størst tyding for driftsfordelen. Dette stemmer overeins med den eksterne bransjeanalysen i delkapittel 4.2, som viser at bransjen har hatt fordel av den låge trusselen frå substituttar og høge inngangsbarrierar. Vidare har også dei økonomiske og sosiokulturelle forholda bidrige til ein positiv bransjefordel dei seinare åra.

Ein negativ ressursfordel er også i tråd med den interne ressorsorienterte analysen i delkapittel 4.3. Ressursulempa kjem av ein mindre diversifisert flåte enn konkurrentane, som berre består av ferjer og hurtigbåtar, og det faktum at det har vert investert i mange nye ferjer som ikkje har blitt tatt i bruk enda. Ein annan faktor som vil kunne bidra til ressursulempa er korleis Fjord1 nyttar dei ferjene dei i dag driftar. Dersom flotte ferje som var tiltenkt tungt trafikkerte samband går i samband med lågare behov, vil ikkje driftsinntektene på desse ferjene vera like høge som forventa. Dette vil då kunne medføre ei ressursulempe.

Det er forventa at den strategiske ulempa til Fjord1 vil verta positiv på sikt og dermed utgjere ein strategisk fordel. Bransjefordelen er venta å auke på kort sikt, ettersom det er forventa at dei sosiokulturelle forholda i form av befolkningsvekst og tal på reisande vil auka, og truslar frå substituttar vil halde seg på same nivå i fleire år framover. Dei økonomiske forholda, og då spesielt den låge renta, er derimot ikkje forventa at vil halde seg på same nivå på lang sikt, då det er naturleg med svingingar i økonomien. På horisonten er det forventa at bransjefordelen vil verte redusert ned til eit meir moderat nivå, sett i forhold til den forventa høge bransjefordelen på kort sikt. Hovudsakleg på grunn av svingingar i økonomien og at truslar frå substituttar vil auke, då spesielt ved bygging av tunnelar og bruer.

Den negative ressursfordelen har variert dei siste åra, og det er vanskeleg å sjå ein trend her. Ved dekomponering av ressursulempa ser ein at den består av ein marginfordel og ei omløpsulempe. Omløpsulempa kan komma av dei høge investeringane i nye fartøy dei siste

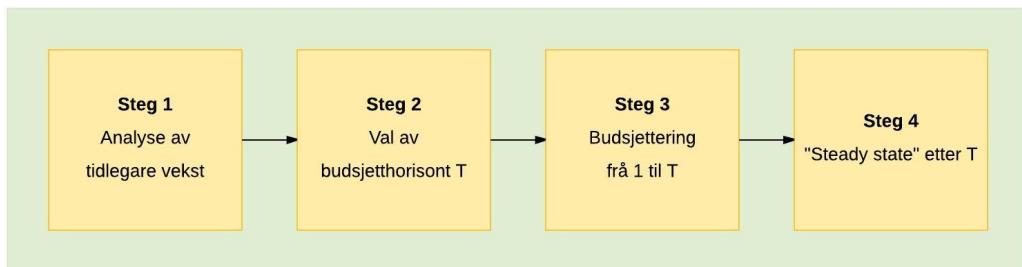
åra. I så fall vil ikkje denne investeringa gi positive utslag i omløpsfordelen før fartøya vert tatt i bruk. Det er difor forventa at den negative ressursulempa vil bli positiv opp mot eit moderat til høgt nivå på kort sikt og verta redusert mot eit nivå tilnærma lik null på lang sikt, då det er vanskeleg å opparbeide seg ein betydeleg varig ressursfordel. Strategisk fordel i framtida vert diskutert grundigare i kapittel 10.

9 Framtidsrekneskap

I dette kapittelet skal det utarbeidast fomtidsrekneskap for Fjord1, som vidare skal nyttast til å utføra fundamental verdsetting i kapittel 11. Dette tek utgangspunkt i den strategiske analysen føretatt i kapittel 4, samt rekneskapsanalysen av historiske verdiar i kapittel 5 til 8. Kapittelet vil bestå av ei analyse av den tidlegare veksten (Penman, 2013). Deretter vert budsjettidrivarar for budsjetteringsperioden og «steady state» fastsett før fomtidsrekneskapen så vert utarbeida basert på dei fastsette budsjettidrivarane (Petersen, et al., 2017). Fomtidsrekneskapen vert utarbeida med føresetnad om framleis drift.

9.1 Rammeverk for fomtidsrekneskap

Rammeverket for utarbeiding av fomtidsrekneskap består av fire steg (Knivsflå, 2017, 13). Dei fire stega er framstilt i figur 9-1:



Figur 9-1 – Rammeverk for utarbeiding av fomtidsrekneskap

Utarbeidings startar i det første steget med ein analyse av tidlegare vekst. Dette vert gjort med utgangspunkt i driftsinntektsveksten, div (Palepu, et al., 2013). Vidare i steg 2 skal det veljast ein budsjettidhorisont T, som vil vera det året budsjettidrivarane vert konstante. I steg 3 skal det gjennomførast budsjettering frå år 0, som her vil vera år 2016, til år T, og til slutt vil ein i steg 4 komma til budsjettering i år T+1, altså etter budsjettidhorisonten der veksten er konstant (Penman, 2013).

9.2 Analyse av driftsinntektsvekst og val av budsjetthorisont T

I dette kapittelet skal prognosar om framtida fastsettast og budsjetterast, og for å kunne gjennomføre gode prognosar er det nyttig å ha kunnskap om den historiske veksten (Palepu, et al., 2013). Dette delkapittelet vil difor i 9.2.1 starta med ein analyse av driftsinntektsveksten, før det så vert valt ein budsjetthorisont T i 9.2.2, detaljnivå i 9.2.3 og ein budsjettmodell i 9.2.4.

9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten er i stor grad med på å avgjere storleiken på verksemda i framtida og vert med det sett på som ein av dei viktigaste budsjettvariane (Penman, 2013). Budsjetteringa vil difor starta med ein analyse av driftsinntektsveksten, kalla vekstanalyse, då kunnskap om historisk utvikling vil gi verdifull innsikt om framtidig vekst (Knivsflå, 2017, 13). Ein kan berekna driftsinntektsveksten ved følgjande formel:

$$\text{div}_t = \frac{(DI_t - DI_{t-1})}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

Med utgangspunkt i denne formelen viser tabell 9-1 driftsinntektsveksten for Fjord1 og bransjen over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Driftsinntektsvekst Fjord1	-0,209	-0,015	0,005	-0,045	0,063	-0,040
Driftsinntektsvekst bransjen	-0,246	0,164	0,307	0,068	0,057	0,070

Tabell 9-1 - Driftsinntektsvekst Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Tabellen viser at driftsinntektsveksten til både bransjen og Fjord1 er varierande over analyseperioden. Bransjen har ein jamt stigande driftsinntektsvekst, sett bort ifrå ein liten nedgang i 2016, og har eit snitt på 7 prosent. Fjord1 sin vekst er svingande over analyseperioden, men har positive tendensar. Den startar ut i 2012 nokså låg, for så å ha ei gradvis betring fram til 2015 då den igjen fell noko før den i 2016 har ny stigning og ligg over bransjegjennomsnittet. Gjennomsnittet for Fjord1 over analyseperioden er ein negativ vekst på 4 prosent. Dette er ein heil del lågare enn bransjen sin vekst på 7 prosent.

9.2.2 Val av budsjetthorisont T

Framtidsrekneskapen består av to periodar. Første periode er budsjettperioden år 0 til T, medan andre periode er perioden T+1 der verksemda har konstant vekst og er i såkalla «steady state» (Knivsflå, 2017, 13). Det er difor nødvendig å fastsetta ein budsjetthorisont, T, som vil seie det tidspunktet når verksemda er i «steady state», altså det tidspunktet budsjettvarane vert konstante. I budsjettperioden vil budsjettvarane vera varierande år for år, medan dei i det ein når «steady state» vil bli konstante og vera like kvart år.

Det må med dette fastsettast ein budsjetthorisont, T. Ved fastsetting av denne er det spesielt to forhold som er viktige å vurdera (Penman, 2013). For det første er det nødvendig å vurdere kor langt vekke verksemda er frå «steady state», altså kor lang tid det er rekna før dei når konstant vekst. Dette vil avhenga av bransjen ein opererer i, om det er ein vekstbransje eller om bransjen er meir moden og stabil (Knivsflå, 2017, 13). Det andre forholdet som er nødvendig å vurdere er kvaliteten på rekneskapsføringa. Til meir verdibasert rekneskapsføringa er, til kortare vil budsjettperioden måtte vera ettersom det då tek kortare tid å fanga opp verdiane.

Ferje- og hurtigbåtbransjen har vert i ein modningsfase dei siste åra, og bransjen har ikkje hatt betydeleg vekst. Det er heller ikkje venta at bransjen i seg sjølv skal ha stor vekst i framtida, som diskutert i vekstanalyesen i delkapittel 4.4.3. Bygging av tunnelar og bruver vil på lang sikt trua bransjen og stansa moglegheiter for vekst, ettersom det vert færre ferje- og hurtigbåtstrekningar. Dette talar såleis for ein kortare budsjetthorisont. Likevel ser ein i kapittel 8.3.2.1 at det er positive tendensar i Fjord1 sin marginfordel dei siste åra, og det kan tyda på at det skjer ei positiv utvikling for Fjord1 framover. Selskapet har i 2017 blitt børsnotert og det er større grad av private eigarar no enn tidlegare. Fjord1 har også den siste tida gjort betydelege investeringar i nye fartøy som skal settast i samband dei neste åra. Det er i vekstanalyesen i delkapittel 4.4.3 presentert andre vekstmoglegheiter for Fjord1 framover. Desse argumentatalar for at ein bør ha ein lenger budsjettperiode, for å sjå korleis desse faktorane vil påverka verksemda i åra som kjem. Utviklinga i verdsøkonomien talar også for ein lenger budsjettperiode då den no ligg nokså lågt, og er forventa å ha ei utvikling over dei neste åra.

Kvaliteten på rekneskapsføringa er også eit forhold som må vurderast. Fjord1 har ført rekneskap etter NGRS gjennom analyseperioden, fram til dei vart børsnoterte i 2017. NGRS byggjer på ein transaksjonsbasert historisk kostmodell (Fardal, 2007), medan IFRS byggjer på verkeleg

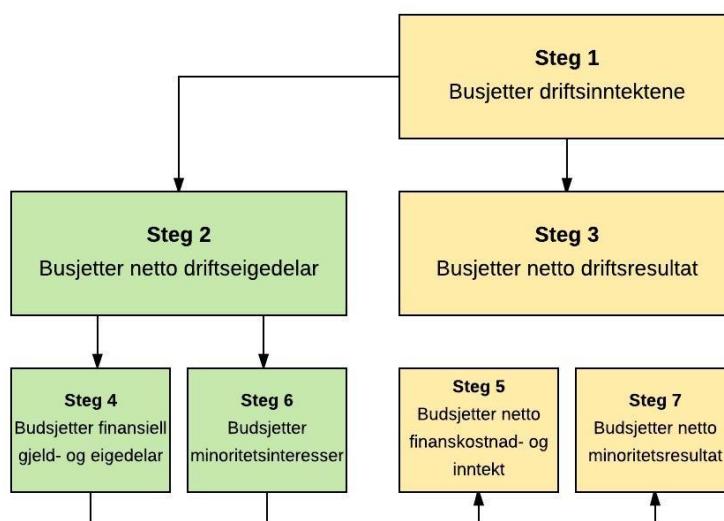
verdi og ei verdibasert orientering. Dette er forhold som talar for at ein bør nytta ein lenger budsjett horizon for Fjord1 som fram til no har ført etter NGRS, då det tar lenger tid før tala fangar opp verdiane.

Med bakgrunn i dette vil budsjettperioden som vert nytta vera 10 år, frå 2017 til 2026. Horisontåret T vil med dette vera år 2026 og ein går så inn i «steady state» med konstant vekst frå T+1.

9.2.3 Val av detaljnivå og rammeverk for framskriving av budsjettvarar

Det er nødvendig å ta stilling til kva for eit detaljnivå ein skal utføre budsjetteringa på. Detaljnivået vil avhenge av lengda på budsjett horizonen, T (Penman, 2013). Til budsjetteringa vert det nytta budsjettvarar som må identifiserast og vurderast (Petersen, et al., 2017). Er budsjettperioden kort bør ein nytta eit høgt detaljnivå og utføra ein detaljbudsjettering. Er budsjettperioden lenger er det meir aktuelt å nytta fokusert budsjettering. Her er detaljnivået lågare og ein avgrensar talet på budsjettvarar til dei viktigaste (Penman, 2013). Det vert her nytta ein lengre budsjettperiode på 10 år, og det vil vera aktuelt å nytta eit fokusert budsjetteringsnivå.

Eit fokusert budsjetteringsnivå vil innebera at ein fokuserer på dei viktigaste budsjettvarane og det vert nytta eit rammeverk for enkel budsjettering som består av ni budsjettvarar gjennom budsjettering i sju steg. Rammeverket er presentert i figur 9-2 (Penman, 2013).



Figur 9-2 – Rammeverk for enkel budsjettering

Det vert nytta fire budsjett punkt i budsjetteringa og budsjetteringa vil skje med ei lineær utvikling i budsjett driverane mellom budsjett punkta (Knivsflå, 2017, 13). Disse budsjett punkta vil vere år 2017, 2019, 2021 og «steady state» i 2026.

Ettersom Fjord1 i 2017 vart børsnotert er dei plikta til å rapportera kvartalsresultat, og det er såleis tilgjengeleg halvårsrapport frå 2017. Som nemnt i delkapittel 5.3 vart det gjennomført ei trailing for 2017 basert på halvårstala frå 2017. Som følgje av at dei komparative verksemndene ikkje er børsnoterte og ikkje utgir kvartalsrapportar var det vanskeleg å gjennomføra ein kvalitetsfull trailing for desse, og år 2017T vart såleis ikkje tatt med i analyseperioden. Dette vil seie at 2017 er det første året i budsjettperioden og dei budsjetterte tala for år 2017 er trailat ut i får halvårsrapporten.

9.3 Budsjettering av driftsinntektsvekst frå 0 til T+1

Analysen av den historiske driftsinntektsveksten viser at Fjord1 har ein gjennomsnittleg negativ driftsinntektsvekst på 4 prosent. Bransjen har til samanlikning ein gjennomsnittleg driftsinntektsvekst på 7 prosent. Dette vil danna eit grunnlag for budsjetteringa av driftsinntektene fram i tid. Budsjetteringa tek utgangspunkt i den strategiske rekneskapsanalyesen føretatt i kapittel 4. Her er det føretatt ein analyse av strategisk fordel og risiko, samt ei vekstanalyse om forventningar for framtida. Analysen viser at det er forventa at det framover er venta ein låg vekst i ferje- og hurtigbåttransportbransjen, men at det dei neste åra er venta at Fjord1 vil styrka sin posisjon i marknaden gjennom auka utnytting av sine fartøy og overtaking av nye samband. Vekstanalyesen i delkapittel 4.4.3 viser også at det er moglegheiter for vekst innanføre andre marknadssegment.

Driftsinntektsveksten må også sjåast i samanheng med veksten av verdsøkonomien. På lang sikt kan ikkje driftsinntektsveksten vekse meir enn den samla veksten til verdsøkonomien beståande av realvekst og forventa global inflasjon i dag (Damodaran, 2017). Det er rimeleg å anta at veksten i verdsøkonomien vil ligge på maksimalt rundt 7,5 prosent, noko som vil seie at driftsinntektsveksten til Fjord1 i «steady state» ikkje kan overstiga dette nivået (Knivsflå, 2017, 13).

Driftsinntektene kan dekomponerast i to faktorar dei vert påverka av; vekst i volum og i pris. Dette er hovudkjeldene til driftsinntektsveksten. Ferje- og hurtigbåttransportbransjen er, som

det kjem fram i delkapittel 2.2.1, ein regulert marknad der konkurransen driftast med bakgrunn i anbodskonkurranse og tildeling av konsesjonar, og prisane vert til under regulering av offentlege myndigheiter. Dette vil diskuterast nærmere i delkapittel 9.3.1 og 9.3.2.

9.3.1 Pris

Bransjen Fjord1 opererer i er under regulering av offentlege myndigheiter. Ein må ha konsesjon til å drifta eit ferje- eller hurtigbåtsamband og dette vert tildelt gjennom kontraktar. Inntektene vil kunne avhenga av både billettpriis og størrelse på tilskotet ein mottar for å drifta samband, avhengig av om det vert nytta ein brutto- eller ein nettokontrakt. Billettpriisane er underlagt offentleg regulering og kan ikkje fastsettast fritt basert på etterspurnad. Dette vil innebera at etterspurnaden frå dei reisande ikkje alleine påverkar kva for ein pris som vert satt. Det er venta at billettpriisane vil stiga i takt med utviklinga i kostnadene, og såleis ikkje gi noko auke i driftsinntekter i framtida.

Størrelsen på tilskotet som vert fastsett ved utdeling av konsesjon vil avhenga av konkurransen i anbodsroundane. Er det sterkt konkurranse i bransjen vil dette kunne pressast ned og såleis skapa lågare inntekter for verksemndene. Det kjem fram av den strategiske analysen i kapittel 4 at det er venta at bransjen framover vil få færre samband å konkurrera om, noko som vil skapa større konkurranse i bransjen. På lengre sikt er det difor venta at prisen på tilskotet vil verta pressa ned som følgje av høgare tilbod enn etterspurnad.

9.3.2 Volum

Ferje- og hurtigbåttransportbransjen er underlagt eit konsesjonssystem som vil legga rammer for tilboden og etterspurnaden i bransjen. Det er myndighetene som oppdragsgjevar som fastset etterspurnaden etter kor mange samband dei held operative i landet. Dette inneber at volumet vil avhenga av behovet for ferje- og hurtigbåt som framkomstmiddel. Som det kjem fram i delkapittel 4.4.1 er det venta at på lengre sikt vil etterspurnaden verta lågare som følgje av at bruver og tunnelar vil erstatta behovet for ferje- og hurtigbåt. Dette vil såleis på lengre sikt gi ei forventning om at volumet vil verta redusert. Ein reduksjon i etterspurnaden vil også medføra at det vert høgare konkurranse då tilboden er venta å halde seg konstant. Dette indikera ein lågare driftsinntektsvekst på lengre sikt. På kortare sikt er det moglegheiter for Fjord1 å auke volumet sitt gjennom å ta eksisterande marknadsandelar. Det kjem fram i delkapittel 2.1.4 at

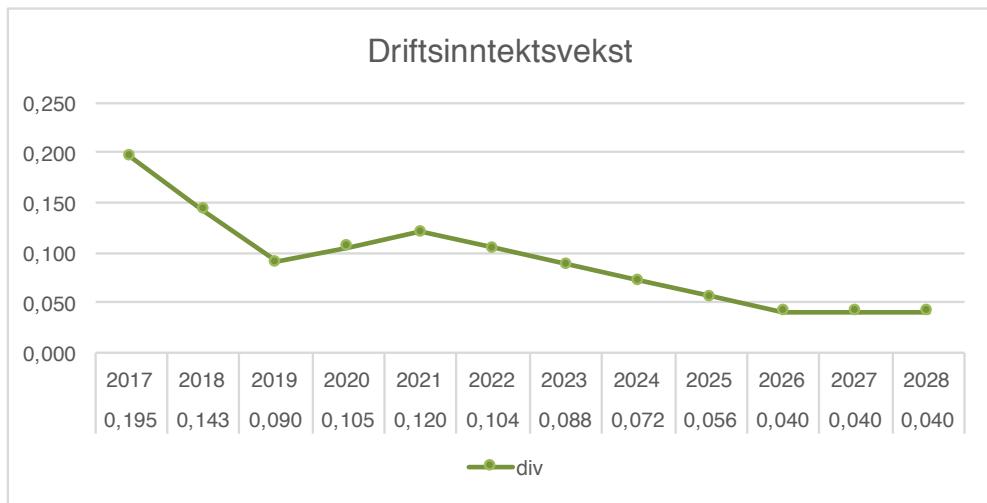
dei har gjort betydelege investeringar i nye fartøy dei siste åra samt vunne nye konsesjonar frå 2020, noko som vil kunne gi dei ein fordel i konkurransen i åra som kjem.

9.3.3 Samla vurdering av driftsinntektsvekst

Det kjem fram i delkapittel 9.3.1 og 9.3.2 at det er venta ein lågare vekst i bransjen på lengre sikt, grunna lågare etterspurnad etter ferje- og hurtigbåttenestar som følgje av bygging av bruer og tunnelar. Dette vil skapa høgare konkurranse mellom aktørane i bransjen og inntektene frå konsesjonane kan bli pressa ned. Ettersom det er venta låg vekst i bransjen totalt sett er det nødvendig å sjå om Fjord1 likevel er venta å vekse over budsjettperioden. Budsjettperioden er fastsett til 10 år, og det er dermed likevel ikkje venta at substituttar som bruer og tunellar vil auka sin trussel betydeleg på denne perioden, då dette vil ha større innverknad på enda lengre sikt. Fjord1 har som nemnt i 9.3.2 dei siste åra gjort betydelege investeringar i nye fartøy som vil verta ferdigstilt og sett i samband dei neste åra. Dette er eit resultat av at dei har vunne fleire anbodskonkurransar som gir konsesjon til å driva ei rekke nye samband frå 2020, som presentert i delkapittel 2.1.1.

Med utgangspunkt i dette er det rimeleg å antake at driftsinntektsveksten vil auka frå 2016 til 2017. Tala frå første budsjettspunkt, år 2017, er som nemnt i delkapittel 5.3 budsjetterte ut i frå trailing av delårsrapport for 2017, og desse tala underbyggjer ei kraftig auke med ein vekst på heile 19,5 prosent. Det er vanskeleg å oppretthalda ein like høg vekst som i 2017 over tid, og det er venta at veksten vil gå noko tilbake i perioden 2017 til 2019, og i 2019 vil vera på 9 prosent. Vidare fram mot 2021 er det venta at Fjord1 overtar nye samband dei har vunne konsesjon til å drifta, noko som vil medføra at veksten får ein ny oppsving til 12 prosent. Frå 2021 til «steady state» i 2026 er det så venta at veksten vil stagnera og vera tilbakevendande mot gjennomsnittet, såkalla «mean reverting». Dette fordi verksemder på sikt ikkje kan veksa raskare enn verdsøkonomien. «Steady state»-nivået er venta å vera på 4 prosent konstant vekst frå 2026. Det er venta at bransjen på lang sikt vil verta mindre som følgje av utbygging av bruer og tunellar, men innanføre budsjetteringsperioden på 10 år og åra som kjem etter det vil ikkje dette få store utslag ettersom mange slike prosjekter tar lengre tid å starta opp og ferdigstilla. Ein konstant vekst på horisonten på 4 prosent er med det rimeleg å forventa. Dette er ein vekst som ligg under veksten i verdsøkonomien på om lag 7,5 prosent.

Figur 9-3 illustrera den forventa utviklinga i driftsinntektsveksten til Fjord1 over budsjettperioden og inn i dei to første åra i «steady state»:



Figur 9-3 – Driftsinntektsvekst Fjord1 over budsjettperioden og i «steady state»

Samanliknar ein forventninga om driftsinntektsveksten i 2017 vil dette ligge rett over det som er forventa av analytikarar, med ei driftsinntekt på 2,850 milliardar basert på vår forventning, samanlikna med ein konsensus på 2,790 milliardar (Dagens Næringsliv, 2017). Dette er i tråd med det endelige verdiestimatet som ligg litt over konsensus si forventning.

9.4 Budsjettering av andre budsjettidivararar frå 0 til T+1

Det er no gjort ein analyse av driftsinntektsveksten som legg grunnlaget for budsjetteringa av driftsinntektene. Vidare i dette delkapitlet vil budsjettidivarane omløpet til netto driftseigedelar, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell egedelsdel, finansiell gjeldsrente, finansiell egedelsrentabilitet, minoritetsdel og minoritetsrentabilitet estimerast og budsjetterast. Desse vil legga grunnlaget for utarbeiding av framtidsrekneskapen i form av postane netto driftseigedelar, netto driftsresultat, finansiell gjeld, finansielle egedelar, finanskostnad, finansinntekter, minoritetsinteresser og minoritetsresultat. Framtidsrekneskapen vert til slutt presentert i sin heilheit i delkapittel 9.5.

9.4.1 Netto driftseigedelar

Budsjettering av netto driftseigedelar vert gjort med grunnlag i budsjettidivaren omløpet til netto driftseigedelar, onde, (Penman, 2013) og har følgjande samanheng:

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

Omløpet til netto driftseigedelar vert rekna på inngåande kapital ettersom budsjetteringa i framtidsrekneskapen tek utgangspunkt i at kontantstraumane vert realiserte den 31.12. (Knivsflå, 2017, 14).

Den historiske omløpet til netto driftseigedelar til Fjord1 og bransjen kjem fram i tabell 8-6. Bransjen har eit snitt på 1,907, medan Fjord1 sitt snitt har verdien 0,603. Bransjen har gjennomgåande eit høgare omløpet til netto driftseigedelar enn Fjord1 i heile analyseperioden, noko som indikerer at Fjord1 har dårlegare inntening per krone investert enn det bransjen oppnår. Det er venta at Fjord1 sitt omløp vil bevega seg mot bransjegjennomsnittet i «steady state», men ettersom Fjord1 historisk har lagt under bransjen over heile analyseperioden, vil det vera rimeleg å anta at dei vil reversera mot eit omløp til netto driftseigedelar som ligg noko under bransjen. Det vil difor ventast at omløpet til netto driftseigedelar vil reversera mot ein verdi på 1,7 i «steady state». Dette er noko under bransjegjennomsnittet på 1,907.

Som det kjem fram i delkapittel 2.2.1 har Fjord1 gjort betydelege investeringar i nye fartøy som er venta å vera ferdigstilt dei neste åra. Dette kan vera ein årsak til at Fjord1 sitt omløp har vert lågare enn bransjen sitt historisk sett, og det er rimeleg å anta at denne vil stige i det dei nye fartøya vert sett i drift og skapar inntekter. Ein annan årsak til den venta stigninga vil vera at dei overtar nye samband å drifta, som også kan medføra ei betre utnytting av dei fartøya dei allereie har. Dei traila tala frå 2017 viser at onde i 2017 vil auka til 1,02, og det er venta at den vil auka ytterlegare til 1,15 i 2019. Dei nye fartøya er venta å bli sett i drift frå 2019 og på bakgrunn av dette er det rimeleg å anta at omløpsfordelen til netto driftseigedeler hos Fjord1 vil auka ytterlegare til 1,400 frå 2019 til 2021. Vidare vil omløpsfordelen så frå 2021 til 2026 vera venta å konvergera mot ein verdi noko under bransjegjennomsnittet, på 1,7.

Netto driftseigedelar for budsjettperioden og i «steady state» basert på den venta utviklinga i omløpet til netto driftseigedelar er framstilt i tabell 9-2:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DI _t	3 257 163	3 550 308	3 923 090	4 393 861	4 850 822	5 277 694
/ onde _{t+1}	1,023	1,087	1,150	1,275	1,400	1,475
= NDE _t	3 182 567	3 266 995	3 411 382	3 446 165	3 464 873	3 578 098
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
DI _t	5 657 688	5 974 519	6 213 500	6 462 040	6 720 521	6 989 342
/ onde _{t+1}	1,550	1,625	1,700	1,700	1,700	1,700
= NDE _t	3 650 122	3 676 627	3 655 000	3 801 200	3 953 248	4 111 378

Tabell 9-2 - Netto driftseigedelar over budsjettperioden og i «steady state»

9.4.2 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat vert budsjettet med utgangspunkt i budsjett drivaren netto driftsmargin, ndm (Penman, 2013) og har følgjande samanheng:

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

Fjord1 sin historiske gjennomsnittlege netto driftsmargin er på 9 prosent over analyseperioden, medan bransjen har ein historisk gjennomsnittleg verdi på 5 prosent. Dette viser at historisk sett har Fjord1 nådd ein høgare marginfordel enn bransjen. Denne fordelen er venta å nærma seg gjennomsnittet i bransjen grunna konkurranse i marknaden (Knivsflå, 2017, 14).

Med utgangspunkt i den strategiske analysen i kapittel 4 er det ikkje venta at Fjord1 vil oppnå ein varig ressursfordel som vil kunne skapa ein varig marginfordel. Det er venta at denne vil gå mot gjennomsnittet i bransjen grunna forventa auke i konkurranse i bransjen i åra som kjem.

Det er rimeleg å antake at netto driftsmargin vil halde seg på eit høgt nivå i 2017. Fjord1 har i 2017 blitt børsnoterte og ein større del av eigarane er no private aktørar. Dette kan føre til at det vert større fokus på marginar og driftsresultat, noko som kan sjåast i den aukande netto driftsmarginen i 2016 og frå trailinga i 2017. I 2016 er netto driftsmargin på 17,6 prosent. Trailinga av tala for 2017 viser at denne i 2017 aukar til 21,3 prosent. Det er vanskeleg å oppretthalda ein like høg margin som dette over tid, og sett saman med veksten vil det vera rimeleg å antake at denne frå 2017 vil verta gradvis redusert som følgje av konkurransekrefte i marknaden. Det er med bakgrunn i dette venta at netto driftsmargin vil reduserast år for år den

første delen av budsjettperioden, før den så vil konvergera mot bransjegjennomsnittet i «steady state». I 2019 er det venta ein netto driftsmargin på 14 prosent, før den så i 2021 vert redusert til 12 prosent. Ser me dette i samanheng med den auka driftsinntektsveksten i 2021, forventast det likevel ikkje at netto driftsmargin dette året skal falla enda meir. Dette fordi den forventa auken i driftsinntekter er venta å blant anna komme frå ei reorganisering av fartøya, som ikkje vil medføre ei betydeleg auke i kostnadene, men heller gjere drifta meir kostnadseffektiv. Den er så frå 2021 venta å bevega seg mot bransjegjennomsnittet på 5 prosent i år 2026.

Netto driftsresultat i budsjettperioden og i «steady state» basert på utviklinga i netto driftsmargin er framstilt i tabell 9-3:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
DI _t	2 850 552	3 257 163	3 550 308	3 923 090	4 393 861	4 850 822
* ndm _t	0,213	0,177	0,140	0,130	0,120	0,106
= NDR _t	608 377	575 580	497 043	510 002	527 263	514 187

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
DI _t	5 277 694	5 657 688	5 974 519	6 213 500	6 462 040	6 720 521
* ndm _t	0,092	0,078	0,064	0,050	0,050	0,050
= NDR _t	485 548	441 300	382 369	310 675	323 102	336 026

Tabell 9-3 - Netto driftsresultat over budsjettperioden og i «steady state»

9.4.3 Finansiell gjeld

Finansiell gjeld vert budsjettet på basis av budsjett drivaren finansiell gjeldsdel, fgd, og kan framstillast med følgjande samanheng (Knivsflå, 2017, 14):

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

For å utarbeide rimelege budsjetterte verdiar for finansiell gjeld er det nødvendig å sjå på den historiske utviklinga i den finanzielle gjeldsdelen. Tabell 9-4 viser finansiell gjeldsdel for Fjord1 og bransjen over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
fgd - Fjord1	0,718	0,745	0,723	0,677	0,634	0,700
fgd - Bransjen	0,786	0,775	0,777	0,757	0,715	0,762

Tabell 9-4 - Finansiell gjeldsdel Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Den gjennomsnittlege finanzielle gjeldsdelen til Fjord1 over analyseperioden er 70 prosent. Tilsvarande verdi for bransjen er 76,2 prosent, noko som viser at bransjen historisk sett har hatt ein litt høgare gjeldsdel enn det Fjord1 har hatt. Ein typisk verdi for finansiell gjeldsdel for verksemder på Oslo Børs er 50 prosent, og på lang sikt er det venta at dei fleste verksemder vil nå dette «normale» nivået (Knivsflå, 2017, 14). Det er dei siste åra gjort ei rekke nye investeringar i fartøy, som har bidrige til å auka gjeldsdelen. Det er venta at Fjord1 dei neste åra vil kunne redusere gjelda si og dra nytte av dei nye investeringane. Fjord1 sin finanzielle gjeldsdel i 2017 er dermed venta at blir redusert til 57,1 prosent basert på dei budsjetterte trailingtala. Vidare er det venta ei jamn lineær reversering mot gjennomsnittsverksemda, og Fjord1 vil nå ein finansiell gjeldsdel på 50 prosent i 2028.

Budsjettering av den finanzielle gjelda basert på budsjettet drivaren finansiell gjeldsdel vil framstillast i tabell 9-6 i delkapittel 9.4.4.

9.4.4 Finansiell egedeler

Finansielle egedeler vert budsjetterte ut i frå budsjettet drivaren finansiell egedelsdel, fed (Knivsflå, 2017, 14). Denne samanhengen kan visast ved følgjande formel:

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Finansiell egedelsdel for Fjord1 og bransjen over analyseperioden er framstilt i tabell 9-5:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
fed - Fjord1	0,063	0,079	0,108	0,120	0,182	0,110
fed - Bransjen	0,220	0,157	0,158	0,185	0,211	0,186

Tabell 9-5 - Finansiell egedelsdel Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Den gjennomsnittlege finanzielle egedelsdelen til Fjord1 over analyseperioden er 11 prosent, medan same verdi for bransjen ligg på 18,6 prosent. Den finanzielle egedelsdelen til bransjen ligg såleis historisk noko over Fjord1. Tabellen viser at den finanzielle egedelsdelen til Fjord1 over analyseperioden har vert aukande og er høgst i 2016 med 18,2 prosent. Tilsvarande har bransjen hatt verdiar rundt 15-20 prosent over heile analyseperioden. Det er typisk at den finanzielle egedelsdelen ligg rundt 20 prosent, men ettersom det vil vera optimal

selskapsstyring å redusera tilgjengelege kontantar når desse ikkje vert nytta til anna enn konstantvekst investeringar så vil dette vera eit for høgt estimat for «steady state» (Knivsflå, 2017, 14). Det er rimeleg å anta at den finansielle egedelsdelen til Fjord1 vil verta redusert over analyseperioden. Ut i frå dei traila tala for 2017 er finansiell egedelsdel i 2017 redusert til 11,8 prosent. Det er venta at denne vidare vil nærma seg lineært eit likevekstnivå på 10 prosent frå 2017 til 2026.

Budsjetterte verdiar for finansielle egedelar og finansiell gjeld over budsjettpoden og i «steady state» er framstilt i tabell 9-6. Desse er budsjetterte med utgangspunkt i budsjettdrivarane finansiell egedelsdel og finansiell gjeldsdel.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
fgd _t	0,571	0,563	0,555	0,547	0,539	0,531	0,524	0,516	0,508	0,500	0,500	0,500
* NDE _t	3 182 567	3 266 995	3 411 382	3 446 165	3 464 873	3 578 098	3 650 122	3 676 627	3 655 000	3 801 200	3 953 248	4 111 378
= FG _t	1 816 011	1 838 555	1 893 046	1 885 310	1 868 360	1 901 341	1 910 975	1 896 006	1 856 176	1 900 600	1 976 624	2 055 689
fed _t	0,118	0,116	0,114	0,112	0,110	0,108	0,106	0,104	0,102	0,100	0,100	0,100
* NDE _t	3 182 567	3 266 995	3 411 382	3 446 165	3 464 873	3 578 098	3 650 122	3 676 627	3 655 000	3 801 200	3 953 248	4 111 378
= FE _t	376 805	380 123	389 950	386 882	381 899	387 065	387 395	382 693	372 971	380 120	395 325	411 138
= NFG _t	1 439 206	1 458 432	1 503 096	1 498 428	1 486 460	1 514 276	1 523 580	1 513 312	1 483 205	1 520 480	1 581 299	1 644 551

Tabell 9-6 - Finansiell gjeld og finansielle egedelar over budsjettpoden og i «steady state»

9.4.5 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad vert budsjettert på basis av finansiell gjeldsrente, og har følgjande samanheng (Knivsflå, 2017, 14):

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

Ved framskriving av budsjettdrivaren finansiell gjeldsrente vert det typisk føresett at finansiell gjeldsrente er det finansielle gjeldskravet, fgk (Knivsflå, 2017, 14). I ein velfungerande finansmarknad er det vanskeleg å oppnå ei rente høgare enn kravet og desse vil såleis vera like. Som det kjem fram i delkapittel 8.4.2 har Fjord1 ei finansieringsulempe rundt null, noko som tilseier at lønnsemada i bransjen ligg rundt null. Dette underbyggjer føresetnaden og budsjetteringa vert vidare føretatt med grunnlag i at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav i budsjettpoden. Finansiell gjeldskrav for budsjettpoden er fastsett i delkapittel 10.2.2 og vert nytta til å berekna netto finanskostnad for budsjettpoden og i «steady state» i tabell 9-7:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
fgr _t	0,024	0,009	0,010	0,011	0,013	0,016	0,018	0,021	0,024	0,027	0,029	0,029
* FG _{t-1}	1 955 511	1 816 011	1 838 555	1 893 046	1 885 310	1 868 360	1 901 341	1 910 975	1 896 006	1 856 176	1 900 600	1 976 624
= NFK _t	47 521	16 489	18 110	21 562	24 377	29 337	35 125	40 601	45 538	49 727	54 718	56 907

Tabell 9-7 - Netto finanskostnad over budsjettperioden og i «steady state»

9.4.6 Netto finansinntekt

Netto finansinntekt vert budsjettert ut i frå budsjettet drivaren finansiell egedelsrentabilitet, fer, og har følgjande samanheng (Knivsflå, 2017, 14):

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

Det vert føresett at den finansielle egedelsrentabilitetsrentabiliteten vil vera lik det finansielle egedelskravet, fek, då det er antatt ei lønnsemd lik null i finansmarknaden som føresett i delkapittel 9.4.5. Den finansielle egedelskavet vert utarbeida i delkapittel 10.2.3 og vil vera grunnlaget for budsjettering av netto finansinntekt i budsjettperioden og «steady state» framstilt i tabell 9-8:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
fer _t	0,007	0,004	0,005	0,007	0,009	0,012	0,015	0,018	0,021	0,024	0,024	0,024
* FE _{t-1}	562 276	376 805	380 123	389 950	386 882	381 899	387 065	387 395	382 693	372 971	380 120	395 325
= NFI _t	3 699	1 496	1 893	2 637	3 305	4 413	5 638	6 810	7 881	8 804	8 973	9 332

Tabell 9-8 - Netto finansinntekt over budsjettperioden og i «steady state»

9.4.7 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene vert budsjetterte på basis av budsjettet drivaren minoritetsdel, mid, og kan framstillast med følgjande samanheng (Knivsflå, 2017, 14):

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

For å utarbeide estimat for minoritetsdelen framover i budsjettperioden er det nødvendig å sjå på historiske verdiar, sett i samanheng med den strategiske rekneskapsanalysen i kapittel 4. Tabell 9-9 viser minoritetsdelen til Fjord1 og bransjen over analyseperioden:

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
mid - Fjord1	0,003	0,003	0,001	0,001	0,001	0,002
mid - bransjen	0,015	0,043	0,047	0,052	0,043	0,040

Tabell 9-9 - Minoritetsdel Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Den historiske gjennomsnittlege minoritetsdelen til Fjord1 over analyseperioden er 0,20 prosent, medan den samanlikna ligg på 4 prosent for bransjen. Dette inneber at Fjord1 sin minoritetsdel ligg betrakteleg lågare enn bransjen. Her er det usikkert kva som vil vera optimal styringsstrategi i framtida, det kjem an på om datterselskapet er lønnsamt eller ikkje. Er det lønnsamt vil Fjord1 tene på å «presse ut» minoriteten, medan det motsett vil vera lønnsamt å ha minoritet til å ta deler av tapet om datterselskapet går därleg (Knivsflå, 2017, 14).

Den traila verdien for minoritsinteressene til Fjord1 i 2017 viser at minoritetsdelen vil halde seg lik som i 2016 på 0,10 prosent. Eit passande mål på optimal minoritetsdel er normalt bransjegjennomsnittet eller gjennomsnittet til verksemda (Knivsflå, 2017, 14). Minoritetsrentabiliteten framstilt i 9.4.8 viser at lønnsemda historisk har vert betydeleg lågare for Fjord1 enn bransjen, dette talar for at minoritetsdelen bør auka mot bransjegjennomsnittet over budsjettpoden. Dotterselskapet til Fjord1 har likevel dei siste åra generert positive minoritetsresultat, noko som talar for at ei kraftig auke i minoritetsdelen vil vera mindre sannsynleg. Minoritetsdelen har også gjennom heile analyseperioden heldt seg låg, og bransjegjennomsnittet på 4 prosent vil antakast å vera ein usannsynleg høg verdi. Minoritetsdelen basert på traila tal vil vera 0,13 prosent. Med bakgrunn i det er det rimeleg å anta at minoritetsdelen frå 2017 til 2026 vil konvergera mot gjennomsnittet til verksemda på 0,20 prosent.

Budsjettering av minoritetsinteressa til Fjord1 over budsjettpoden og i «steady state», basert på budsjettdrivaren netto minoritetsdel, er framstilt i tabell 9-10:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
mid _t	0,0013	0,0014	0,0015	0,0015	0,0016	0,0017	0,0018	0,0018	0,0019	0,0020	0,0020	0,0020
* NDE _t	3 182 567	3 266 995	3 411 382	3 446 165	3 464 873	3 578 098	3 650 122	3 676 627	3 655 000	3 801 200	3 953 248	4 111 378
= MI _{t-1}	4 174	4 535	4 996	5 311	5 604	6 061	6 463	6 791	7 030	7 602	7 906	8 223

Tabell 9-10 - Minoritetsinteressa over budsjettpoden og i «steady state»

9.4.8 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat vert budsjettert ut i frå budsjettet drivaren netto minoritetsrentabilitet, mir, og dette har følgjande samanheng (Knivsflå, 2017, 14):

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

Historiske verdiar for minoritetsrentabiliteten til Fjord1 og bransjen over analyseperioden er framstilt i tabell 9-11. Desse er basert på inngåande verdi på minoritetsinteressa.

	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
mir - Fjord1	0,042	0,063	-0,207	0,035	0,040	-0,006
mir - bransjen	0,042	0,352	0,109	0,154	0,184	0,168

Tabell 9-11 - Minoritetsrentabilitet Fjord1 og bransjen over analyseperioden

Tabellen viser at Fjord1 har ein gjennomsnittleg minoritetsrentabilitet på om lag null, med -0,06 prosent. Til samanlikning har bransjen ein gjennomsnittleg verdi på 16,8 prosent, som er betydeleg høgare. Dette indikerer at Fjord1 historisk har hatt därlegare inntening hos sine datterselskap enn det bransjen har. Dersom majoriteten har moglegheit til å «skvise» minoritetten, eller minoritetsinteressene er balanseførte til tilnærma verkeleg verdi, så vil ein kunne anta at netto minoritetsrentabilitet er lik netto minoritetskrav (Knivsflå, 2017, 14). Over analyseperioden har minoritetsrentabiliteten variert noko, men halde seg relativt stabil med unntak av i 2014 då den var sterkt negativ. Historisk har minoritetskravet vert høgare enn minoritetsrentabiliteten, men dei siste åra har differansen mellom krav og rentabilitet minka, og tala frå 2017 viser at rentabiliteten no er høgare enn kravet. Tar ein utgangspunkt i dei traila budsjetterte tala frå 2017 vil dette vise at minoritetskravet er på 6,9 prosent, medan minoritetsrentabiliteten ligg noko høgare på 12,4 prosent. Dette tilseier at den balanseførte verdien på minoritetsinteressene er undervurdert. Det er rimeleg å anta at minoritetsrentabiliteten ligg noko høgare enn minoritetskravet, og det vil vera ein framtidig strategisk fordel som vert gradvis reversert. Den strategiske fordelen på horisonten, T, i «steady state» er skjønnsbasert venta å vera 2 prosent, og fordelen i vil frå 2017 til 2026 konvergera mot ein årleg strategisk fordel på 2 prosent, som vert tillagt det årlege minoritetskravet og saman utgjer minoritetsrentabiliteten.

Budsjettert minoritetsresultat basert på budsjett drivaren minoritetsrentabilitet over budsjettperioden og i «steady state» er framstilt i tabell 9-12:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
mir _t	0,123	0,119	0,116	0,113	0,111	0,109	0,108	0,106	0,105	0,103	0,103	0,103
* MI _{t+1}	3 881	4 174	4 535	4 996	5 311	5 604	6 061	6 463	6 791	7 030	7 602	7 906
= NMR _t	477	499	526	566	588	613	654	688	711	727	786	817

Tabell 9-12 - Netto minoritetsresultat over budsjettperioden og i «steady state»

9.5 Framtidsrekneskap og fri kontantstraum

Dei ni budsjett drivarane er no presenterte og det er gjennomført budsjettering av nøkkeltal. Med utgangspunkt i desse utrekningane er det så mogleg å utarbeida fullstendig framtidsresultat, framtidsbalanse og framtidig fri kontantstraum. Den fullstendige framtidsrekneskapen er i det følgjande presentert og vil vera utgangspunktet for berekning av framtidskrav i kapittel 10 og for den fundamentale verdivurderinga i kapittel 11.

9.5.1 Framtidsresultat

Framtidsresultatet vert utarbeid med grunnlag i budsjettering av driftsinntekter, netto driftsresultat, netto finansinntekt, netto finanskostnad og netto minoritetsresultat. Unormalt netto driftsresultat-, finansresultat-, og minoritetsresultat er gjennom trailing budsjettert i 2017, medan mangel på informasjon om framtidshendingar gjer at det er vanskeleg å gjera gode estimat på desse vidare fram i tid. Netto betalt utbyte vert framstilt residualt (Penman, 2013). Framtidsresultatet over budsjettperioden og i «steady state» er framstilt i tabell 9-13:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	2 850 552	3 257 163	3 550 308	3 923 090	4 393 861	4 850 822
Netto driftsresultat	608 377	575 580	497 043	510 002	527 263	514 187
+ Netto finansinntekt	3 699	1 496	1 893	2 637	3 305	4 413
= Nettoresultat til sysselsett kapital	612 076	577 076	498 936	512 638	530 568	518 600
- Netto finanskostnad	47 521	16 489	18 110	21 562	24 377	29 337
- Netto minoritetsresultat	477	499	526	566	588	613
= Nettoresultat til eigenkapital	564 078	560 088	480 300	490 510	505 603	488 650
+ Unormalt netto driftsresultat	-15 536	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	2 434	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til eigenkapital	550 976	560 088	480 300	490 510	505 603	488 650
- Netto betalt utbyte	500 001	495 246	381 039	451 374	475 221	403 698
= Endring i eigenkapital	50 975	64 842	99 261	39 136	30 382	84 953

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	5 277 694	5 657 688	5 974 519	6 213 500	6 462 040	6 720 521
Netto driftsresultat	485 548	441 300	382 369	310 675	323 102	336 026
+ Netto finansinntekt	5 638	6 810	7 881	8 804	8 973	9 332
= Nettoresultat til sysselsett kapital	491 186	448 110	390 250	319 479	332 075	345 358
- Netto finanskostnad	35 125	40 601	45 538	49 727	54 718	56 907
- Netto minoritetsresultat	654	688	711	727	786	817
= Nettoresultat til eigenkapital	455 407	406 821	344 000	269 025	276 571	287 633
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til eigenkapital	455 407	406 821	344 000	269 025	276 571	287 633
- Netto betalt utbyte	393 089	370 377	335 760	160 672	185 646	193 072
= Endring i eigenkapital	62 318	36 445	8 240	108 353	90 925	94 562

Tabell 9-13 - Budsjettet framtidig resultatrekneskap

Resultatet kan samanliknast med forventninga til analytikarane. Konsensus viser at det er venta at resultat per aksje i 2017 ligg på 4,88 (Dagens Næringsliv, 2017). Samanliknast dette med vårt estimat på 5,51 viser dette at vår forventning ligg noko høgare. Dette er i tråd med det endelige verdiestimatet, som ligg over konsensus.

9.5.2 Framtidsbalanse

Framtidsbalansen er utarbeida på grunnlag av budsjettering av netto driftseigdedalar, finanzielle eigdedalar, finansiell gjeld og minoritetsinteresse. Eigenkapitalen vert framstilt residualt (Penman, 2013). Tabell 9-14 viser framtidsbalansen i form av sysselsette eigdedalar og sysselsett kapital, medan tabell 9-15 viser balansen i framtida i form av netto driftskapital:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseigedeler	3 182 567	3 266 995	3 411 382	3 446 165	3 464 873	3 578 098	3 650 122	3 676 627	3 655 000	3 801 200	3 953 248	4 111 378
+ Finansielle egedeler	376 805	380 123	389 950	386 882	381 899	387 065	387 395	382 693	372 971	380 120	395 325	411 138
= Sysselsette egedeler	3 559 372	3 647 119	3 801 332	3 833 047	3 846 772	3 965 163	4 037 517	4 059 320	4 027 971	4 181 320	4 348 573	4 522 516
Eigenkapital	1 739 187	1 804 029	1 903 290	1 942 426	1 972 808	2 057 761	2 120 079	2 156 524	2 164 764	2 273 118	2 364 042	2 458 604
+ Minoritetsinteresse	4 174	4 535	4 996	5 311	5 604	6 061	6 463	6 791	7 030	7 602	7 906	8 223
+ Finansiell gjeld	1 816 011	1 838 555	1 893 046	1 885 310	1 868 360	1 901 341	1 910 975	1 896 006	1 856 176	1 900 600	1 976 624	2 055 689
= Sysselsett kapital	3 559 372	3 647 119	3 801 332	3 833 047	3 846 772	3 965 163	4 037 517	4 059 320	4 027 971	4 181 320	4 348 573	4 522 516

Tabell 9-14 - Budsjettert framtidssbalanse i form av sysselsett kapital

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseigedeler	3 182 567	3 266 995	3 411 382	3 446 165	3 464 873	3 578 098	3 650 122	3 676 627	3 655 000	3 801 200	3 953 248	4 111 378
Eigenkapital	1 739 187	1 804 029	1 903 290	1 942 426	1 972 808	2 057 761	2 120 079	2 156 524	2 164 764	2 273 118	2 364 042	2 458 604
+ Minoritetsinteresse	4 174	4 535	4 996	5 311	5 604	6 061	6 463	6 791	7 030	7 602	7 906	8 223
+ Netto finansiell gjeld	1 439 206	1 458 432	1 503 096	1 498 428	1 486 460	1 514 276	1 523 580	1 513 312	1 483 205	1 520 480	1 581 299	1 644 551
= Netto driftskapital	3 182 567	3 266 995	3 411 382	3 446 165	3 464 873	3 578 098	3 650 122	3 676 627	3 655 000	3 801 200	3 953 248	4 111 378

Tabell 9-15 - Budsjettert framtidssbalanse i form av netto driftskapital

9.5.3 Framtidig fri kontantstraum

Framtidig fri kontantstraum vert utarbeida med grunnlag i den budsjetterte framtidssbalansen og det budsjettete framtidsresultatet. Fri kontantstraum til eigenkapital er lik netto betalt utbyte (Penman, 2013). Den budsjettete framtidskontantstraumen i form av fri kontantstraum frå drift, fri kontantstraum til sysselsett kapital og fri kontantstraum til eigenkapital vert framstilt i tabell 9-16:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsresultat	608 377	575 580	497 043	510 002	527 263	514 187	485 548	441 300	382 369	310 675	323 102	336 026
+ Unormalt netto driftsresultat	-15 536	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring netto driftseigedeler	-97 239	-84 428	-144 387	-34 783	-18 708	-113 225	-72 024	-26 505	21 627	-146 200	-152 048	-158 130
= Fri kontantstraum frå drift	495 602	491 152	352 656	475 219	508 556	400 962	413 524	414 794	403 996	164 475	171 054	177 896
+ Netto finansinntekter	3 699	1 496	1 893	2 637	3 305	4 413	5 638	6 810	7 881	8 804	8 973	9 332
+ Unormale netto finansinntekter	2 434	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle egedeler	185 471	-3 318	-9 827	3 068	4 982	-5 166	-330	4 702	9 722	-7 149	-15 205	-15 813
= Fri kontantstraum til sysselsett kapital	687 206	489 330	344 723	480 924	516 842	400 209	418 833	426 307	421 599	166 130	164 822	171 415
- Netto finanskostnad	47 521	16 489	18 110	21 562	24 377	29 337	35 125	40 601	45 538	49 727	54 718	56 907
+ Endring finansiell gjeld	-139 500	22 544	54 491	-7 736	-16 950	32 981	9 634	-14 969	-39 829	44 424	76 024	79 065
- Netto minoritetsresultat	477	499	526	566	588	613	654	688	711	727	786	817
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring minoritetsinteresser	293	361	461	315	294	457	401	328	240	572	304	316
= Fri kontanstaum til eigenkapital	500 001	495 246	381 039	451 374	475 221	403 698	393 089	370 377	335 760	160 672	185 646	193 072

Tabell 9-16 - Budsjettert framtidig fri kontantstraum

10 Framtidskrav og strategisk fordel

I dette kapittelet skal avkastningskrava til framtidsrekneskapen fastsettast. Krava vert utarbeida på same måte som krava i kapittel 7, og byggjer på same teorigrunnlag. Vektene som er nytta i dette kapittelet baserer seg på balanseførte vekter og ikkje verkelege verdivekter. Grunnen til dette er at det ikkje føreligg estimat på eigenkapitalverdien som mogleggjer estimering av verkelege verdivekter. Vektene i dette kapittelet tek utgangspunkt i inngåande balanse av dei balanseførte verdiane frå kapittel 9. Dei korrekte krava vert berekna i forbindelse med konvergeringsprosessen i kapittel 11. Framtidskrava vert nytta som diskonteringsrente ved fundamental verdsetting i kapittel 11. Ved å diskontere forventa framtidig kontantstraum kan ein utarbeida eit verdiestimat på verksemda sin eigenkapital.

I delkapittel 10.1 vert framtidskrav for eigenkapital og minoritet fastsatt, medan det i delkapittel 10.2 vert fastsatt krav til netto finansiell gjeld. Til slutt, i delkapittel 10.3, vert framtidskravet til netto driftskapital fastsett. I delkapittel 10.4 vert det gjennomført ein analyse av den budsjetterte framtidsrekneskapen og strategisk fordel. Resultatet vert samanlikna med drøftingane og konklusjonane i kapittel 4 og kapittel 8.

10.1 Krav til eigenkapital og minoritet

Eigenkapital- og minoritetskrav vert, som diskutert i kapittel 7, fastsatt på grunnlag av risikofri rente, marknadsrisikopremien, eigenkapitalbeta og ein eventuell likviditetspremie. I det følgjande kjem me til å prognostisere dei fire variablane for kvart enkelt år i budsjettperioden.

10.1.1 Framtidig risikofri rente

Risikofri rente vil generelt vera tilbakevendande til gjennomsnittet (Knivsflå, 2017, 15). Det vil seie at ei låg rente, slik som den er i dag, vil reversere mot ei normalrente. Ved utrekning av framtidig risikofri rente vert det nytta 3-månadars NIBOR-rente, i samsvar med utrekning av risikofri rente over analyseperioden i kapittel 7. Over analyseperioden var gjennomsnittleg risikofri rente før skatt 1,1 prosent, som er eit svært lågt nivå.

Nivået til 3-månadars NIBOR-rente vert påverka av nivået til styringsrenta. Sidan april 2016 har styringsrenta vert 0,5 prosent, og som nemnt i delkapittel 2.2.2.2 er det forventa at

styringsrenta vil halde seg låg fram til 2019. Det vert difor antatt at NIBOR-renta vil ligge på eit stabilt nivå i nokre år framover før den reverserer mot ei normalrente. I utrekninga av risikofri rente vert NIBOR-renta i 2017 satt lik 3-månadars NIBOR-rente frå 26.06.2017, som då var på 0,8 prosent (E24, 2017). Deretter er det estimert at renta vil ta seg litt opp til 1 prosent i 2019. I 2021 setjast NIBOR-renta til 1,8 prosent, og utviklar seg til å verte 3,2 prosent i 2026. Utrekninga av den langsiktige NIBOR-renta i 2026 er basert på gjennomsnittleg 3-månadar NIBOR-rente mellom 1996-2016 og 10-års statsobligasjonsrente frå 26.06.2017. I utrekninga vert NIBOR-renta vektast med 75 prosent og statsobligasjonsrenta vektast med 25 prosent. Det vert antatt at ratinga til norske bankar vert oppretthalden på AA, ved utrekning av framtidig risikofri rente. Selskapsskattesatsen i 2017 er 24 prosent, og frå 2018 er det foreslått ein selskapsskattesats på 23 prosent (Finansdepartementet, 2017b). Satsen på 23 prosent vil difor nyttast frå 2018 og utover. Framtidig risikofri rente etter skatt er presentert i tabell 10-1:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NIBOR-rente (3mnd)	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,018	0,021	0,025	0,028	0,032	0,032	0,032
- Kort kreditrisikopremie	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	0,003	0,004	0,005	0,007	0,009	0,013	0,016	0,020	0,023	0,027	0,027	0,027
- Skatt (24% / 23%)	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,002	0,003	0,004	0,005	0,007	0,010	0,012	0,015	0,018	0,021	0,021	0,021

Tabell 10-1 - Risikofri rente etter skatt over budsjettperioden og i «steady state»

Risiko fri rente etter skatt i 2026 er estimert til 2,1 prosent. Dette utgjer meir enn ei dobling av den gjennomsnittlege risikofri renta frå delkapittel 7.2.1. Med tanke på dagens låge rentenivå er ikkje dette urimeleg. Risikofri rente etter skatt i 2016 er 0,6 prosent. Grunnen til den store reduksjonen i renta frå 2016 til 2017 skuldast at NIBOR-renta vart kraftig redusert i 2017.

10.1.2 Framtidig marknadsrisikopremie

Over analyseperioden har marknadsrisikopremien vert relativt stabil, og variert mellom 4,8 prosent og 4,9 prosent, med ein gjennomsnittleg risikopremie på 4,9 prosent. Det eksisterer få gode indikatorar på framtidig marknadsrisikopremie, og historisk verdi er dermed det beste estimatet for framtida (Kaldestad & Møller, 2011). Framtidig marknadsrisikopremie setjast difor lik historisk gjennomsnittleg risikopremie på 4,9 prosent, som tabell 10-2 viser:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Marknadsrisikopremie	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049

Tabell 10-2 - Marknadsrisikopremie over budsjettperioden og i «steady state»

10.1.3 Framtidig årleg eigenkapitalbeta

Som nemnt i delkapittel 7.2.5 vert årleg eigenkapitalbeta rekna ut residualt for kvart år. Basert på Miller og Modigliani teorem 1, er betaen til netto driftskapital konstant over budsjettperioden og i ”steady state”. Framtidig netto driftsbeta er dermed 0,530. Vektene er utrekna basert på inngåande balanse frå framtdsrekneskapen i kapittel 9. Dei ulike betaene er utrekna på same måte som i kapittel 7. Framtidig årleg eigenkapitalbeta er vist i tabell 10-3:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Eigenkapitalbeta	0,949	0,940	0,932	0,924	0,915	0,907	0,899	0,891	0,883	0,876	0,869	0,869
• Eigenkapitalvekt	0,546	0,552	0,558	0,564	0,569	0,575	0,581	0,587	0,592	0,598	0,598	0,598
+ Minoritetsbeta	0,949	0,940	0,932	0,924	0,915	0,907	0,899	0,891	0,883	0,876	0,869	0,869
• Minoritetsvekt	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,023	0,021	0,020	0,019	0,018	0,016	0,015	0,014	0,013	0,012	0,022	0,022
• Netto finansiell gjeldsvekt	0,452	0,446	0,441	0,435	0,429	0,423	0,417	0,412	0,406	0,400	0,400	0,400
= Netto driftsbeta	0,530											

Tabell 10-3 - Eigenkapitalbeta og netto driftsbeta over budsjettperioden og i ”steady state”

Eigenkapitalbetaen har blitt redusert over budsjettperioden. Det gjorde den også i analyseperioden med unntak av i 2013. Årsaka til reduksjonen i eigenkapitalbetaen over budsjettperioden er reduksjonen i netto finansiell gjeldsvekt, då både eigenkapitalvekta og minoritetsvekta er aukande over perioden. Eigenkapitalbetaen er 0,869 i ”steady state”.

10.1.4 Framtidig likviditetspremie

I delkapittel 7.2.4 vart likviditetspremien for både majoriteten og minoriteten fastsatt. Det vert forventa at forholda som låg til grunn, fortsatt vil vera tilstade i budsjetteringsperioden. Den årlege likviditetspremien setjast dermed til 0,5 prosent for majoriteten og 2,0 prosent for minoriteten også i framtida.

10.1.5 Framtidig krav til eigenkapital og minoritet

Fjord1 sitt framtidige krav til eigenkapital og minoritet er basert på føresetnadane og utrerekningane i delkapittel 10.1, som tabell 10-4 viser:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
NIBOR-rente (3mnd)	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,018	0,021	0,025	0,028	0,032	0,032	0,032
- Kreditriskopremie	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	0,003	0,004	0,005	0,007	0,009	0,013	0,016	0,020	0,023	0,027	0,027	0,027
- Skatt (28% / 27% / 25%)	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,002	0,003	0,004	0,005	0,007	0,010	0,012	0,015	0,018	0,021	0,021	0,021
+ Eigenkapitalbeta	0,949	0,940	0,932	0,924	0,915	0,907	0,899	0,891	0,883	0,876	0,869	0,869
• Risikopremie etter skatt	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
+ Likviditetspremie majoritet	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Eigenkapitalkrav	0,054	0,054	0,055	0,056	0,057	0,059	0,062	0,064	0,066	0,069	0,068	0,068
+ Illiquiditetspremie minoritet	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
= Minoritetskrav	0,069	0,069	0,070	0,071	0,072	0,074	0,077	0,079	0,081	0,084	0,083	0,083

Tabell 10-4 - Eigenkapitalkrav og minoritetskrav over budsjettperioden og i «steady state»

Eigenkapitalkravet aukar frå 5,4 prosent i 2017 til 6,8 prosent i 2026 og i "steady state". Risikofripremie etter skatt og likviditetspremien til majoriteten er konstante over budsjettperioden, medan eigenkapitalbetaen vert redusert over perioden. Årsaka til at eigenkapitalkravet aukar over budsjettperioden kjem altså av auken i risikofri rente etter skatt.

10.2 Krav til framtidig netto finansiell gjeld

Ved fastsetting av krav til framtidig netto finansiell gjeld må ein først fastsetta framtidig finansielt gjeldskrav og framtidig finansielt egedelskrav. Ved fastsetting av finansielt gjeldskrav treng ein kreditrisikopremien. Denne vert fastsatt basert på syntetisk rating. Framtidig syntetisk rating vert fastsatt ved hjelp av framtidsrekneskapen frå kapittel 9.

10.2.1 Syntetisk framtidrating

Ved syntetisk framtidrating oppstår det nokre utfordringar. På grunn av manglande spesifikasjonsnivå for å kunne beregne likviditetsgrad 1 vert likviditetsgrad 1 framskriven med gjennomsnittet i bransjen frå analyseperioden, altså BBB. Ved utrekning av rentedekningsgraden oppstår det ei utfordring grunna endogenitet. Verksemda sine netto finanskostandar avheng av estimert framtidrating. Ratinga for rentedekningsgrad vil difor henge etter med eit år. Vidare vert eigenkapitalprosenten utrekna ved å dividere eigenkapital med sysselsett kapital, og deretter multiplisere med 0,787. 0,787 er gjennomsnittleg sysselsett kapital over analyseperioden dividert med gjennomsnittleg totalkapital over analyseperioden. Utrekning av eigenkapitalprosent kan utleiaast slik:

$$\text{Eigenkapitalprosent} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Sysselsett kapital}} \cdot 0,787$$

Netto driftsrentabilitet vert rekna ut på same måte som i delkapittel 6.2.2. Den framtidige syntetiske ratinga er presentert i tabell 10-5:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Likviditetsgrad 1	BB	BB	BBB	BBB								
Rentedekningsgrad	AAA	AA	AA	AA	AA							
Eigenkapitalprosent	BBB	BBB										
Netto driftsrentabilitet	AA	AA	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB
Samla	A	BBB	BBB									

Tabell 10-5 - Syntetisk rating over budsjettperioden og i «steady state»

Samla syntetisk rating for Fjord1 er A for åra 2017 til 2026, og fell så til BBB i 2027. Dette er primært fordi netto driftsrentabilitet fell over perioden, og i 2026 går ned ein ratingkarakter, samt at rentedekningsgraden er fallande og går ned ein karakter frå AAA til AA. Det vil sei at den samla syntetiske ratinga i 2017 og 2018 er litt over A. Frå 2019 til 2024 er ratinga A. I 2027 fell ratinga til BBB grunna svakare enkeltkarakterar og tala desse karakterane baserer seg på.

10.2.2 Framtidig finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav vert fastsatt på same måte som i delkapittel 7.3.2 og ved å nytta den framtidige syntetiske ratinga til å fastsetta kreditrisikopremien. Tabell 10-6 viser framtidig finansielt gjeldskrav:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente etter skatt	0,002	0,003	0,004	0,005	0,007	0,010	0,012	0,015	0,018	0,021	0,021	0,021
+ Lang kreditrisikopremie etter skatt	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,012	0,013	0,014	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,031	0,035	0,035

Tabell 10-6 - Finansielt gjeldskrav over budsjettperioden og i «steady state»

Framtidig finansielt gjeldskrav aukar frå 1,2 prosent i 2017 til 3,1 prosent i 2026. Auken skyldast auken i risikofri rente. Kreditrisikopremien er stabil fram til 2026, men aukar litt i ”steady state” grunna lågare syntetisk rating. Finansielt gjeldskrav er 3,5 prosent i ”steady state”.

10.2.3 Framtidig finansielt egedelskrav

I framtdsrekneskapen er ikkje kontantar, fordringar og investeringar spesifisert. Det vert antekre at vektene i framtdsrekneskapen beveger seg lineært mot vektene lik gjennomsnittet over

analyseperioden, som var utrekna i delkapittel 7.3.3, på høvesvis 92,5 prosent, 2,7 prosent og 5,5 prosent. Framtidig finansielt egedelskrav er vist i tabell 10-7:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kontantkrav	0,002	0,003	0,004	0,005	0,007	0,010	0,012	0,015	0,018	0,021	0,021	0,021
• Kontantvekt	0,976	0,971	0,965	0,959	0,954	0,948	0,942	0,936	0,931	0,925	0,925	0,925
+ Fordringskrav	0,008	0,009	0,010	0,011	0,013	0,016	0,018	0,021	0,024	0,027	0,027	0,027
• Fordringsvekt	0,012	0,013	0,014	0,015	0,016	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,020	0,020
+ Investeringskrav	0,051	0,052	0,053	0,054	0,056	0,059	0,061	0,064	0,067	0,070	0,070	0,070
• Investeringsvekt	0,012	0,017	0,021	0,026	0,031	0,036	0,041	0,045	0,050	0,055	0,055	0,055
= Finansielt egedelskrav	0,003	0,004	0,005	0,007	0,009	0,012	0,015	0,018	0,021	0,024	0,024	0,024

Tabell 10-7 - Finansielt egedelskrav over budsjettperioden og i «steady state»

Finansielt egedelskrav aukar frå 0,3 prosent i 2017 til 2,4 prosent i 2026. Årsaka til auken kjem hovudsaklege frå auken i risikofri rente.

10.2.4 Framtidig netto finansielt gjeldskrav

Framtidig netto finansielt gjeldskrav vert utleia på same måte som i delkapittel 7.3.4, ved å vekte finansielt gjeldskrav og finansielt egedelskrav. Framtidig finansielt gjeldskrav er presentert i tabell 10-8:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansielt gjeldskrav	0,012	0,013	0,014	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,031	0,035	0,035
• Finansiell gjeldsvekt	1,262	1,261	1,259	1,258	1,257	1,256	1,254	1,253	1,251	1,250	1,250	1,250
- Finansielt egedelskrav	0,003	0,004	0,005	0,007	0,009	0,012	0,015	0,018	0,021	0,024	0,024	0,024
• Finansiell eigendelsvekt	0,262	0,261	0,259	0,258	0,257	0,256	0,254	0,253	0,251	0,250	0,250	0,250
= Netto finansielt gjeldskrav	0,015	0,015	0,016	0,018	0,019	0,022	0,024	0,027	0,030	0,033	0,038	0,038

Tabell 10-8 - Netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden og i «steady state»

Framtidig netto finansielt gjeldskrav aukar frå 1,5 prosent i 2017 til 3,3 prosent i 2026 og til 3,8 prosent i ”steady state”.

10.3 Framtidig krav til netto driftskapital

Framtidig krav til netto driftskapital er utrekna ved å vekte framtidig eigenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav. Netto driftskrav er presentert i tabell 10-9:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Eigenkapitalkrav	0,054	0,054	0,055	0,056	0,057	0,059	0,062	0,064	0,066	0,069	0,068	0,068
• Eigenkapitalvekt	0,546	0,552	0,558	0,564	0,569	0,575	0,581	0,587	0,592	0,598	0,598	0,598
+ Minoritetskrav	0,069	0,069	0,070	0,071	0,072	0,074	0,077	0,079	0,081	0,084	0,083	0,083
• Minoritetsvekt	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,015	0,015	0,016	0,018	0,019	0,022	0,024	0,027	0,030	0,033	0,038	0,038
• Netto finansiell gjeldsvekt	0,452	0,446	0,441	0,435	0,429	0,423	0,417	0,412	0,406	0,400	0,400	0,400
= Netto driftskrav	0,036	0,037	0,038	0,039	0,041	0,043	0,046	0,049	0,052	0,054	0,056	0,056

Tabell 10-9 - Netto driftskrav over budsjettperioden og i «steady state»

Over budsjettperioden aukar netto driftskrav frå 3,6 prosent i 2017 til 5,4 prosent i 2026. Årsaka til auken er auken i kravet til eigenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld. I ”steady state” er netto driftskrav 5,6 prosent.

10.4 Analyse av budsjett – superrentabilitet

Etter å ha presentert Fjord1 sitt framtidsrekneskap i kapittel 9 og framtidsskrav i dette kapittelet, kan det no utarbeidast eit anslag på den framtidige strategiske fordelen til Fjord1. Dette er presentert i tabell 10-10:

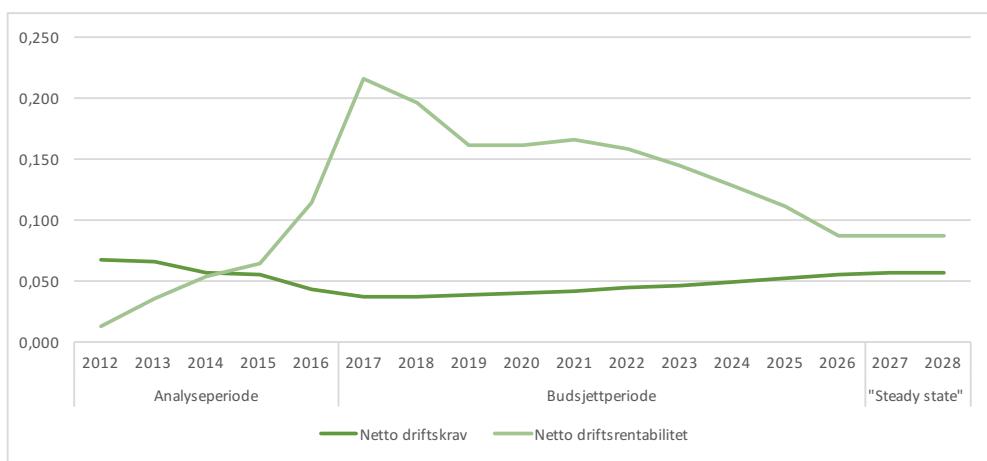
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsrentabilitet	0,215	0,196	0,161	0,161	0,165	0,158	0,144	0,128	0,110	0,087	0,087	0,087
- Netto driftskrav	0,036	0,037	0,038	0,039	0,041	0,043	0,046	0,049	0,052	0,054	0,056	0,056
= Rein driftsfordel	0,179	0,159	0,123	0,122	0,125	0,114	0,098	0,079	0,058	0,033	0,031	0,031
+ Gearingfordel drift	0,148	0,128	0,097	0,094	0,094	0,084	0,070	0,056	0,040	0,022	0,021	0,021
= Driftsfordel	0,326	0,287	0,220	0,215	0,218	0,198	0,168	0,135	0,098	0,054	0,051	0,051
+ FF netto finansiell gjeld	-0,014	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ FF minoritetsinteresser	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000
= Strategisk fordel	0,313	0,287	0,220	0,215	0,218	0,198	0,168	0,135	0,098	0,054	0,051	0,051

Tabell 10-10 - Driftsfordel og strategisk fordel over budsjettperioden og i «steady state»

I Fjord1 sitt framtidsrekneskap i kapittel 9 er netto finansielt gjeldskrav sett lik netto finansiell gjeldsrentabilitet frå 2018 til 2028. Tala i 2017 er derimot traila. Det eksisterer dermed berre ein finansieringsfordel knytt til netto finansiell gjeld i 2017 på -1,4 prosent. Sidan me ikkje sette minoritetskravet lik minoritetsrentabiliteten i framtidsrekneskapet eksisterer det ein finansieringsfordel knytt til minoritetane i enkelte år, og ei finansieringsulempe andre år. Den strategiske fordelen består dermed i 2017 av rein driftsfordel, gearingfordel, netto finansiell gjeldsfordel og minoritetsinteressefordel, mens for resten av budsjettperioden består den strategiske fordel av rein driftsfordel, gearingfordel og minoritetsinteressefordel.

Den strategiske fordelen til Fjord1 går frå 31,3 prosent i 2017 til 5,4 i 2026, og er konsistent med ei forventning om ein stor auke i fordelen på kort sikt og ein reduksjon i fordelen på lang

sikt. Dette stemmer overeins med forventninga for den strategiske fordelen utleia i delkapittel 4.4.1. I ”steady state” er driftsfordelen 5,1 prosent. Den varige reine driftsfordelen på 3,1 prosent skuldast at Fjord1 har ein varig bransjefordel. Utviklinga i netto driftsrentabilitet og netto driftskrav over analyse- og budsjettperioden, samt i ”steady state” er summert i figur 10-1:



Figur 10-1 – Utviklinga i netto driftsrentabilitet og netto driftskrav over analyse- og budsjettperioden og i «steady state»

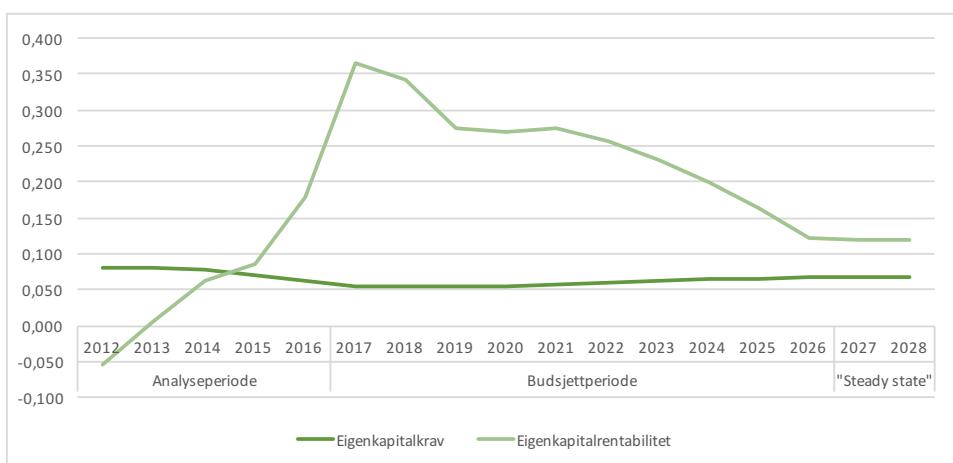
Som ein ser ut i frå figuren vil Fjord1 sitt netto driftskrav stabilisere seg på 5,6 prosent, og netto driftsrentabilitet stabilisere seg på 8,7 prosent. Den reine driftsfordelen er 3,1 prosent i ”steady state”. Dette vil stemme overeins med det som var forventa i den strategiske analysen, med en moderat varig strategisk fordel. På kort sikt er det venta at den strategiske fordelen vil utvikla seg positivt sett frå det historiske nivået. Dette har den gjort, med ei svært positiv utvikling frå 2012 til 2017. Det er vanskeleg å halda ein strategisk fordel så stor som 31,3 prosent over lang tid, og konkurransen i marknaden vil medføra at denne vil reverserast til eit lågare meir stabilt nivå. I den strategiske analysen vart det konkludert med ei forventning om at den strategiske fordelen på lang sikt skulle verta mindre, noko som stemmer overeins med utviklinga her. Eit «steady state»-nivå på 5,1 prosent utgjer ein moderat varig strategisk fordel, og det er venta at denne i hovudsak består av ein bransjefordel som følge av blant anna aukande tal på reisande og høge inngangsbarrierar, då ressursfordelen er venta at på lang sikt vil verta tilnærma lik null.

For å stadfeste den strategiske fordelen er også superrentabiliteten berekna for kvart år i budsjettperioden, som vist i tabell 10-11:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Eigenkapitalrentabilitet	0,367	0,341	0,275	0,271	0,275	0,257	0,230	0,199	0,164	0,123	0,120	0,120
- Eigenkapitalkrav	0,054	0,054	0,055	0,056	0,057	0,059	0,062	0,064	0,066	0,069	0,068	0,068
= Superrentabilitet	0,313	0,287	0,220	0,215	0,218	0,198	0,168	0,135	0,098	0,054	0,051	0,051

Tabell 10-11 - Superrentabilitet over budsjettperioden og i «steady state»

Superrentabiliteten til Fjord1 er i ”steady state” 5,1 prosent. Dette samsvarer med utrekning av strategisk fordel i tabell 10-10 ovanfor. Utviklinga i eigenkapitalrentabilitet og eigenkapitalkrav over analyse- og budsjettperioden, samt i ”steady state” er summert i figur 10-2:



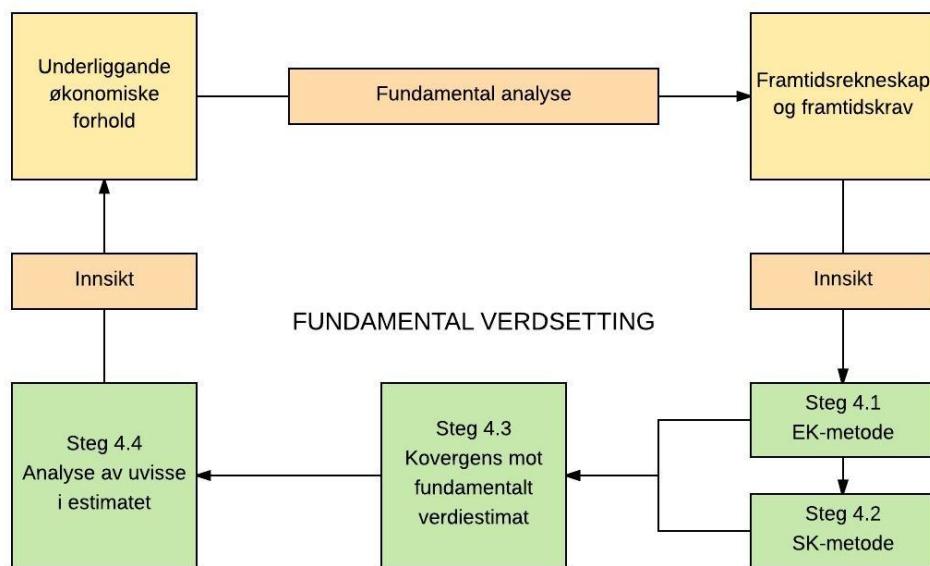
Figur 10-2 – Utviklinga i eigenkapitalrentabiliteten og eigenkapitalkravet over analyse- og budsjettperioden og i «steady state»

Ut i frå figuren ser ein at Fjord1 sitt eigenkapitalkrav stabiliserer seg på 6,8 prosent, og at eigenkapitalrentabiliteten stabiliserer seg på 12,0 prosent. Det gir Fjord1 ein varig superrentabilitet på 5,1 prosent. Som diskutert verkar dette rimeleg basert på resultata i den strategiske analysen frå kapittel 4, og resultata frå rekneskapsanalysen i kapittel 5 til 8. I kapittel 4 vart det forventa at bransjefordelen ville auke på kort sikt, som følgje av aukande tal på reisande, gode økonomiske føresetnadar i form av blant anna låge renter, og høge inngangsbarrierar. Dette vart underbyggja i kapittel 8 der det vart avdekkja at bransjefordelen hadde hatt ein stor auke dei siste åra. På lenger sikt var det venta at bransjefordelen ville verte noko redusert igjen som følgje av ein aukande trussel frå substituttar som bruver og tunellar. Ressursfordelen var også venta at du skulle stige betydeleg på kort sikt, som følgje av auka utnytting av flåte, at nye flåtar vert ferdigstilte og sett i samband, og at nye samband vert overtekne. På lenger sikt var det venta at denne ville reduserast nært tilnærma lik null som følgje av konkurransekreftene i marknaden.

11 Fundamental verdsetting

11.1 Oversikt over metodar og modellar

Fundamental verdivurdering er basert på eit rammeverk bestående av fire steg (Knivsflå, 2017, 16). Dette er framstilt i figur 11-1:



Figur 11-1 – Rammeverk for fundamental verdsetting

Rammeverket byggjer på at ein nyttar både ein eigenkapitalmetode og ein selskapskapitalmetode for å komma fram til endeleg verdiestimat (Petersen, et al., 2017). Både eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden har vidare kvar sine undermodellar for verdivurdering, som vil gi same verdiestimat (Damodaran, 2012). Verdivurdering etter eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, med tilhøyrande undermodellar, vert gjennomført høvesvis i delkapittel 11.2 og 11.3. Som følgje av at det nyttast budsjetterte vekter vil likevel ikkje eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gi same verdi. Det er difor nødvendig å gjennomføra ein konvergeringsprosess der ein oppdaterer vektene til verdivekter og ikkje budsjetterte vekter (Penman, 2013). Dette vert gjennomført i delkapittel 11.4. I det vektene vert oppdaterte til verdivekter vil dei to metodane til slutt gi same verdiestimat. Det vert så til slutt gjennomført ei analyse av uvisse i verdiestimatet i delkapittel 11.5, i form av ein analyse av konkursrisiko, ein simuleringsanalyse og ein sensitivitetsanalyse.

11.2 Eigenkapitalmetoden

Eigenkapitalmetoden inneber ei «direkte» verdsetting av eigenkapitalen. Eigenkapitalen vert verdsett basert på forventa framtidige straumar til eigenkapitalen (Damodaran, 2012). Det vert nytta fire ulike modellar for verdivurdering etter eigenkapitalmetoden; utbytemodellen (NBU), fri kontantstraum til eigenkapital-modellen (FKE), superprofitt frå eigenkapitalmetoden (SPE) og superprofittvekstmetoden (Δ SPE), som alle vil gi same verdiestimat i kvart steg av konvergeringsprosessen. Utbytemodellen vil tilsvara fri kontantstraum til eigenkapital-modellen då netto betalt utbyte er lik fri kontantstraum til eigenkapital i framtdsrekneskapen framstilt i delkapittel 9.5. Det vert av den grunn i det følgjande gjennomført verdivurdering etter eigenkapitalmetoden for høvesvis fri kontantstraum til eigenkapital-metoden, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen.

11.2.1 Fri kontantstraum til eigenkapital-metoden (FKE)

Fri kontantstraum til eigenkapital-metoden bereknar verdien på eigenkapitalen ved å sette den lik noverdien av forventa framtidig fri kontantstraum til eigenkapital (Petersen, et al., 2017). Fri kontantstraum til eigenkapital vert neddiskontert med eigenkapitalkravet, der fri kontantstraum til eigenkapital utgjer nettoresultatet til eigenkapitalen trekt frå endringa i eigenkapitalen (Damodaran, 2012). Det vert føreset at det i «steady state» er konstant vekst. Følgjande formel vert nytta for å berekna verdien på eigenkapitalen til Fjord1 etter FKE-metoden:

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

Berekning av verdien på eigenkapitalen til Fjord1 etter fri kontantstraum frå eigenkapital-modellen er framstilt i tabell 11-1:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FKE	500 001	487 982	373 685	443 802	467 680	396 224	385 483	362 733	328 174	153 245	174 242
/ Diskonteringsfaktor	1,054	1,111	1,171	1,237	1,307	1,384	1,469	1,563	1,667	1,781	1,903
= Noverdi	474 480	439 281	319 001	358 888	357 878	286 266	262 363	232 047	196 884	86 027	91 555

2016	
Noverdi fra 2017 til 2026	3 013 117
+ Horisontverdi	3 447 526
= Verdi eigenkapital	6 460 643
/ Antall utestående aksjer	100 000
= Verdiestimat per aksje	64,606

Tabell 11-1 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av fri kontantstraum til eigenkapital-metoden

11.2.2 Superprofittmodellen (SPE)

Superprofittmodellen verdsett eigenkapitalen ved å ta utgangspunkt i den balanseførte eigenkapitalen fra 2016 og så legga til den neddiskonterte verdien av forventa framtidig superprofitt (Penman, 2013). Den årlege superprofitten vert berekna ved å finne nettoresultatet utover resultatkravet til eigenkapitalen. Verdien på eigenkapitalen etter superprofittmodellen vert berekna etter følgjande formel:

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

Berekning av verdien på eigenkapitalen til Fjord1 basert på superprofittmodellen er framstilt i tabell 11-2:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto resultat til EK	550 976	552 824	472 946	482 938	498 062	481 177	447 802	399 177	336 414	261 598	265 167
- Krav til netto resultat til EK	90 806	94 199	98 345	105 903	110 285	116 692	126 613	135 506	142 993	148 729	155 418
= Superprofitt til EK	460 170	458 625	374 602	377 035	387 777	364 485	321 188	263 672	193 421	112 869	109 748
/ Diskonteringsfaktor	1,054	1,111	1,171	1,237	1,307	1,384	1,469	1,563	1,667	1,781	1,903
= Noverdi	436 681	412 854	319 784	304 896	296 735	263 335	218 603	168 676	116 041	63 362	57 667

2016	
Noverdi fra 2017 til 2026	2 600 967
+ Balanseført EK	1 688 212
+ Horisontverdi	2 171 463
= Verdi eigenkapital	6 460 643
/ Antall utestående aksjer	100 000
= Verdiestimat per aksje	64,606

Tabell 11-2 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofitt til eigenkapital-modellen

11.2.3 Superprofittvekstmodellen (ΔSPE)

Superprofittvekstmodellen er også kalla unormal resultatvekst-modellen og bereknar verdien på eigenkapitalen basert på den kapitaliserte verdien av nettoresultatet første år i budsjettperioden, tillagt noverdien av framtidig vekst (Penman, 2013). Formel for berekning av verdi på eigenkapitalen etter superprofittvekstmodellen er som følgjande:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * ... * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * ... * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)}$$

Superprofittveksten vert justert for endring i diskonteringsrenta. Berekning av verdien på eigenkapitalen til Fjord1 etter superprofittvekstmodellen er framstilt i tabell 11-3:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
(1+ekk _t) * SPE _t	483 294	394 751	397 315	408 635	384 090	338 464	277 854	203 825	118 940	115 652	120 278
- (1+ekk _{t-1}) * SPE _{t-1}	485 094	483 627	395 445	398 442	410 714	386 912	341 717	281 155	206 710	120 587	117 252
/ (1+ekk _t)	1,054	1,055	1,056	1,057	1,059	1,062	1,064	1,066	1,069	1,068	1,068
= Superprofittvekst til EK	-1 707	-84 281	1 771	9 645	-25 137	-45 639	-60 026	-72 521	-82 127	-4 619	2 832
/ Diskonteringsfaktor	1,054	1,111	1,171	1,237	1,307	1,384	1,469	1,563	1,667	1,781	1,903
= Noverdi	-1 620	-75 870	1 512	7 800	-19 235	-32 974	-40 854	-46 393	-49 271	-2 593	1 488

2016	
Noverdi frå 2018 til 2027	-259 499
Kapitalisert noverdi	-4 824 437
Nettoresultat i 2017	550 976
Kapitalisert nettoresultat 2017	10 243 386
Horisontverdi	56 031
Kapitalisert horisontverdi	1 041 693
= Verdi eigenkapital	6 460 643
/ Antall uteståande aksjer	100 000
= Verdiestimat per aksje	64,606

Tabell 11-3 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofittvekstmodellen

11.3 Selskapskapitalmetoden

Etter selskapskapitalmetoden vert eigenkapitalen «indirekte» verdsett ved å nytta verdiar for netto driftskapital og netto finansiell gjeld (Damodaran, 2012). Når ein nyttar modellar basert på netto driftskapital vert verdien på eigenkapitalen funnen ved å trekka frå netto finansiell gjeld og verdien på minoritetsinteressa. Det vert lagt til grunn ein føresetnad om at netto finansiell gjeldsrente er lik netto finansiell gjeldskrav i samlede modellar etter selskapskapitalmetoden, og verkeleg verdi på netto finansiell gjeld vert såleis lik balanseført verdi (Penman, 2013). Minoritetsinteressa vert verdsett etter superprofitt til minoritetsinteresse-modellen (SPMI). Ved berekning av eigenkapitalen etter selskapskapitalmetoden er det tre modellar som baserer seg på netto driftskapital; fri kontantstraum frå drift-modellen (FKD),

superprofitt frå drift-modellen (SPD) og superprofittvekst frå drift-modellen (Δ SPD). Det vert i det følgjande gjennomført verdivurdering av minoritetsinteressa, før det så vert gjennomført verdivurdering av eigenkapitalen basert på dei tre modellane for verdivurdering av netto driftskapital.

11.3.1 Superprofitt til minoritetsinteresse-modellen (SPMI)

For å kunne fastsetta verdien på eigenkapitalen etter selskapskapitalmetoden er det nødvendig å kjenne verkeleg verdi på minoritetsinteressa. Superprofitt til minoritetsinteresse-modellen fastsett verdien på minoritetsinteressa basert på balanseført verdi tillagt noverdi av superprofitten til minoritetsinteressa, diskontert med kravet til avkastning på minoritetskапitalen (Knivsflå, 2017, 17). Verdien på minoritetsinteressa etter superprofitt til minoritetsinteresse-modellen vert berekna etter følgjande formel:

$$VMI_0 = MI_0 \sum_{t=1}^T \frac{SPMI_t}{(1 + mik_1) * ... * (1 + mik_t)} + \frac{SPMI_{T+1}}{(1 + mik_1) * ... * (1 + mik_T) * (mik - miv)}$$

Verdien på minoritetsinteressa til Fjord1 etter superprofitt til minoritetsinteresse-modellen er framstilt i tabell 11-4:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto minoritetsresultat	477	499	526	566	588	613	654	688	714	729	786
- Krav til netto minoritetsresultat	267	289	315	353	381	416	464	510	552	588	634
= Superprofitt til minoritetsinteress	210	210	211	213	207	197	190	178	162	141	152
/ Diskonteringsfaktor	1,069	1,143	1,222	1,308	1,402	1,506	1,622	1,750	1,892	2,050	2,221
= Noverdi	196	184	173	163	147	131	117	102	85	69	68

2016	
Noverdi frå 2017 til 2026	1 367
+ Balanseført minoritetsinteresse	3 881
+ Horisontverdi	1 641
= Verdi minoritetsinteresse	6 890

Tabell 11-4 - Verkeleg verdi på minoritetsinteressa ved bruk av superprofitt til minoritetsinteresse-modellen

11.3.2 Fri kontantstraum frå drift-modellen (FKD)

Ved bruk av fri kontantstraum frå drift-modellen bereknar ein verdien av eigenkapitalen med utgangspunkt i noverdi av fri kontantstraum frå drift, trekt frå netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Damodaran, 2012). Fri kontantstraum frå drift utgjer netto driftsresultat minus endring i netto driftseigedelar (Damodaran, 2012). Følgjande formel vert nytta:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * ... * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * ... * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)} - (NFG_0 + VMI_0)$$

Berekninga av verdien på eigenkapitalen til Fjord1 etter fri kontantstraum frå drift-modellen er framstilt i tabell 11-5:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FKD	495 602	491 152	352 656	475 219	508 556	400 962	413 524	414 794	403 996	164 475	171 054
/ Diskonteringsfaktor	1,036	1,074	1,114	1,158	1,205	1,256	1,314	1,378	1,449	1,527	1,613
= Noverdi	478 302	457 237	316 466	410 479	422 212	319 118	314 680	301 014	278 860	107 705	106 064
2016											
Noverdi frå 2016 til 2026	3 406 074										
+ Horisontverdi		6 962 570									
= Verdi av netto driftskapital	10 368 644										
- Minoritetsinteresse		6 890									
- Netto finansiell gjeld		1 393 235									
= Verdi eigenkapital	8 968 519										
/ Antall uteståande aksjer		100 000									
= Verdiestimat per aksje	89,685										

Tabell 11-5 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av fri kontantstraum frå drift-modellen

11.3.3 Superprofitt frå drift-modellen (SPD)

Superprofitt frå drift-modellen bereknar verdien på netto driftskapital med utgangspunkt i den balanseførte verdien på netto driftskapital i 2016, tillagt noverdi av framtidig superprofitt frå drift (Penman, 2013). Berekning skjer etter følgjande formel:

$$VEK_0 = EK_0 - MVMI_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * ... * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * ... * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

Verdivurdering av eigenkapitalen til Fjord1 etter superprofitt frå drift-modellen er framstilt i tabell 11-6. Her vert netto driftskapital verdsett, og deretter vert finansiell gjeld og minoritetsinteresse trekt frå for å finne verdien på eigenkapitalen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsresultat	592 841	575 580	497 043	510 002	527 263	514 187	485 548	441 300	382 369	310 675	323 102
- Kravet til netto driftsresultat	111 593	116 730	122 215	132 737	139 264	149 489	164 154	177 434	188 771	197 649	213 201
= Superprofitt frå drift	481 248	458 851	374 828	377 265	388 000	364 698	321 394	263 866	193 599	113 026	109 901
/ Diskonteringsfaktor	1,036	1,074	1,114	1,158	1,205	1,256	1,314	1,378	1,449	1,527	1,613
= Noverdi	464 449	427 166	336 363	325 869	322 125	290 256	244 571	191 486	133 632	74 014	68 145

2016	
Noverdi frå 2017 til 2026	2 809 932
+ Balansefort netto driftskapital	3 085 328
+ Horisontverdi	4 473 383
= Verdi av netto driftskapital	10 368 644
- Minoritetsinteresse	6 890
- Netto finansiell gjeld	1 393 235
= Verdi eigenkapital	8 968 519
/ Antall utestående aksjer	100 000
= Verdiestimat per aksje	89,685

Tabell 11-6 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofitt frå drift-modellen

11.3.4 Superprofittvekst frå drift-modellen (ΔSPD)

Superprofittvekst frå drift-modellen, som også kan kallas unormal resultatvekstmodellen, bereknar verdien på eigenkapitalen med utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av netto driftsresultat første år i budsjettperioden, tillagt noverdi av framtidig vekst (Penman, 2013). Superprofitten vert justert for endring i diskonteringsrenta. Modellen vert framstilt etter følgjande formel:

$$VEK_0 = \frac{NRD_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1+ndk_1) * ... * (1+ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1+ndk_1) * ... * (1+ndk_{T+1}) * (ndk - ndv)} \right\} - (NFG_0 + VMI_0)$$

Verdien på eigenkapitalen til Fjord1 etter superprofitt frå drift-modellen vert berekna i tabell 11-7:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
(1+ndk _t) * SPD _t	475 447	388 385	390 910	402 033	377 889	333 019	273 410	200 601	117 114	113 876	118 431
- (1+ndk _{t-1}) * SPD _{t-1}	498 899	476 016	389 413	392 510	404 740	381 429	337 017	277 414	204 068	119 365	116 065
/ (1+ndk _t)	1,037	1,037	1,039	1,040	1,043	1,046	1,049	1,051	1,054	1,056	1,056
= Superprofittvekst frå drift	-22 623	-84 471	1 441	9 153	-25 741	-46 287	-60 659	-73 062	-82 493	-5 198	2 240
/ Diskonteringsfaktor	1,036	1,074	1,114	1,158	1,205	1,256	1,314	1,378	1,449	1,527	1,613
= Noverdi	-21 833	-78 638	1 293	7 906	-21 370	-36 839	-46 160	-53 020	-56 941	-3 404	1 389

2016	
Noverdi frå 2018 til 2027	-309 006
Kapitalisert noverdi	-8 543 404
Netto driftsresultat 2017	592 841
Kapitalisert netto driftsresultat 2017	16 390 896
Horisontverdi	91 187
Kapitalisert horisontverdi	2 521 152
= Verdi netto driftsresultat	10 368 644
- Minoritetsinteresse	6 890
- Netto finansiell gjeld	1 393 235
= Verdi eigenkapital	8 968 519
/ Antall utestående aksjer	100 000
= Verdiestimat per aksje	89,685

Tabell 11-7 - Verkelig verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofittvekst frå drift-modellen

11.4 Første verdiestimat og konvergens

Berekningane i delkapittel 11.2 og 11.3 gir eit første estimat på den verkelege verdien til eigenkapitalen til Fjord1. Dette estimatet er basert på budsjetterte vekter og det er difor nødvendig å gjennomføra ein konvergeringsprosess. I delkapittel 11.4.1 vert det første verdiestimatet på eigenkapitalen til Fjord1 presentert, før det i 11.4.2 vert gjennomført konvergens mot endeleg verdiestimat. I delkapittel 11.4.3 vert det så til slutt gjort ei vurdering av det konvergente verdiestimatet.

11.4.1 Første estimat

Tabell 11-8 viser dei verkelege verdiane på eigenkapitalen til Fjord1 ved bruk av eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden berekna i delkapittel 11.2 og 11.3.

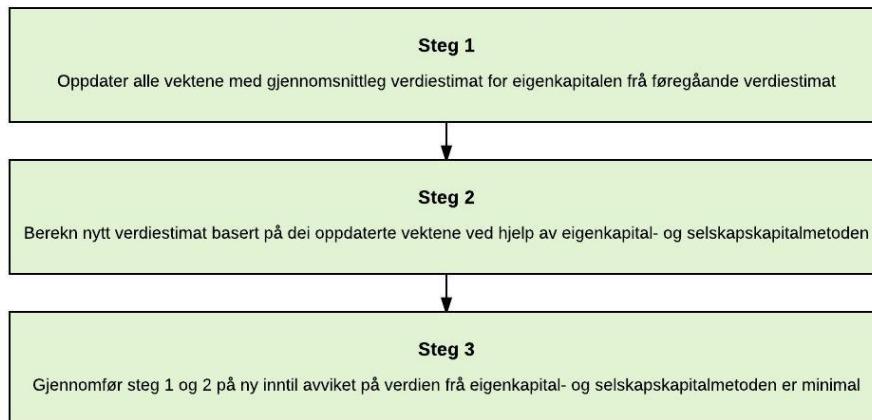
	Eigenkapitalmetoden		Selskapskapitalmetoden		Gjennomsnitt	
	Verdi EK	Verdi per aksje	Verdi EK	Verdi per aksje	Verdi EK	Verdi per aksje
Fri kontantstraummodellen	6 460 643	64,606	8 968 519	89,685	7 714 581	77,146
Superprofittmodellen	6 460 643	64,606	8 968 519	89,685	7 714 581	77,146
Superprofitvekstmodellen	6 460 643	64,606	8 968 519	89,685	7 714 581	77,146

Tabell 11-8 - Oppsummering av verdi på eigenkapitalen og verdi per aksje etter eigenkapital- og selskapskapitalmetoden

Dette vil vera første estimat på den verkelege verdien på eigenkapitalen. Kvar av dei tre modellane innanføre høvesvis eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gir som tabell 11-8 viser same verdiestimat. Desse verdiestimata er utrekna basert på budsjetterte vekter, og eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden vil difor gi ulike verdiar etter første estimat.

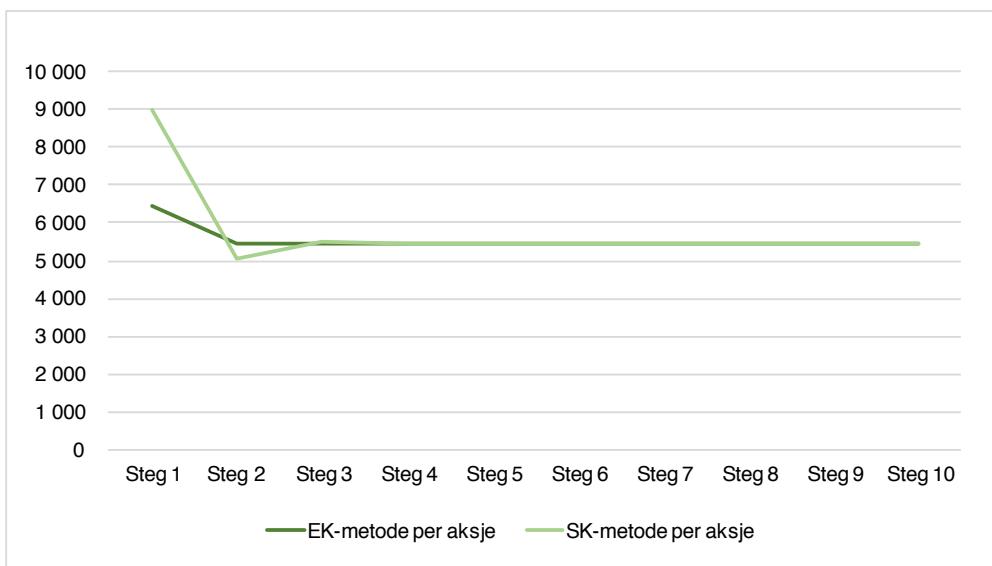
11.4.2 Konvergens mot endeleg estimat

Ettersom første estimat er basert på budsjetterte vekter, er det nødvendig å gjennomføra ein konvergeringsprosess der ein i kvart steg oppdaterer vektene til verdibaserte vekter (Knivsflå, 2017, 17). Som vist i kapittel 11.2 og 11.3 gir første verdiestimat ein verdi på eigenkapitalen lik 6 460 643 kr og 8 968 519 kr berekna etter høvesvis eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Dette estimatet er berekna med grunnlag i budsjetterte vekter, som er nødvendig å oppdatera til verkelege verdivekter. Dette vert gjennomført i tre steg, som figur 11-2 illustrerer:



Figur 11-2 – Tre steg for gjennomføring av verdikonvergering

Som trestegsmodellen seier skal desse stega gjennomførast til eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gir same verdiestimat på eigenkapitalen til Fjord1. Figur 11-3 illustrerer endring i verdiestimat etter eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gjennom konvergeringsprosessen:



Figur 11-3 – Illustrasjon av utviklinga til verdiestimatet på eigenkapitalen gjennom konvergeringsprosessen

I tabell 11-9 er dei ulike verdiestimata gjennom konvergeringsprosessen for Fjord1 framstilt. Her vert verdiar på eigenkapitalen samla sett vist, samt verdi det gir per aksje og avviket mellom dei to metodane i prosent.

	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metode	6 460 643	5 462 884	5 446 554	5 440 979	5 441 084	5 441 037	5 441 041	5 441 041	5 441 041	5 441 041
SK-metode	8 968 519	5 047 888	5 522 243	5 470 978	5 452 437	5 443 380	5 441 397	5 441 041	5 441 041	5 441 041
Gjennomsnitt	7 714 581	5 255 386	5 484 398	5 455 978	5 446 760	5 442 208	5 441 219	5 441 041	5 441 041	5 441 041
EK-metode per aksje	64,606	54,629	54,466	54,410	54,411	54,410	54,410	54,410	54,410	54,410
SK-metode per aksje	89,685	50,479	55,222	54,710	54,524	54,434	54,414	54,410	54,410	54,410
Awiki %	32,51 %	-7,90 %	1,38 %	0,55 %	0,21 %	0,04 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Tabell 11-9 - Verdiestimat på eigenkapitalen og per aksje over analyseperioden

Avviket fell nokså kraftig fra steg 1 til 2 som følge av at selskapskapitalmetoden sterkt overvurderer eigenkapitalen i steg 1, og fell så gradvis fram til det i steg 10 kjem til eit konvergent verdiestimat på eigenkapitalen til Fjord1 på 5 441 041 kr, som gir ein verdi per aksje på 54,41 kr.

11.4.3 Vurdering av konvergent verdiestimat

Konvergeringsprosessen har gitt eit konvergent verdiestimat på eigenkapitalen til Fjord1 på 5 441 041 kr. For å vurdere om dette verdiestimatet verkar rimeleg kan ein sjå på forholdstalet pris/bok (Knivsflå, 2017, 17). Ein kan også sjå på pris/forteneste-forholdet. Dette bør også sjåast opp mot den strategiske rekneskapsanalysen føretatt.

Det første som kan angi om verdiestimatet verker rimeleg er pris/bok-forholdet til Fjord1. Ut i frå den estimerte verkelege verdien og den bokførte verdien på eigenkapitalen i 2016 vert dette forholdet:

$$\frac{P}{B} = \frac{54,41}{16,88} = 3,22$$

Dette er eit moderat pris/bok-forhold som tilseier at Fjord1 har betydelege meirverdiar i selskapet. Den strategiske rekneskapsanalysen avdekker at Fjord1 har ein ei lita strategisk ulempe, men den strategiske fordelen har blitt positiv dei siste åra, og er venta å auka nokså mykje på kort sikt og verta noko redusert igjen på lengre sikt. Det er spesielt bransjefordelen som er venta å gi Fjord1 meirverdiar, samt interne ressursfordelar knytt til aukande utnytting av nye fartøy og overtaking av nye samband. Den strategiske fordelen er venta å auka på kort sikt, og deretter verta redusert til eit meir moderat nivå på lang sikt. Verdiestimatet på eigenkapitalen per 31.12.2016 vurdert ut i frå den aukande historiske strategiske fordelen kan såleis verka rimeleg då det viser til meirverdiar i selskapet i form av ein venta strategisk fordel.

Den andre forholdstalet som kan nyttast til å vurdera rimelegheita i verdiestimatet er pris/forteneste-forholdet, som hos Fjord1 vert følgjande:

$$\frac{P}{E} = \frac{54,410}{5,51} = 9,88$$

Dette forholdet er moderat samanlikna med avkastningskravet til eigenkapitalen i 2016, som er på 6,2 prosent, og tilseier at Fjord1 har god evne til inntening utover kravet, altså oppnår ein moderat superrentabilitet. Rekneskapsanalysen illustrerer at det er venta at Fjord1 dei neste åra vil auka sin omløpsfordel som følgje av at dei vil sette nye store investeringar i ferjer i drift og kunne oppnå avkastning på desse. Dette gir ein venta aukande ressursfordel på kort sikt, før denne vil gradvis verta redusert på lengre sikt. Det er også venta at bransjefordelen vil auka på kort sikt og sikra lønnsemid i bransjen. Dette er med på å byggje under pris/forteneste-forholdet Fjord1 oppnår basert på verdiestimatet, og viser til ein jamt fallande superrentabilitet over perioden. Ut i frå dette kan ein seie at verdiestimatet verkar rimeleg samanlikna med forventningane i den strategiske analysen.

Verdiestimatet på 54,41 kr verkar såleis rimeleg ut i frå forholdstala samanlikna med den strategiske rekneskapsanalysen. Verdiestimatet inneheld likevel vesentleg uvisse som vidare vert analysert i neste delkapittel, 11.5.

11.5 Uvisse

Verdiestimatet som er utrekna for Fjord1 representerer eit punktestimat i eit stort utfallsrom (Kaldestad, 2017). Utrekninga av verdiestimatet byggjer på den forventa utviklinga til alle budsjett- og verdidrivarane. Det er knytt usikkerhet til desse drivarane og verdiestimatet vil difor endre seg dersom informasjonen som ligg til grunn endrar seg (Palepu, et al., 2013). Det er fleire faktorar som påverkar verdiestimatet. Dei mest kritiske faktorane er driftsinntektsvekt, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseigedelar og drivarane av avkastingskrav, då det er føresett at finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld er null over budsjettperioden, med unntak av i 2017. Det er også knytt uvisse til den strategiske fordelen sidan det ikkje vart justert for målefeil i delkapittel 5.5. Det vil seie at målefeilen vert framskriven med vidare inn i framtidens rekneskapen. Det er dermed hensiktsmessig å analysera korleis uvisse påverkar verdiestimatet. I delkapittel 11.5.1 vil det gjennomførast ei analyse av konkursrisiko, i

delkapittel 11.5.2 vil ei simuleringsanalyse verte gjennomført og i delkapittel 11.5.3 gjennomførast ei sensitivitetsanalyse.

11.5.1 Analyse av konkursrisiko

Det er to måtar å ta omsyn til sannsynet til konkurs; gjennom å ta med sannsynet for eventuell konkurs inn i framtidsrekneskapen, eller gjennom å lage framtidsrekneskap under føresetnaden om framleis drift og handsame sannsynet for konkurs separat (Knivsflå, 2017, 17). Framtidsrekneskapen i kapittel 9 vart som nemnt utarbeida med føresetnad om framleis drift. Sannsynet for konkurs vart dermed ikkje innarbeida i framtidsrekneskapen og me vil difor ta omsyn til risikoen ved å rekne den direkte inn i det endelege verdiestimatet. Det endelege verdiestimatet vert utrekna etter følgjande formel (Knivsflå, 2017, 17):

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

der p er sannsynet for framtidig konkurs, FVEK er fundamentalverdi av eigenkapital gitt framleis drift og LVEK er likvidasjonsverdi (noverdien) av eigenkapitalen.

Likvidasjonsverdien vert anslått til å vera tilnærma lik null. Grunnen til det er at ved ein konkurssituasjon skjer som regel realiseringa raskt og ofte til ein låg pris. Det inneber at långjevar ikkje får full dekning for sine krav og det er ikkje noko att til eigarane. Likvidasjonsverdien vert dermed satt lik null. Sannsynet for framtidig konkurs vert sett i samanheng med estimatet på Fjord1 sin framtidige syntetiske rating. I delkapittel 10.2.1 kom me fram til at den samla syntetiske framtidssratinga. Frå 2017 til 2024 er ratinga A. Frå 2024 og utover fell ratinga frå A til BBB i 2028. Konkurssannsynet vil med dette setjast lik 0,08 prosent, som er konkurssannsynet for ratingkarakteren A.

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - 0,0008) \cdot 54,410 + 0,0008 \cdot 0 = 54,37$$

Etter justering for konkursrisiko vert verdiestimatet per aksje justert ned til 54,37 kr. Dette estimatet vert vidare nytta i simuleringsanalysen og sensitivitetsanalysen.

11.5.2 Simuleringsanalyse

I simuleringsanalysen er det ønskjeleg å synleggjera uvisse i verdiestimatet gjennom å gjere kritiske budsjettvararar og verdidrivarar til usikre, eller stokastiske, variablar, for slik å få ei fordeling over verdiestimatet i staden for eit punktestimat (Damodaran, 2012). På denne måten vil uvisse verte synleggjort i verdiestimatet. Det vert nytta Crystal Ball, eit tilleggsprogram i Excel, til å gjennomføra analysen.

11.5.2.1 Føresetnadar i simuleringsanalysen

Ved gjennomføring av ei simuleringsanalyse er det mest hensiktsmessig å sjå på variablar som har signifikant innverknad på verdiestimatet (Damodaran, 2012). Det vert difor i det følgjande gjennomført ei simuleringsanalyse av budsjettvarane driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og netto driftseigedelar, då desse er venta å ha størst innverknad på verdiestimatet.

Eit svært viktig steg i analysen er å fastsetta standardavviket som skal nyttast for dei ulike budsjettvarane (Damodaran, 2012). På kort sikt vert standardavviket fastsett med utgangspunkt i historiske rekneskapstal. Standardavviket til dei tre aktuelle budsjettvarane over analyseperioden er framstilt i tabell 11-10:

	2012	2013	2014	2015	2016	σ_{Fjord1}	σ_{Bransjen}
Driftsinntektsvekst	-0,209	-0,015	0,005	-0,045	0,063	0,041	0,08
Netto driftsmargin	0,020	0,059	0,090	0,106	0,176	0,023	0,02
Omløpet til netto driftseigedelar	2,235	1,942	1,861	1,767	1,731	0,229	0,82

Tabell 11-10 - Standardavvik til budsjettvarane til Fjord1 over analyseperioden

Ut i frå tabellen kan ein sjå at standardavviket til driftsinntektsvekt, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigedelar er høvesvis 0,04, 0,02 og 0,23 for Fjord1.

Standardavvika framstår som rimelege verdiar og vert difor nytta vidare i budsjettspunkt 1 (år 2017). Budsjettala frå 2017 er traila, og det er dermed knytt mindre uvisse til budsjettspunkt 1, enn budsjettspunkt 2 og 3. Standardavviket i budsjettspunkt 2 (år 2019) er det knytt meir uvisse til enn i punkt 1, og standardavviket blir difor justert litt opp, samanlikna med standardavviket i budsjettspunkt 1. Standardavviket på mellomlang sikt, altså budsjettspunkt 3 (år 2021), vil vera noko høgare enn i starten og slutten av budsjettperioden. Dette er fordi økonomisk teori tilseier at det er konstantvekst i slutten av budsjettperioden, og det er mindre uvisse knytt til

budsjettdrivarane i byrjinga av perioden. Standardavviket i budsjettpunkt 3 vert dermed skalert opp med ein faktor på 1,5 samanlikna med standardavviket i budsjettpunkt 1.

Det vert teke utgangspunkt i at alle budsjettdrivarane er normalfordelte i budsjettpunkta, sett bort ifrå driftsinntektsveksten og netto driftsmargin i "steady state". Årsaka til at driftsinntektsveksten ikkje vert normalfordelt i «steady state» er, som nemnt i delkapittel 9.3, at det vert antatt at den maksimale veksten i verdsøkonomien vil ligge på rundt 7,5 prosent. Den forventa driftsinntektsveksten er i "steady state" 4 prosent. Driftsinntektsveksten vil ha ei uniform sannsynsfordeling mellom 3 og 5 prosent, og kravet om maksimal vekst er dermed tilfredsstilt. Netto driftsmargin har også i "steady state" ei uniform sannsynsfordel, som varierer mellom 1,4 og 8,6 prosent. Den uniforme sannsynsfordelinga til netto driftsmargin vert utrekna ved hjelp av to likningar med to ukjente:

$$\text{Forventning} = \frac{a + b}{2} \quad \text{Varians} = \frac{(b - a)^2}{10}$$

Variansen vert delt på tal år i budsjetteringsperioden, altså 10 år, frå år 2017 til år 2026.

Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigedelar er framstilt i høvesvis tabell 11-11, 11-12 og 11-13:

	Forventa driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	0,195	0,041	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2019)	0,090	0,049	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2021)	0,120	0,061	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	0,040	U[0,030; 0,050]	Uniformt fordelt

Tabell 11-11 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for driftsinntektsveksten

	Forventa netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	0,213	0,023	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2019)	0,140	0,028	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2021)	0,120	0,035	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	0,050	U[0,014; 0,086]	Uniformt fordelt

Tabell 11-12 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for driftsmarginen

	Forventa omløp til netto driftseigedelar	Standardavvik	Sannsynsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2017)	1,023	0,229	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2019)	1,150	0,275	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2021)	1,400	0,344	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	1,700	0,229	Normalfordelt

Tabell 11-13 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for omløpet til netto driftseigedelar

Vidare i analysen vert også fire andre finansielle drivarar som har påverka avkastningskrava. Dette er risikofri rente (3-månaders NIBOR-rente), marknadsrisikopremie, eigenkapitalbeta og finansiell gjeldsdel. Desse finansielle verdidrivarane vert inkludert i analysen ettersom dei i stor grad påverkar avkastningskravet. Alle drivarane vert stokastiske i "steady state" og det vert utrekna ei uniform fordeling etter formelen vist over, med unntak av eigenkapitalbetaen. Eigenkapitalbetaen vert normalfordelt, og eigenkapitalbetaen frå 2016 vert nytta. Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for dei finansielle verdidrivarane er framstilt i tabell 11-14:

	Forventning	Standardavvik	Sannsynsfordeling
NIBOR-rente (steady state)	0,032	U[0,030; 0,034]	Uniformt fordelt
Marknadsrisikopremie (steady state)	0,049	U[0,0486; 0,0494]	Uniformt fordelt
Eigenkapitalbeta (2016)	1,035	0,061	Normalfordelt
Finansiell gjeldsdel (steady state)	0,500	U[0,258; 0,742]	Uniformt fordelt

Tabell 11-14 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling til finansielle verdidrivarar

Damodaran (2012) føreset at eigenkapitalkravet er høgare enn eigenkapitalveksten. Trekkingar der dette førekjem i analysen vert dermed filtrert vekk.

11.5.2.2 Korrelasjon

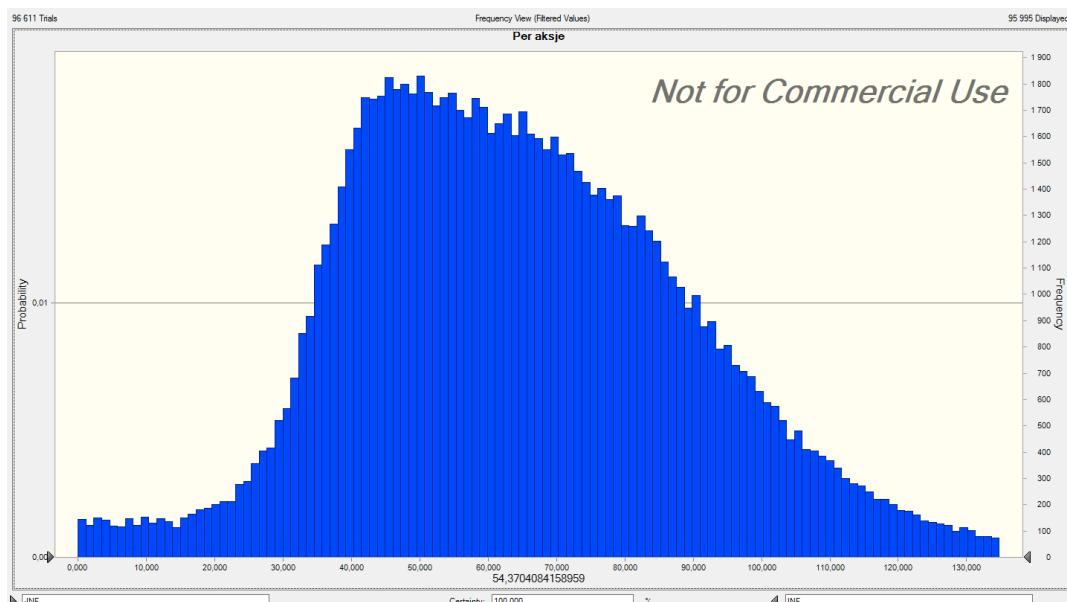
Det er slik at trekningane frå fordelingane kan vera uavhengige eller delvis korrelerte. Det er difor nødvendig å undersøka om det finnes nokon korrelasjon mellom dei ulike variablane (Damodaran, 2012). Dette kan enten vera i form av negativ eller positiv korrelasjon. Fjord1 sin netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigedelar har ein positiv korrelasjon på 0,85 basert på historiske verdiar. Til tross for at denne korrelasjonen no er positiv, har verksemder med høg netto driftsmargin ein tendens til å ha lågt omløp på netto driftseigedelar. Her vil det difor føresettast at det mellom desse er ein svak negativ korrelasjon på 0,10 framover.

Det er også nødvendig å vurdera korrelasjonen mellom driftsinntektsveksten og marknadsrisikopremien då dette inngår i simuleringa. Korrelasjonen mellom dei to drivarane, som er basert på historiske vekter, er positiv med ein verdi på 0,63. Det vert føresett at dersom den økonomiske veksten er høg, vil også kravet vera høgt som følgje av at alternativkostnaden for kapitalbruk er høg (Knivsflå, 2017, 18). Av den grunn vert det lagt til grunn ein svak positiv korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og marknadsrisikopremien på 0,2 i "steady state".

Verksemder med høg netto driftsmargin, kan ta høgare finansiell risiko, og dermed auke netto finansiell gjeldsdel. Korrelasjonen mellom desse drivarane vert difor tatt med i simuleringa. Korrelasjonen mellom dei to drivarane er basert på historiske vekter og har ein negativ verdi på -0,9. For framtida vert det lagt til grunn ein negativ korrelasjon mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel på -0,3 i ”steady state”.

11.5.2.3 Resultat frå simuleringsanalysen

Uvissa vert analysert ved hjelp av ein Monte Carlo-analyse basert på 100 000 trekningar. For å filtrere bort ekstreme verdiar vert det satt ei nedre grense på null, då aksjeverdi lik null tilseier at verksemda går konkurs, og ei øvre grense på 150 kr per aksje basert på ei skjønnsmessig vurdering. Resultata frå simuleringa er framstilt i figur 11-4:



Figur 11-4 – Resultat frå Monte Carlo-simulering basert på 100 000 trekningar

Figuren viser ei noko venstrestilt fordeling, der toppen ligg på ein aksjeverdi rundt 45-50 kr per aksje, medan verdiane elles viser ei høg fordeling rundt aksjeverdiar frå 40 kr til 70 kr per aksje. Tabell 11-5 viser dei statistiske verdiane simuleringa gir:

Statistikk	Prognoseverdiar
Trials	96 611,000
Base Case	54,370
Mean	64,719
Median	62,505
Standard Deviation	25,008
Variance	625,392
Skewness	0,354
Kurtosis	3,080
Coeff. Of Variation	0,386
Minimum	0,001
Maximum	149,984
Mean Std. Error	0,080
Filtered Values	3 389,000

Tabell 11-15 - Data henta fra Monte Carlo-simulering

Tabellen viser at simuleringa gir ein gjennomsnittleg aksjeverdi på 64,72 kr per aksje, og ein median på 62,51 kr per aksje. Desse verdiane ligg litt over det endelige verdiestimatet per aksje på kr 54,37. Gjennomsnittleg verdi ligg med dette noko høgare enn verdiestimatet, som følge av at simuleringa gir nokre svært høge verdiestimat på ein aksjeverdi opp mot 150 kr per aksje. Medianen på si side ligg også noko over verdiestimatet, som skyldast at figuren har ei brattare stigning på venstresida, og ei meir slak utvikling på høgresida. Dette medfører at fleire av estimata vil ligge på høgre side, og trekka opp medianen. Simuleringsanalysen gir ein estimert variasjonskoeffisient lik 38,6 prosent. Denne seier noko om det årlege prosentvise standardavviket til verdiestimatet, samanlikna med det gjennomsnittlege verdiestimatet.

11.5.2.4 Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Tabell 11-15 viser ei oversikt over dei budsjett- og verdidrivarane som inngjekk i simuleringsanalysen, og illustrerer kva for drivrarar som er mest kritiske for verdiestimatet:

Kritiske faktorar	Forklaring av variasjon i verdiestimat
Netto driftsmargin «steady state»	81,59 %
Driftsinntektsvekst 2021	3,66 %
Netto driftsmargin 2021	2,64 %
Driftsinntektsvekst 2017	1,64 %
Eigenkapitalbeta	-1,50 %
Driftsinntektsvekst 2019	1,35 %
Omløpet til netto driftseigedelar «steady state»	1,12 %
Driftsinntektsvekst «steady state»	-0,50 %
Netto driftsmargin 2019	0,42 %
Netto driftsmargin 2017	0,14 %
NIBOR-rente «steady state»	-0,12 %
Omløpet til netto driftseigedelar 2019	0,02 %
Omløpet til netto driftseigedelar 2021	0,01 %
Omløpet til netto driftseigedelar 2017	0,00 %

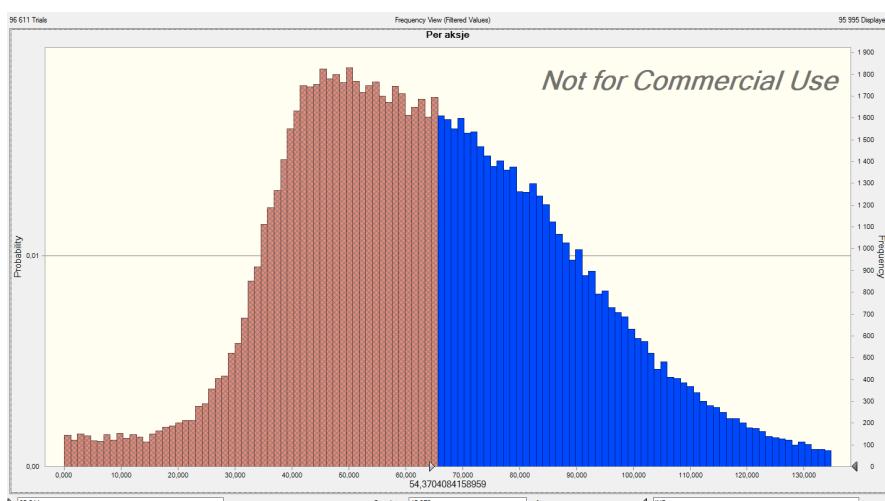
Tabell 11-16 - Oversikt over kritiske faktorar som forklarar variasjon i verdiestimatet

Oversikta i tabell 11-15 viser at det er netto driftsmargin i «steady state» som har størst påverknad på variasjonen i verdiestimatet med heile 81,59 prosent. Dette tilseier dermed at verdiestimatet i stor grad er avhengig av at Fjord1 klarar å betra sin netto driftsmargin dei neste ti åra. Ser me dette opp mot den strategiske analysen vil dette kunne ver mogleg for Fjord1 å oppnå. Historisk har selskapet hatt ei positiv utvikling i sin driftsmargin. Selskapet har blant anna dei siste åra gått frå offentlege eigarar til private eigarar, noko som kan føre til eit større fokus på kostnadseffektivitet, som igjen vil påverka driftsmarginen. Det kjem fram i dei traila tala at netto driftsmargin vil auka i 2017, og det er venta at den held seg på eit moderat nivå og gradvis vert redusert. Nye investerte ferjer vil også settast i drift fram mot 2021. Desse er bygde på ny teknologi og er difor venta at vil driftast meir kostnadseffektivt, noko som underbyggjer den forventa gradvise utviklinga i netto driftsmargin.

Vidare er også driftsinntektsveksten i 2021 ein drivar som har betydeleg påverknad på verdiestimatet. Dei mest betydelege drivarane kan grunngjevest som rimelege ved at drivarar på mellomlang og lang sikt i større grad er usikre. På mellomlang og lang sikt er drivarane avhengig av kva som vil skje i framtida, og det er av den grunn knytt større uvisse, og dermed mogleg variasjon til desse.

11.5.2.5 Oppsidepotensial

Oppsidepotensialet er sannsynet for at verkeleg verdi på verdiestimatet er betydeleg høgare enn den forventa fastsette verdien. Oppsidepotensialet kjem fram ved at ein sett ein grenseverdi på 120 prosent over det endelege verdiestimatet på 54,37 kr per aksje, og er framstilt i figur 11-5:

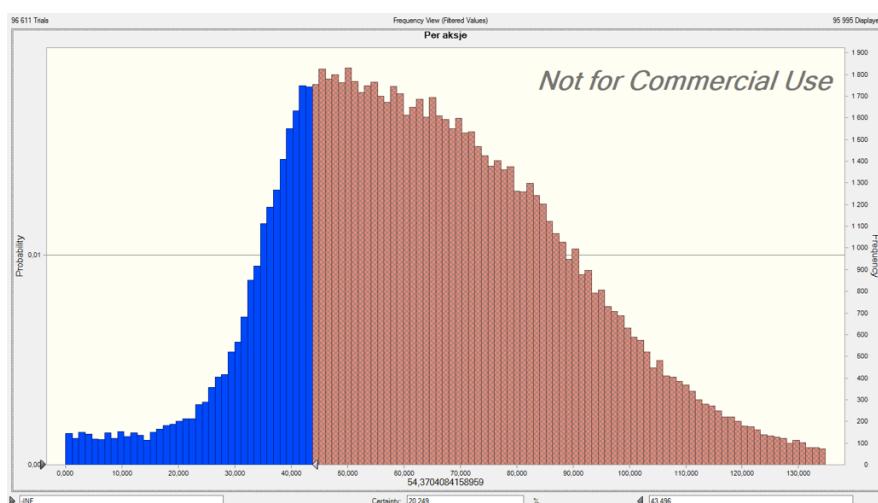


Figur 11-5 – Oppsidepotensiale for verdiestimatet

Ein grenseverdi på 120 prosent gir eit estimat på aksjeverdien med nedre grense lik 65,24 kr per aksje. Figuren viser så at det er 46 prosent sjanse for at aksjeverdien vert høgare 65,24 kr per aksje. Dette tilseier at Fjord1 har eit godt oppsidepotensial.

11.5.2.6 Nedsiderisiko

Nedsiderisikoen seier noko om sannsynet for at verkeleg verdi på verdiestimatet er betydeleg lågare enn den forventa fastsette verdien. Nedsiderisikoen kjem fram ved at ein sett ei øvre grense på 80 prosent av det endelige verdiestimatet på 54,37 kr per aksje. Nedsiderisikoen til verdiestimatet er illustrert i figur 11-6:



Figur 11-6 – Nedsiderisiko for verdiestimatet

Ein grenseverdi på 80 prosent gir ei øvre grense på verdiestimatet lik 43,50 kr per aksje. Figuren viser med dette at det er 20,2 prosent sannsyn for at den verkelege aksjeverdien ligg under 43,50 kr per aksje.

Oppsidepotensial og nedsiderisiko vert sett i samanheng med kvarandre, der oppsidepotensialet vert justert 20 prosent opp og nedsiderisiko 20 prosent ned. Analysen av desse to tilseier at Fjord1 har eit betydeleg høgare oppsidepotensiale enn dei har nedsiderisiko, då det er 25,7 prosent større sannsyn for at den verkelege aksjeverdien ligg 20 prosent høgare enn det endelige verdiestimatet, enn det er for at den verkelege aksjeverdien ligg 20 prosent lågare. Dette styrkar ei forventning om at den endelige verdiestimatet ikkje er overvurdert.

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

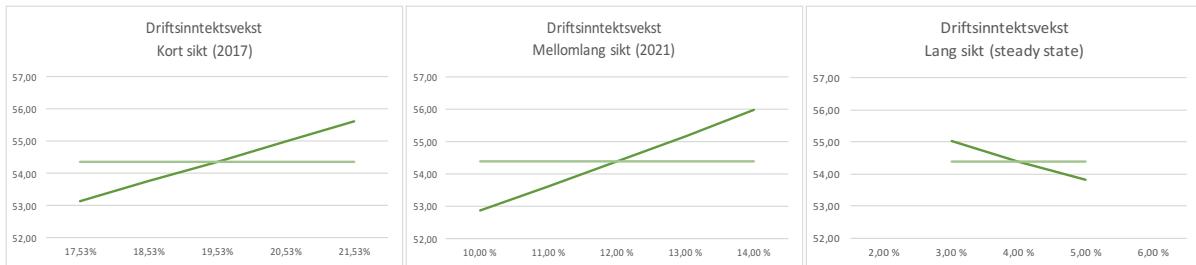
Den andre metoden som kan nyttast for å vurdera uvisse i verdiestimatet er ein sensitivitetsanalyse. Her ønskjer ein å synleggjera uvisse gjennom å endra kritiske verdi- og budsjettvararar, for å sjå korleis desse påverkar det endelige verdiestimatet (Petersen, et al., 2017). Etter denne metoden analyserast verdi- og budsjettvarane kvar for seg, ein etter ein. Det er difor verdt å merka seg at ein svakheit med denne metoden vil vera at ein ikkje tar omsyn til at dei kritiske verdiane historisk sett har ein høg samvariasjon (Knivsflå, 2017, 18). Likevel vil ein slik analyse vera nyttig for vurdering av uvisse, då den gir innsikt i påverknaden kvar enkelt verdi- og budsjettvar vil ha på verdiestimatet.

Sensitivitetsanalysen vert gjennomført ved hjelp av programvara Crystal Ball i Excel, der budsjettvarane driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseigedelar og netto driftsmargin, samt dei finansielle drivarane risikofri rente og eigenkapitalbeta, analyserast. Det er i utgangspunktet drifta som er mest kritisk for verdsettinga. Driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseigedelar og netto driftsmargin vart nytta til å budsjettera framtidrekneskapen i kapittel 9 og vil såleis påverka kontantstraumen frå drift i verksemda og ha betyding for drifta (Penman, 2013). Sensitiviteten til desse tre budsjettvarane vil i dei følgjande delkapitla 11.5.3.1, 11.5.3.2 og 11.5.3.3 verta analysert, med utgangspunkt i tre budsjett punkt, kort sikt (2017), mellomlang sikt (2021) og lang sikt («steady state»).

Dei finansielle drivarane risikofri rente og eigenkapitalbeta har stor påverknad på berekninga av avkastingskrava over budsjettperioden og er difor nyttige å kjenna påverknaden frå. Sensitiviteten til desse vert analysert i delkapitla 11.5.3.4 og 11.5.3.5.

11.5.3.1 Sensitivitetsanalyse av driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten påverkar verdiestimatet, og figur 11-7 viser korleis driftsinntektsveksten påverkar dette på kort, mellomlang og lang sikt:

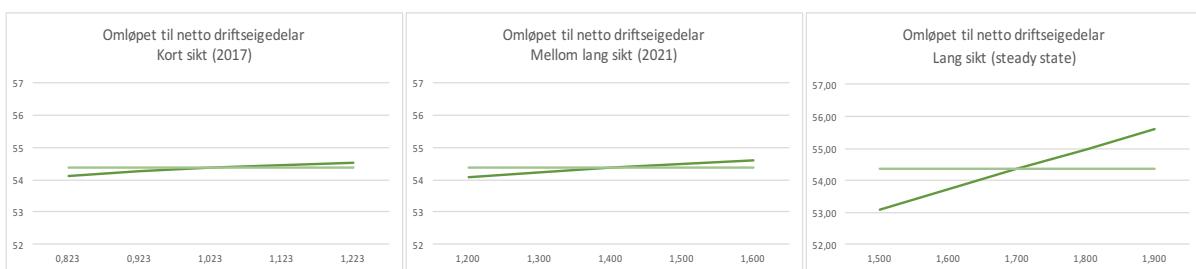


Figur 11-7 – Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsvekst på kort, mellomlang og lang sikt

Det kjem fram av figuren at verdiestimatet er mest sensitiv for endring i driftsinntektsvekst på mellomlang sikt, der ei auke i driftsinntekt på to prosentpoeng vil gi ei auke på verdi per aksje frå 54,37 kr til 55,97 kr. På kort sikt er påverknaden også positiv, men i svakare grad. På lenger sikt vil motsett ei auke i driftsinntekter har ein svak negativ innverknad på verdiestimatet. I delkapittel 11.5.2.1 vert det føresett ein uniform sannsynsfordeling mellom 3 og 5 prosent for driftsinntektsveksten på lang sikt. Figuren til driftsinntektsveksten på lang sikt syner derfor berre endring av verdiestimatet ved ein reduksjon og auke på eit prosentpoeng.

11.5.3.2 Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseigedelar

Omløpet til netto driftseigedelar vert nytta til å budsjettera netto driftseigedelar og har såleis innverknad på driftsrentabiliteten, og med det innverknad på verdiestimatet. Figur 11-8 illustrerer korleis verdiestimatet vert påverka av ei endring i omløpet til netto driftseigedelar på kort, mellomlang og lang sikt:



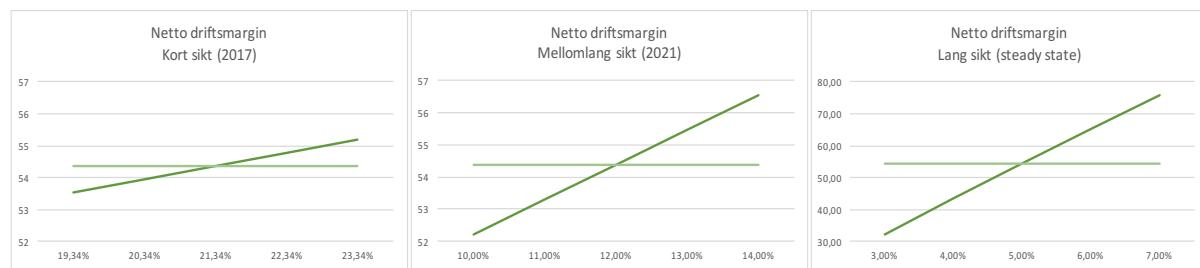
Figur 11-8 – Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseigedelar på kort, mellomlang og lang sikt

Sensitivitetsanalysen av omløpet til netto driftseigedelar viser at denne drivaren på kort og mellomlang sikt har liten påverknad på verdiestimatet. Ei endring i omløpet på netto driftseigedelar i desse to budsjett punkta vil gi ei marginal endring i verdiestimatet. Endringar i «steady state» vil derimot påverka verdiestimatet i større grad. Ei endring i omløpet på netto driftseigedelar på 0,2 i «steady state» vil medføre at verdi per aksje går frå 54,37 kr til 55,59

kr. Dette inneber ei auke i verdiestimatet på 2,24 prosent. Omløpet til netto driftseigedelar vil likevel ikkje på langt nær ha same påverknad på verdiestimatet som det endring i netto driftsmargin vil ha, spesielt på mellomlang og lang sikt.

11.5.3.3 Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin

I følgje Penman (2013) er det forventa at netto driftsmargin er budsjettet drivaren som vil påverka verdiestimatet i størst grad. Figur 11-9 viser påverknaden netto driftsmargin har på verdiestimatet på kort sikt, mellomlang sikt og lang sikt:

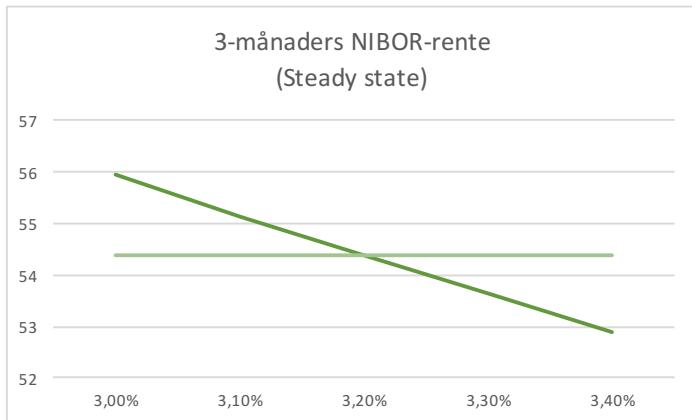


Figur 11-9 – Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin på kort, mellomlang og lang sikt

Sidan dei loddrette verdiane til netto driftsmargin på lang sikt har andre grenseverdiar enn dei resterande figurane i delkapittel 11.5.3, er ikkje denne figuren direkte samanliknbar med dei resterande. Endringar i netto driftsmargin på mellomlang sikt har større påverknad på verdiestimatet enn endringar i netto driftsmargin på kort sikt. Det er altså netto driftsmargin på lang sikt som påverkar verdiestimatet i størst grad uansett om ein ser på budsjettet drivarane eller budsjett punkta som er analysert. Dette samsvarer med tabell 11-15 (kritiske faktorar) i simuleringsanalysen. Ein auke i netto driftsmargin på lang sikt med 2 prosentpoeng gir ein auke i verdiestimatet på 39,45 prosent, frå 54,37 kr til 75,82 kr.

11.5.3.4 Sensitivitetsanalyse av risikofri rente

Den risikofrie renta gir utslag på avkastningskravet over budsjettperioden, det er dermed nyttig å sjå korleis endringar av renta påverkar verdiestimatet i ”steady state”. Det vert anteket at det er NIBOR-renta som står for variasjonen i risikofri rente. Det vert difor nytta 3-månadars NIBOR-rente i ”steady state” for å framstille endringar i verdiestimatet. Dette er framstilt i figur 11-10:

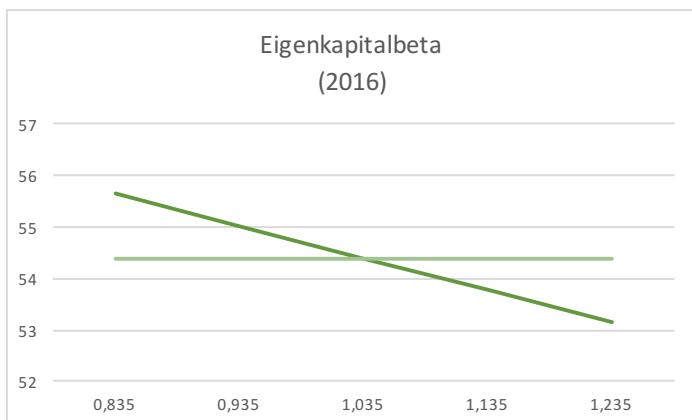


Figur 11-10 – Sensitivitetsanalyse av NIBOR-rente

På grunn av den utrekna uniforme sannsynsfordelinga for NIBOR-renta i delkapittel 11.5.2.1 vert det nyttia ein endring på 0,2 prosentpoeng. Figuren viser at lågare NIBOR-rente fører til høgare verdiestimat. Ved lågare risikofri rente vert avkastningskravet redusert, og verdiestimatet vil då auke. Ein auke i NIBOR-renta med 0,2 prosentpoeng i ”steady state” vil føre til ein reduksjon i verdiestimatet med 2,69 prosent frå 54,37 kr til 52,91 kr.

11.5.3.5 Sensitivitetsanalyse av eigenkapitalbeta

Som nemnt i delkapittel 7.2.3 er eigenkapitalbeta er eit mål på den enkelte aksje sin risiko sett relativt til aksjemarknaden. Eigenkapitalkravet, som gir utslag på netto driftskrav, vert påverka av eigenkapitalbetaen, og det er dermed hensiktsmessig å sjå korleis betaen påverkar verdiestimatet. Korleis endringar i eigenkapitalbetaen i 2016 påverkar verdiestimatet i ”steady state” er framstilt i figur 11-11:



Figur 11-11 – Sensitivitetsanalyse av eigenkapitalbeta

Ut i frå figuren kan ein sjå at verdiestimatet er følsamt for endringar i eigenkapitalbetaen. Dette samsvarer med tabell 11-15 (kritiske faktorar) i simuleringsanalysen. Figuren viser at dess lågare eigenkapitalbetaen er dess høgare er verdiestimatet. Dette heng saman med forklaringa i førige avsnitt. Sidan eigenkapitalbetaen er eit mål på risiko vil avkastningskravet til eigenkapitalen verte redusert dess lågare eigenkapitalbetaen er, og verdiestimatet vil dermed auke. Ein reduksjon i eigenkapitalbetaen frå 1,035 til 0,835 vil auke verdiestimatet frå 54,37 kr til 55,66 kr.

11.6 Oppsummering av verdiestimat og uvisse

I dette kapittelet er det gjennomført ei fundamental verdivurdering av Fjord1 gjennom å nytta det budsjetterte framtidsrekneskapet i kapittel 9 og framtidsskrava berekna i kapittel 10. Den fundamentale verdivurderinga blei gjort ved bruk av to metodar, eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved berekning av første estimat vert det nytta budsjetterte vekter, før det så vart gjennomført ein konvergeringsprosess i ti steg, der vektene vart oppdaterte til verdibaserte vekter. Konvergeringa ga eit endeleg verdiestimat aksjen til Fjord1 lik 54,41 kr.

Dette verdiestimatet gir eit pris/bok-forhold på 3,22 og eit pris/forteneste-forhold på 9,88. Samanliknar me dette med forventningane i den strategiske rekneskapsanalysen i kapittel 4 og 8, samt kapittel 10, vil dette vera eit rimeleg verdiestimat. Pris/bok-forholdet viser at det er betydelege meirverdiar i Fjord1, og pris/forteneste-forholdet viser at det er venta ei inntening som er høgare enn kravet, men som fell over tid som følgje av at superrentabiliteten fell over tid. Dette vert hovudsakleg underbygga av at bransjen har høge inngangsbarrierar og det er venta aukande tal på reisande, noko som vil medføra høgare kapasitet å konkurrera om og ein balansert konkurranse i bransjen. Det er også ei forventning om at Fjord1 vil kunne nytte sine ressursar, i form av eksisterande og nye fartøy, samt nye samband betre i framtida. Dei har nye fartøy som vil kunne ha stor avkasting når dei vert sett i drift, og som også kan medføre at Fjord1 kan vinna nye konsesjonar utover dei som skal overtakast frå 2020.

Ettersom dette er ein verdi bygd på budsjett- og verdidrivarar, er det knytt uvisse til det endelege estimatet. Det vart difor gjennomført ein konkursanalyse, ein simuleringsanalyse og ein sensitivitetsanalyse for å vurdera uvisse i estimatet. Denne analysen byggjer også på føresetnadar som kan føre til uvisse i estimatet. Konkursanalysen ga eit nytt verdiestimat på aksjen til Fjord1 lik 54,37 kr per aksje og verdien vert med det justert noko ned for

konkursrisiko. I simuleringsanalysen vart det avdekka ein variasjonskoeffisient på 38,6 prosent, noko som tydar på at det er stor uvisse knytt til verdiestimatet. Uvissa er spesielt knytt til eventuelle endringar i netto driftsmargin i «steady state», som vert avdekka som den viktigaste drivaren. Sensitivitetsanalysen byggjer under dei resultata som kjem fram i simuleringsanalysen og avdekker også at finansielle driverar som eigenkapitalbeta og NIBOR-renta kan ha innverknad på verdiestimatet.

Dette medfører at den endelege verdiestimatet på Fjord1 sine aksjar per 31.12.16 vert 54,37 kr per aksje. Dette verdiestimatet er justert for konkursrisiko, men det må likevel merkast at det er knytt uvisse til dette estimate.

12 Oppsummering og handlingsstrategi

Denne masterutreiinga har som formål å fastsetta ein verdi på eigenkapitalen til Fjord1 og såleis eit estimat på verdi per aksje. Verdien på eigenkapitalen er fastsett gjennom å nytta fundamental verdsetting, der uvisse i verdiestimatet også vart analysert. Den fundamentale verdsettinga byggjer på ei budsjettering av framtidsrekneskapet basert på forventa utvikling analysert gjennom ein kvalitativ strategisk analyse i kapittel 4, og vidare ein kvantitativ strategisk rekneskapsanalyse i kapittel 5, 6, 7 og 8. Det vil i det følgjande presenterast ei oppsummering av verdsettinga og verdiestimatet i delkapittel 12.1 og til slutt ein anbefalt handlingsstrategi i delkapittel 12.2, der verdiestimatet vert framskrive til 31.12.17 og samanlikna med børskurs.

12.1 Oppsummering

Den strategiske rekneskapsanalysen avdekker at Fjord1 historisk har hatt ein negativ strategisk fordel, altså ei strategisk ulempe, på 1,9 prosent. Denne kan dekomponerast i ein ekstern bransjeorientert strategisk fordel og ein intern ressursorientert strategisk fordel. Den historiske bransjefordelen på 2,2 prosent viser at Fjord1 opererer i ein bransje som historisk sett har vært lønnsam. Bransjen er ein lukka bransje der ein ikkje kan driva utan konsesjon. Dette inneber at det er høge etableringsbarrierar og låg trussel frå substituttar, noko som er med på å avgrensa konkurransen og auka lønnsemnda i bransjen. Den strategiske ulempa er såleis ei konsekvens av at Fjord1 historisk har hatt ein negativ ressursfordel på -2,4 prosent. Denne kjem av ei ulempe knytt til Fjord1 si evne til å utnytta den flåten dei har, samt høge nyinvesteringar.

Den strategiske fordelen har over analyseperioden hatt ei positiv utvikling. Det er venta at den strategiske fordelen på kort sikt vil fortsetta den positive utviklinga og nå eit høgt nivå, før den på lengre sikt vil stabilisera seg på eit litt lågare moderat nivå. Bransjefordelen er på kort sikt venta å verta høg som følgje av ei positiv tendens i økonomien og auka tal på reisande, medan den på lengre sikt vil verta redusert til ein meir moderat fordel som følgje av aukande trussel frå substituttar i form av bruer og tunnellar. Den interne ressursfordelen er venta at på kort sikt vil auka betydeleg som følgje av nye ferjer som vil settast i drift og overtaking av nye samband, samt betre utnytting av dei fartøya dei allereie har. Dei nye moderniserte fartøya vil også gjera dei konkurransedyktige i konkurransen om nye konsesjonar framover. Som følgje av konkurransekreftene i bransjen er det vanskeleg å oppretthalda ein varig ressursfordel, og på lengre sikt er det venta at denne vil nærma seg null.

Med bakgrunn i den strategiske regneskapsanalysen vart det utarbeida prognosar for Fjord1 sitt framtidssrekneskap, og tilhøyrande krav. Desse vart nytta i den fundamentale verdivurderinga, som gjennom ein konvergeringsprosess ga eit verdiestimat på eigenkapitalen per 31.12.16 lik 5 441 041 kr. Dette gir ein verdi på 54,41 kr per aksje. Denne verdien gir eit pris/bok-forhold lik 3,22, som indikerer at Fjord1 har betydelege meriverdiar i selskapet som følgje av ein forventa varig bransjefordel og aukande utnytting av fartøy på kort sikt, som presistert i førre avsnitt. Vidare gir pris/forteneste-forholdet ein verdi på 9,88. Dette er høgare enn avkastningskravet til eigenkapitalen, og det er venta at Fjord1 vil oppnå ei høgare inntening som følgje av at nye investeringar vert sett i drift og nye samband vert overtatt, men at denne er fallande over tid som følgje av at superrentabiliteten fell. Den strategiske fordelen er såleis venta å reversera mot ein verdi i «steady state» lik 5,1%, primært beståande av ein bransjefordel, og verdiestimatet på kr 54,41 per aksje verkar rimeleg basert på desse forholdstala.

Som følgje av at verdien vert estimert med grunnlag i variablar og krav basert på skjønn er det knytt uvisse til det verdiestimatet, og det vert gjort ei analyse av dette gjennom ein konkursanalyse, ein simuleringsanalyse og ein sensitivitetsanalyse. Verdiestimatet per aksje vert justert for konkursrisiko, som gir verdien 54,37 kr per aksje. Simuleringsanalysen understrekar at det er betydeleg uvisse i estimatet ved å vise ein variasjonskoeffisient lik 38,6 prosent. Det vert avdekkja at spesielt budsjettet drivaren netto driftsmargin i «steady state» har stor innverknad på verdiestimatet, saman med andre budsjettetdrivarar på mellomlang sikt.

Det endelege estimatet på aksjeverdien til Fjord1 per 31.12.2016 er med det 54,37 kr.

12.2 Handlingsstrategi

Til slutt utarbeidast det ein handlingsstrategi der det endelege verdiestimatet frå den fundamentale verdivurderinga skal samanliknast med børskurs. Endeleg verdiestimat er utarbeida ut i frå informasjon som er offentleg tilgjengeleg og verdsettingstidspunktet vil såleis vera 31.12.2016. Ettersom Fjord1 først vart børsnotert august 2017 er det såleis ikkje mogleg å samanlikna estimatet med børskurs på dette tidspunktet. For å kunne fastsetta ein handlingsstrategi er det difor nødvendig å framskriva verdiestimatet til 31.12.2017. Dette vert gjort etter følgjande formel:

$$VEK_{17} = (1 + ekk_{17}) * VEK_{16} - FKE_{17}$$

Formelen gir eit framskrive verkelig verdiestimat, justert for konkursrisiko, lik 52,45 kr per aksje. Handlingsstrategien vil bestå av ein strategi knytt til når ein bør kjøpa, holda eller selja Fjord1 si aksje, basert på verdien på aksjen. Det er knytt stor uvisse til det endelege framskrive verdiestimatet på kr 52,45 per aksje, noko som vil innebera at det vert lagt inn eit 10 prosent avvik i det endelege verdiestimatet når handlingsstrategien vert fastsett. Det vil vera hensiktsmessig å fastsetta eit slikt intervall for øvre og nedre grense i handlingsstrategien. Ligger børskurs under nedre grense vil det vera anbefalt å kjøpe aksjen, og ligger børskurs over øvre grense er det anbefalt å selja aksjen. Skulle børskurs ligge i intervallet mellom øvre og nedre grense vil ein hold-strategi anbefalast.

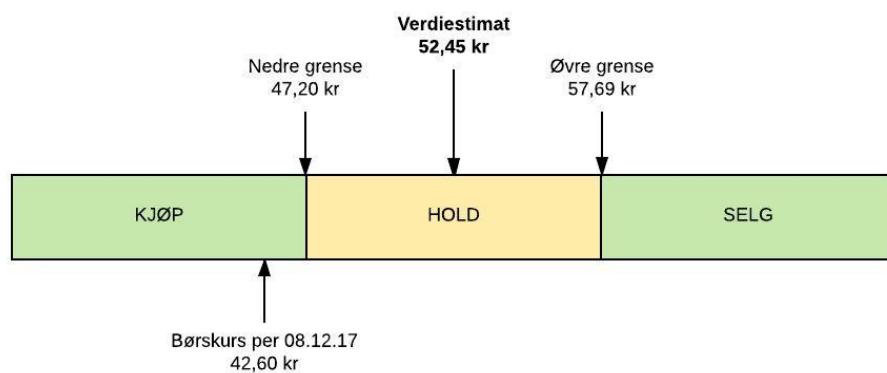
Det vert nytta eit avvik på 10 prosent til å fastsetta øvre og nedre grense for verdiestimatet. Dette gir ei øvre grense på 57,69 kr per aksje og ei nedre grense på 47,20 kr per aksje. Ligg børskurs mellom desse to verdiane vil ein hold-strategi anbefalast. Dette inneber at ein som aksjeeigar i Fjord1 vil holda posisjonen, medan investorar som ikkje eig aksjar vil anbefalast å kjøpe på dette tidspunktet.

Det framskrive verdiestimatet kan samanliknast med kursmål, altså den kursen analyticarane forventar at ei aksje skal ha på eit gitt tidspunkt, og børsverdien på dette tidspunktet. Av praktiske årsakar vert tidspunktet 08.12.17 nytta som samanlikning. Kursmålet per 08.12.17 er 50 kr per aksje (Dagens Næringsliv, 2017). Dette tilseier at det verdiestimatet som me har kome fram til her ligg noko over forventningane til analyticarane, og det er i vår analyse identifisert større meirverdiar i Fjord1. Disse meirverdiane er knytt til konsesjonssystemet i bransjen og Fjord1 sin flåte, samt konsesjonar, som er vurdert til å vere noko høgare enn det analyticarane anslår.

Me har identifisert meirverdiar i bransjen knytt til høge etableringsbarrierar grunna konsesjonssystemet, noko som sørger for liten trussel for nyetableringar og dermed ein moderat konkurransesituasjon i bransjen. Ser ein dette i samanheng med forventning om auke i tal på reisande vil dette gi bransjen gode framtidsutsikter og det er venta god lønnsemd. Det er også identifisert meirverdiar knytt til Fjord1 si flåte i form av at dei har nye fartøy som møter miljøkrava, som skal settast i drift dei neste åra, samt nye konsesjonar som skal overtakast. Dei nye moderniserte fartøya vil også gjera dei konkurransedyktige i konkurransen om nye

konsesjonar framover. Samla sett vil dette medføre at me forventar at meirverdiane i Fjord1, knytt til både den lukka konsesjonsbaserte bransjen og dei nye fartøya og sambanda som vert overtatt, vil legge til grunn for eit verdiestimat som ligg noko over aksjeanalytikarane sine forventingar.

Børskurs per 08.12.17 er 42,60 kr per aksje, og det kan ut i frå dette presenterast ein handlingsstrategi. Ei oppsummering av handlingsstrategien basert på berekna øvre og nedre grense er presentert i figur 12-1:



Figur 12-1 - Handlingsstrategi

Ein børskurs lik 42,60 kr per aksje vil ligge under den nedre grensa, og dermed tilseie ein handlingsstrategi kjøp per 08.12.17.

Litteraturliste

- Barney, J., 2014. *Gaining and sustaining competitive advantage*. 4. red. Boston: Pearson Education.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S., 2013. *Economics of Strategy*. 6. red. Singapore: John Wiley & Sons.
- Boreal, 2016. *Boreal leverer solide resultater parallelt med en stor fornying av flåten*. [Internett] Available at: <https://www.boreal.no/om-boreal/organisasjon/aktuelt/boreal-leverer-solide-resultater-parallelt-med-en-stor-fornyng-av-flaten-article9556-1169.html> [Funnen 30. oktober 2017].
- Boreal, 2017. *Om boreal - organisasjon*. [Internett] Available at: <https://www.boreal.no/om-boreal/organisasjon/> [Funnen 30. august 2017].
- Brønnøysundregisteret, 2017. *Årsrapportar for Fjord1 og dei komparative verksemda 2012 - 2016*. [Internett] Available at: <https://www.brreg.no> [Funnen 5. september 2017].
- Dagens Næringsliv, 2017. *Børs og marked - Fjord1*. [Internett] Available at: <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/FJORD.OSE> [Funnen 8. desember 2017].
- Damodaran, A., 2012. *Investment valuation*. 3. red. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A., 2017. *Betas by Sector*. [Internett] Available at: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html [Funnen 6. oktober 2017].
- E24, 2017. *NIBOR 3MND*. [Internett] Available at: <https://bors.e24.no/#!/instrument/NIBOR3M.NIBOR> [Funnen 6. november 2017].
- Fardal, A., 2007. *IFRS og norske regnskapsregler*. [Internett] Available at: <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler> [Funnen 11. oktober 2017].
- Finans Norge, 2017. *NIBOR*. [Internett] Available at: <https://www.finansnorge.no/tema/nibor-nowa/nibor/> [Funnen 4. oktober 2017].

Finansdepartementet, 2017a. *Retningslinjer for bruk av oljepenger (handlingsregelen)*. [Internett] Available at: https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/norsk_okonomi/bruk-av-oljepenger-/retningslinjer-for-bruk-av-oljepenger-ha/id450468/ [Funnen 1. september 2017].

Finansdepartementet, 2017b. *Skattesatser 2018*. [Internett] Available at: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/> [Funnen 6. november 2017].

Fjord1, 2017a. *Årsmelding 2016*. [Internett] Available at: <http://www.fjord1.no/investor-relations/rapportar> [Funnen 28. august 2017].

Fjord1, 2017b. *Delårsrekneskap 2017 presentasjon*. [Internett] Available at: <http://www.fjord1.no/investor-relations/rapportar> [Funnen 12. september 2017].

Fjord1, 2017c. *Fjord1.no*. [Internett] Available at: <http://www.fjord1.no> [Funnen 21. august 2017].

Fjord1, 2017d. *Delårsrekneskap 2017*. [Internett] Available at: <http://www.fjord1.no/investor-relations/rapportar> [Funnen 12. september 2017].

Fjord1, 2017e. *Admission Document - Fjord1*. [Internett] Available at: <http://www.newsweb.no/newsweb/attachment.do?name=Fjord+1+AS+-+Admission+Document++23+May+2017.pdf&attId=163301> [Funnen 12. september 2017].

Gjesdal, F. & Johansen, T., 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen.

Holøien, M., 2017. *Fjord1-sjefen: Vi ser ingen diesel-ferger i Norge innen fem år*. [Internett] Available at: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/08/Fjord1-sjefen-Vi-ser-ingen-diesel-ferger-i-Norge-innen-fem-aar> [Funnen 04. september 2017].

Johnson, G. et al., 2014. *Exploring Strategy*. 10. red. Harlow: Pearson.

Kaldestad, Y., 2017. *Typiske fallgruver i verdsettelse*. [Internett] Available at: <https://www.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1> [Funnen 14. november 2017].

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2011. *Verdivurdering*. Oslo: Revisorforeningen.no.

Knivsflå, K. H., 2017, 1. *Rekneskapsanalyse og verdivurdering*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 2. *Strategi, rekneskap og verdi*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 3. *Rekneskapsanalyse - Ramme og "trailing"*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 4. *Omgruppering for analyse*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 5. *Omgruppering - Balanse og kontantstram*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 6. *Rekneskapsbasert måling og målefeil*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 8. *Kredittvurdering - Syntetisk rating*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 9. *Avkastingskrav = målestokk for rentabilitet*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 10. *Strategisk rentabilitetsanalyse*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 11. *Strategisk driftsanalyse*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 13. *Framtidsrekneskap - Ramme og driftsinntekter*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 14. *Framtidsrekneskap - andre budsjettvarer*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 15. *Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 16. *Fundamental verdivurdering - Eigenkapitalmetoden*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 17. *SK-metoden og verdikonvergens*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 18. *Uvisse i verdiestimatet og "some topics in valuation"*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Knivsflå, K. H., 2017, 22. *Opsjonsbasert*, Bergen: Norges Handelshøyskole.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D., 2010. *Valuation*. 5. red. New Jersey: John Wiley & Sons, McKinsey & Company.

Konkurransetilsynet, 2011. *Hva er ulovlig samarbeid?*. [Internett] Available at: <http://www.konkurransetilsynet.no/nb-NO/ulovlig-samarbeid/lempning/hva-er-ulovlig-samarbeid/> [Funnen 18. september 2017].

Konkurransetilsynet, 2016. *Vedtak V2016-5 - offentlig versjon - Sogn og Fjordane fylkeskommune - Torghatten ASA - konkurranseloven § 16, jf. § 20 - inngrep mot foretakssammenslutning*. [Internett] Available at: <http://www.konkurransetilsynet.no/globalassets/vedtak-og-uttalelser/vedtak-og-avgjorelser/2016/vedtak-v2016-5---offentlig-versjon.pdf> [Funnen 13. september 2017].

Krüger, K., 2014. *Anbudskonkurranse*. [Internett] Available at: <https://snl.no/anbudskonkurranse> [Funnen 9. september 2017].

NAV, 2017a. *Historisk statistikk om arbeidsmarkedet*. [Internett] Available at: <https://www.nav.no/no/NAV+og+samfunn/Statistikk/Arbeidssokere+og+stillinger+-+statistikk/Historisk+statistikk> [Funnen 4. september 2017].

NAV, 2017b. *Ny prognose: Venter 8000 færre ledige i år*. [Internett] Available at: <https://www.nav.no/no/NAV+og+samfunn/Statistikk/Arbeidssokere+og+stillinger+-+statistikk/Nyheter/Ny+prognose%3A+Venter+8000+færre+ledige+i+år> [Funnen 4. september 2017].

Norges Bank, 2017a. *Styringsrenten*. [Internett] Available at: <http://www.norgesbank.no/pengepolitikk/styringsrenten/> [Funnen 29. august 2017].

Norges Bank, 2017b. *Inflasjon*. [Internett] Available at: <http://www.norgesbank.no/statistikk/inflasjon/> [Funnen 29. august 2017].

Norled, 2017. *Om Norled*. [Internett] Available at: <https://www.norled.no/om-norled/> [Funnen 28. august 2017].

Oslo Economics, 2016. *Tiltaksanalyse for utvikling av ferjemarkedet på lang sikt*. [Internett] Available at: <http://vegnett.no/wp-content/uploads/2016/09/Oslo-Economics-rapport-2016-22-Tiltaksanalyse-for-utvikling-av-ferjemark...-1.pdf> [Funnen 4. september 2017].

Otterlei, S. S. & Helgheim, S. V., 2016. *Vegvesenet vil at staten skal eie norske ferger*. [Internett] Available at: <https://www.nrk.no/hordaland/vegvesenet-vil-at-staten-skal-eie-norske-ferger-1.13123611> [Funnen 30. august 2017].

Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek, E., 2013. *Business Analysis and Valuation*. 3. red. United Kingdom: Cengage Learning.

Penman, S. H., 2013. *Financial statement analysis and security valuation*. 5. red. New York: McGraw-Hill.

Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal, F., 2017. *Financial statement analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.

Porter, M., 2007. *Konkurransestrategi*. Oslo: TANO.

PwC, 2016. *Risikopremien i det norske markedet*. [Internett] Available at: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf> [Funnen 5. oktober 2017].

Rabbevåg, F., 2017. *Torghatten Nord bestiller nye ferjer*. [Internett] Available at: <http://maritimt.com/nb/maritimt-magasin/torghatten-nord-bestiller-nye-ferjer> [Funnen 4. september 2017].

Regnskapsloven, 1998. *Lov om årsregnskap m.v. av 17.juli 1998 nr. 56.* [Internett] Available at: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56?q=regnskapslova> [Funnen 12. september 2017].

Revisorforeningen, 2016. *Skattesatsen reduseres til 24% i 2017.* [Internett] Available at: <https://www.revisorforeningen.no/fag/nyheter/skattesatsen-reduseres-til-24--i-statsbudsjettet-for-2017/> [Funnen 21. september 2017].

Riesto, M., 2017. *Torghatten Buss ansetter og kjøper 29 nye busser.* [Internett] Available at: <http://www.banett.no/nyheter/2017/06/07/Torghatten-Buss-ansetter-og-kjøper-29-nye-busser-14836108.ece> [Funnen 30. oktober 2017].

Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. & Boldt-Christmas, L., 2014. *Strategi - en innføring.* 6. red. Bergen: Fagbokforlaget.

Rosbach, M., 2017. *Havyard vann storkontrakt på Fjord1-ferjer.* [Internett] Available at: <http://www.smp.no/naeringsliv/2017/06/09/Havyard-vann-storkontrakt-på-Fjord1-ferjer-14849686.ece> [Funnen 4. september 2017].

Sander, K., 2016. *Unoterte aksjer.* [Internett] Available at: <https://estudie.no/unoterte-aksjer/> [Funnen 6. oktober 2017].

Skattedirektoratet, 2017. *Avgift på utslipp av NOx 2017.* [Internett] Available at: <http://www.skatteetaten.no/globalassets/saravgifter/avgiftsrundskriv/2017-nox.pdf> [Funnen 21. september 2017].

Sogn og Fjordane fylkeskommune, 2017. *Utslepp fra kollektivtransport.* [Internett] Available at: <http://www.sfj.no/utslepp-fraa-kollektivtransport.408904.nn.html> [Funnen 29. august 2017].

Statistisk sentralbyrå, 2017. *Dette er Norge 2017.* [Internett] Available at: https://www.ssb.no/befolking/artikler-og-publikasjoner/_attachment/317854?_ts=15dc6a23710 [Funnen 4. september 2017].

Statsbudsjettet.no, 2017. *Riksveiferjer.* [Internett] Available at: <https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2017/Statsbudsjettet-fra-A-til-A/Riksveiferjer/?department=SD> [Funnen 11. september 2017].

Stensvold, T., 2016a. *De er allerede verdens mest miljøvennlige gassferjer. Nå kan de bli enda grønnere.* [Internett] Available at: <https://www.tu.no/artikler/de-er-allerede-verdens-mest-miljøvennlige-gassferger-na-kan-de-bli-enda-gronnere/358831> [Funnen 30. august 2017].

Stensvold, T., 2016b. *Denne fergen er revolusjonerende. Men passasjerene merker det knapt.* [Internett] Available at: <https://www.tu.no/artikler/denne-fergen-er-revolusjonerende-men-passasjerene-merker-det-knapt/222522> [Funnen 30. august 2017].

Terjesen, T., 2016. *Norgesbuss vant Nittedalskontrakt.* [Internett] Available at: <http://bussmagasinet.no/?p=6253> [Funnen 30. oktober 2017].

Terjesen, T., 2017. *Fem nye Urbino 12 elektrisk vil bli en del av Boreal Norge sin bussflåte.* [Internett] Available at: <http://bussmagasinet.no/?p=8249> [Funnen 30. oktober 2017].

Torghatten, 2017. *Torghatten ASA.* [Internett] Available at: <http://www.torghatten.no/om-torghatten/> [Funnen 31. august 2017].

Wikipedia, 2017. *Fjord1.* [Internett] Available at: <https://no.wikipedia.org/wiki/Fjord1> [Funnen 28. august 2017].

Tabelloversikt

Tabell 4-1 - Summert vurdering av Porter sine fem konkurransekrefter	49
Tabell 4-2 - Summert illustrasjon av VRIO-analyse	50
Tabell 4-3 - Oppsummering av intern ressursorientert analyse av Fjord1.....	54
Tabell 4-4 - Summert strategisk fordel	56
Tabell 5-1 - Resultatrekneskap Fjord1 2012-2016	62
Tabell 5-2 - Balanseoppstilling av egedelar Fjord1 2012-2016	63
Tabell 5-3 - Balanseoppstilling av eigenkapital og gjeld Fjord1 2012-2016.....	63
Tabell 5-4 - Endring i eigenkapital Fjord1 2012-2016	64
Tabell 5-5 - Fullstendig nettoresultat til eigenkapitalen over analyseperioden	65
Tabell 5-6 - Fullstendig driftsresultat før skatt over analyseperioden	67
Tabell 5-7 - Fullstendig finansresultat før skatt over analyseperioden.....	67
Tabell 5-8 - Unormalt driftsresultat over analyseperioden	68
Tabell 5-9 - Unormalt finansresultat over analyseperioden.....	68
Tabell 5-10 - Årleg selskaps- og finansinntektsskattesats over analyseperioden	69
Tabell 5-11 - Årlig driftsskattesats over analyseperioden	70
Tabell 5-12 - Normalisert- og unormal driftsskattesats over analyseperioden	70
Tabell 5-13 - Fordeling av skattekostnad over analyseperioden	71
Tabell 5-14 - Sysselsette egedelar Fjord1 over analyseperioden.....	76
Tabell 5-15 - Sysselsett kapital Fjord1 over analyseperioden	76
Tabell 5-16 - Netto driftskapital Fjord1 over analyseperioden.....	77
Tabell 5-17 - Omgruppert resultatrekneskap Fjord1 over analyseperioden	78
Tabell 5-18 - Sysselsette egedelar Fjord1 over analyseperioden.....	78
Tabell 5-19 - Sysselsett kapital Fjord1 over analyseperioden	79
Tabell 5-20 - Netto driftseigedelar og netto driftskapital Fjord1 over analyseperioden.....	79
Tabell 5-21 - Endring i eigenkapitalen til Fjord1 over analyseperioden	79
Tabell 6-1 - Likviditetsgrad 1 for Fjord1 og bransjen over analyseperioden	84
Tabell 6-2 - Likviditetsgrad 2 for Fjord1 og bransjen over analyseperioden	86
Tabell 6-3 - Finansiell gjeldsdekningsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden.....	87
Tabell 6-4 - Rentedekningsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden.....	88
Tabell 6-5 - Fri kontantstraum til eigenkapital Fjord1 over analyseperioden	89
Tabell 6-6 - Eigenkapitalprosent Fjord1 og bransjen over analyseperioden	91
Tabell 6-7 - Netto driftsrentabilitet Fjord1 og bransjen over analyseperioden.....	93

Tabell 6-8 - Finansieringsmatrise for Fjord1 i absolutte verdiar	94
Tabell 6-9 - Finansieringsmatrise for Fjord1 i prosentvise verdiar	94
Tabell 6-10 - Finansieringsmatrise for bransjen i absolutte verdiar	95
Tabell 6-11 - Finansieringsmatrise for bransjen i prosentvise verdiar	95
Tabell 6-12 - Grense- og medianverdi for fastsetting av syntetisk rating, med tilhøyrande konkurssannsyn (Knivsflå, 2017, 8)	96
Tabell 6-13 - Syntetisk rating for Fjord1 og bransjen over analyseperioden	97
Tabell 7-1 - Risikofri rente etter skatt over analyseperioden.....	102
Tabell 7-2 - Marknadsrisikopremien over analyseperioden	103
Tabell 7-3 – Eigenkapitalbeta	106
Tabell 7-4 - Justert eigenkapitalbeta over analyseperioden.....	107
Tabell 7-5 - Eigenkapitalkravet over analyseperioden	108
Tabell 7-6 - Kreditrisikopremie	109
Tabell 7-7 - Finansielt gjeldskrav over analyseperioden	109
Tabell 7-8 - Finansiell gjeldsbeta over analyseperioden.....	110
Tabell 7-9 - Finansielt egedelskav over analyseperioden	110
Tabell 7-10 - Fordringsbeta over analyseperioden	111
Tabell 7-11 - Finansiell egedelsbeta	111
Tabell 7-12 - Netto finansielt gjeldskrav over analyseperioden	112
Tabell 7-13 - Netto finansiell gjeldsbeta over analyseperioden.....	112
Tabell 7-14 - Netto driftskrav over analyseperioden	112
Tabell 7-15 - Netto driftsbeta over analyseperioden.....	113
Tabell 7-16 - Dekomponering av driftskravet over analyseperioden	113
Tabell 8-1 - Superrentabilitet for bransjen og Fjord1 over analyseperioden	116
Tabell 8-2 - Rein driftsfordel og driftsfordel Fjord11 over analyseperioden	118
Tabell 8-3 - Dekomponering av rein driftsfordel hos Fjord1	118
Tabell 8-4 - Rentabilitetsfordel Fjord1 over analyseperioden	119
Tabell 8-5 - "Common size"- analyse	120
Tabell 8-6 - Dekomponering av omløpsfordelen over analyseperioden.....	122
Tabell 8-7 - Gearingfordel Fjord1 over analyseperioden	123
Tabell 8-8 - Dekomponering av finansieringsfordel over analyseperioden.....	124
Tabell 8-9 - Finansieringsfordel netto finansiell gjeld over analyseperioden.....	124
Tabell 8-10 - Finansieringsfordel minoritetsinteresse over analyseperioden	124
Tabell 8-11 - Finansieringsfordel Fjord1 over analyseperioden.....	125

Tabell 8-12 - Strategisk fordel Fjord1 over analyseperioden	125
Tabell 9-1 - Driftsinntektsvekst Fjord1 og bransjen over analyseperioden	129
Tabell 9-2 - Netto driftseigedelar over budsjettperioden og i «steady state»	137
Tabell 9-3 - Netto driftsresultat over budsjettperioden og i «steady state»	138
Tabell 9-4 - Finansiell gjeldsdel Fjord1 og bransjen over analyseperioden	138
Tabell 9-5 - Finansiell egedelsdel Fjord1 og bransjen over analyseperioden.....	139
Tabell 9-6 - Finansiell gjeld og finansielle eigedelar over budsjettperioden og i «steady state»	140
.....	
Tabell 9-7 - Netto finanskostnad over budsjettperioden og i «steady state»	141
Tabell 9-8 - Netto finansinntekt over budsjettperioden og i «steady state»	141
Tabell 9-9 - Minoritetsdel Fjord1 og bransjen over analyseperioden.....	142
Tabell 9-10 - Minoritetsinteressa over budsjettperioden og i «steady state».....	142
Tabell 9-11 - Minoritetsrentabilitet Fjord1 og bransjen over analyseperioden	143
Tabell 9-12 - Netto minoritetsresultat over budsjettperioden og i «steady state»	144
Tabell 9-13 - Budsjettet framtidig resultatrekneskap	145
Tabell 9-14 - Budsjettet framtidbsbalanse i form av sysselsett kapital	146
Tabell 9-15 - Budsjettet framtidbsbalanse i form av netto driftskapital.....	146
Tabell 9-16 - Budsjettet framtidig fri kontantstraum.....	146
Tabell 10-1 - Risikofri rente etter skatt over budsjettperioden og i «steady state»	148
Tabell 10-2 - Marknadsrisikopremie over budsjettperioden og i «steady state»	148
Tabell 10-3 - Eigenkapitalbeta og netto driftsbeta over budsjettperioden og i «steady state»	149
.....	
Tabell 10-4 - Eigenkapitalkrav og minoritetskrav over budsjettperioden og i «steady state»	150
Tabell 10-5 - Syntetisk rating over budsjettperioden og i «steady state»	151
Tabell 10-6 - Finansielt gjeldskrav over budsjettperioden og i «steady state».....	151
Tabell 10-7 - Finansielt egedelskrav over budsjettperioden og i «steady state»	152
Tabell 10-8 - Netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden og i «steady state».....	152
Tabell 10-9 - Netto driftskrav over budsjettperioden og i «steady state».....	153
Tabell 10-10 - Driftsfordel og strategisk fordel over budsjettperioden og i «steady state» ..	153
Tabell 10-11 - Superrentabilitet over budsjettperioden og i «steady state».....	155
Tabell 11-1 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av fri kontantstraum til eigenkapital-metoden.....	158
.....	
Tabell 11-2 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofitt til eigenkapital-modellen.....	158

Tabell 11-3 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofittvekstmodellen.....	159
Tabell 11-4 - Verkeleg verdi på minoritetsinteressa ved bruk av superprofitt til minoritetsinteresse-modellen	160
Tabell 11-5 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av fri kontantstraum frå drift-modellen	161
Tabell 11-6 - Verkeleg verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofitt frå drift-modellen	162
Tabell 11-7 - Verkelig verdi på eigenkapitalen ved bruk av superprofittvekst frå drift-modellen	162
Tabell 11-8 - Oppsummering av verdi på eigenkapitalen og verdi per aksje etter eigenkapital- og selskapskapitalmetoden.....	163
Tabell 11-9 - Verdiestimat på eigenkapitalen og per aksje over analyseperioden	165
Tabell 11-10 - Standardavvik til budsjettdrivarane til Fjord1 over analyseperioden	168
Tabell 11-11 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for driftsinntektsveksten	169
Tabell 11-12 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for driftsmarginen	169
Tabell 11-13 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling for omløpet til netto driftseigedelar	169
Tabell 11-14 - Forventa verdi, standardavvik og sannsynsfordeling til finansielle verdidrivarar	170
Tabell 11-15 - Data henta frå Monte Carlo-simulering	172
Tabell 11-16 - Oversikt over kritiske faktorar som forklarar variasjon i verdiestimatet	172

Figuroversikt

Figur 2-1 – Organisasjonskart over Fjord1	13
Figur 2-2 – Illustrasjon over aktørane og dynamikken i bransjen	16
Figur 2-3 – Oversikt over deltaking i anbodskonkurranse per fylke	17
Figur 2-4 – Norges Bank sin prognose for styringsrenta fram i tid	22
Figur 2-5 – Norges Bank si forventa vekst i konsumpris	22
Figur 2-6 – Arbeidsløysestatistikk i Noreg fordelt på fylker	23
Figur 2-7 – Oversikt over marknadsdelar per aktør i bransjen	25
Figur 2-8 – Konsernoversikt Torghatten ASA.....	26
Figur 2-9 – Oversikt over eigarforhold i Norled.....	27
Figur 2-10 – Konsernoversikt Boreal	27
Figur 3-1 – Rammeverk for funametal verdsetting.....	33
Figur 4-1 – Oversikt over analyseverktøyet PESTEL-analyse	36
Figur 4-2 – Porter sine fem konkurransekrefter.....	42
Figur 4-3 – SWOT-analyse.....	57
Figur 5-1 – Rammeverk for rekneskapsanalyse.....	59
Figur 5-2 – Rammeverk for omgruppering av resultatrekneskapen	64
Figur 5-3 – Rammeverk for omgruppering av balansen.....	71
Figur 5-4 – Omgruppering av balanseoppstillinga	72
Figur 5-5 – Overgang frå totalkapital til sysselsett kapital	76
Figur 5-6 – Overgang frå sysselsett kapital til netto driftskapital.....	77
Figur 5-7 – Rammeverk for analyse av forholdstal	82
Figur 6-1 – Rammeverk for analyse av kreditrisiko	83
Figur 6-2 – Illustrasjon av likviditetsgrad 1 over analyseperioden.....	85
Figur 6-3 – Illustrasjon av likviditetsgrad 2 for Fjord1 og bransjen over analyseperioden.....	86
Figur 6-4 – Illustrasjon av finansiell gjeldsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden	87
Figur 6-5 – Illustrasjon av rentedekningsgrad for Fjord1 og bransjen over analyseperioden .	89
Figur 6-6 – Illustrasjon av eigenkapitalprosent Fjord1 og bransjen over analyseperioden	92
Figur 6-7 – Illustrasjon netto driftsrentabilitet Fjord1 og bransjen over analyseperioden	93
Figur 7-1 – Regresjonsanalyse basert på daglege aksjekursar.....	105
Figur 7-2 – Utviklinga i netto driftskrav Fjord1 og bransjen over analyseperioden	113
Figur 8-1 – Dekomponering av strategisk fordel	117

Figur 8-2 – Kostnadssamanlikning Fjord1 og bransjen.....	121
Figur 8-3 – Oversikt Fjord1 sin strategiske fordel over analyseperioden.....	125
Figur 9-1 – Rammeverk for utarbeiding av framtidsrekneskap.....	128
Figur 9-2 – Rammeverk for enkel budsjettering.....	131
Figur 9-3 – Driftsinntektsvekst Fjord1 over budsjettperioden og i «steady state»	135
Figur 10-1 – Utviklinga i netto driftsrentabilitet og netto driftskrav over analyse- og budsjettperioden og i «steady state»	154
Figur 10-2 – Utviklinga i eigenkapitalrentabiliteten og eigenkapitalkravet over analyse- og budsjettperioden og i «steady state»	155
Figur 11-1 – Rammeverk for fundamental verdsetting.....	156
Figur 11-2 – Tre steg for gjennomføring av verdikonvergering.....	164
Figur 11-3 – Illustrasjon av utviklinga til verdiestimatet på eigenkapitalen gjennom konvergeringsprosessen.....	164
Figur 11-4 – Resultat frå Monte Carlo-simulering basert på 100 000 trekningar	171
Figur 11-5 – Oppsidepotensiale for verdiestimatet.....	173
Figur 11-6 – Nedsiderisiko for verdiestimatet	174
Figur 11-7 – Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsvekst på kort, mellomlang og lang sikt..	176
Figur 11-8 – Sensitivitetsanalyse av omløpet til netto driftseigedelar på kort, mellomlang og lang sikt.....	176
Figur 11-9 – Sensitivitetsanalyse av netto driftsmargin på kort, mellomlang og lang sikt ...	177
Figur 11-10 – Sensitivitetsanalyse av NIBOR-rente	178
Figur 11-11 – Sensitivitetsanalyse av eigenkapitalbeta.....	178
Figur 12-1 - Handlingsstrategi	184

Ordliste

AM	Anleggsmidlar	FoU	Forsking og utvikling
ARPU	Average Revenue Per Unit	FVEK	Fundamentalverdien til eigenkapitalen
CAPM	Capital Asset Pricing Model	HVO	Hydrogenbasert vegetabilsk olje
DI	Driftsinntekt	IFRS	International Financial Reporting Standards
div	Driftsinntektsvekst	ilp	Likviditetspremie
DR	Driftsresultat	INV	Investeringar
dss	Driftsskattesats	KON	Kontantar
eff	Effektivitetsfaktor	krp	Kreditrisikopremie
EK	Eigenkapital	lg1	Likviditetsgrad 1
ekk	Eigenkapitalkrav	lg2	Likviditetsgrad 2
ekr	Eigenkapitalrentabilitet	LVEK	Likvidasjonsverdien av eigenkapitalen
ekv	Eigenkapitalvekst	MI	Minoritetsinteresser
FE	Finansielle egedelar	mid	Minoritetsdel
fed	Finansiell egedelsdel	mig	Minoritetsgrad
fek	Finansielt egedelskrav	mik	Minoritetskrav
fer	Finansiell egedelsrentabilitet	mir	Minoritetsrentabilitet
FF	Finansieringsfordel	miv	Minoritetsinteressevekst
FG	Finansiell gjeld	mrd	Marknadsrisikodel
fgd	Finansiell gjeldsdel	mrp	Marknadsrisikopremie
fgr	Finansiell gjeldskrav	MVMI	Meirverdi
FI	Finansinntekt	NBU	Netto betalt utbyte
fiss	Finansinntektskattesatsen	NDE	Netto driftseigedelar
FK	Finanskostnad	NDK	Netto driftskapital
fkss	Finanskostnadsskattesatsen	ndk	Netto driftskrav
FKD	Fri kontantstraum frå drift	ndm	Netto driftsmargin
FKE	Fri kontantstraum til eigenkapital	NDR	Netto driftsresultat
FNR	Fullstendig nettoresultat		
FOR	Fordringar		

ndr	Netto driftsrentabilitet	r_m	Avkasting på
ndss	Normalisert driftsskattesats		marknadsporføljen
ndv	Netto driftsvekst	s	Skattesats
NFG	Netto finansiell gjeld	SDF	Strategisk driftsfordel
NFI	Netto finansinntekt	SPD	Superprofitt frå drift
NFK	Netti finanskostnad	SPE	Superprofitt til eigenkapital
nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad	SPMI	Superprofitt til
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav		minoritetsinteresser
nfgr	Netto finansiell gjeldsrente	T	Budsjett horizonen
NFI	Netto finansinntekt	UDR	Unormalt driftsresultat
NFK	Netto finanskostnad	UFR	Unormalt finansresultat
NGRS	Norsk god rekneskapsskikk	ufrss	Unormal finansresultatsskatt
NIBOR	Norwegian Interbank Offered Rate	VEK	Verdi av eigenkapital
NMR	Netto minoritetsresultat	VMI	Verdi minoritetsinteresser
NRD	Netto driftsresultat frå eiga verksemrd	WACC	Weighted Average Cost of Capital
NRE	Nettoresultat til eigenkapital	β_{EK}	Eigenkapitalbeta
NSK	Normal skattekostnad	β_{FE}	Finansiell egedelsbeta
OM	Omløpsmidlar	β_{FG}	Finansiell gjeldsbeta
onde	Omløpet til netto driftseigedelar	β_{FOR}	Fordringsbeta
p	Sannsynet for konkurs	β_{INV}	Investeringsbeta
r_f	Risikofri rente	β_{NDK}	Netto driftsbeta
		β_{NFG}	Netto finansiell gjeldsbeta
		σ	Standardavvik