



Austevoll Seafood ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering



Kristian Rykkje & Halvard Johansen Haga

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne masterutredningen er å estimere egenkapitalverdien med tilhørende aksjeverdi per 31.12.2018 for Austevoll Seafood ASA. Vi har benyttet oss av en fundamental verdivurderingsteknikk som hovedteknikk, hvilket innebærer at verdsettelsen baseres på de underliggende økonomiske forhold, et utarbeidet framtidsregnskap og nåverdiberegninger av framtidige kapitalstrømmer. Vi har også benyttet en komparativ verdivurderingsteknikk med en markedsbasert tilnærming som en supplerende teknikk.

Den strategiske regnskapsanalysen ga innsikt i Austevoll Seafood ASA sin historiske lønnsomhet og de underliggende økonomiske forhold. I analysen ble innsikt fra makro-, bransje- og selskapsspesifikke forhold kombinert med regnskapsanalyser av risiko og lønnsomhet. Den strategiske regnskapsanalysen viste at Austevoll Seafood ASA besatt en strategisk fordel på 7,5% over analyseperioden 2013 til 2018T. I all hovedsak skyldes den strategiske fordelen en stor bransjefordel på 10,4% da selskapet hadde en intern ressursulempe og en finansieringsulempe. Bransjefordelen knyttet seg til de høye inngangsbarrierene konsesjonssystemet har utgjort og det faktum at bransjen de senere år har befunnet seg i en oppgangssyklus.

Grunnlaget for den videre utarbeidelse av framtidsregnskap og -krav for Austevoll Seafood ASA ble lagt i den strategiske regnskapsanalysen. Selskapets strategiske fordel konvergerer inn mot horisonten mot en varig strategisk fordel på 2,0%. Dette bygger på forventningene om at ressursulempen reduseres til et nullnivå, og følgelig vil den strategiske fordelen komme av at bransjen er lønnsom. Den fundamentale verdsettelsen ble gjennomført ved å diskontere forventede framtidige kontantstrømmer med tilhørende framtidskrav. Det endelige fundamentale verdiestimatet på kroner 136,20 per aksje framkom etter å ha gjennomført en konvergeringsprosess. Usikkerheten knyttet til verdiestimatet ble belyst ved en simulerings- og sensitivitetsanalyse. Grunnet den store usikkerheten knyttet til det fundamentale verdiestimatet ble estimatet justert ved å ta hensyn til det verdiestimatet som framkom ved hjelp av den komparative verdsettelsen.

Vårt endelige verdiestimat på Austevoll Seafood sin egenkapital per 31.12.2018 er kroner 132,05 per aksje. Dette gir en hold-anbefaling i henhold til vår handlingsstrategi.

Forord

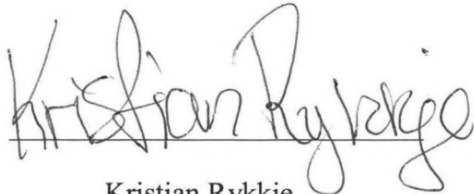
Det selvstendige arbeidet inngår som en del av vår mastergrad innen regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Denne utredningen, som er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering, legger til rette for å kombinere et mangfold av teoretisk kunnskap som vi har tilegnet oss gjennom studietiden.

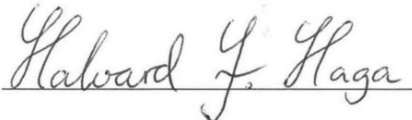
Vi valgte å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Austevoll Seafood ASA mye på grunn av bransjen de opererer i. Oppdrettsbransjen har den senere tid ofte vært i medias søkelys – på både godt og vondt. Lakseoppdrett trekkes fram som Norges «nye olje», men er under konstant kritikk grunnet de store miljømessige problemer bransjen imøtegår. Vi valgte Austevoll Seafood ASA da de gjennom store oppkjøp har etablert seg blant verdens største aktører innen fiskerinæringen.

Arbeidet med utredningen har utfordret oss på flere områder da en verdsettelse av et slikt omfang krever en bred forståelse av økonomifaget. Selv om prosessen har vært særdeles tidkrevende og utfordrende, har den vært svært spennende og lærerik. Vi sitter igjen med verdifulle erfaringer og kunnskap som vi vil ta med oss videre, både i den siste delen av studietiden og ut i arbeidslivet.

Vi ønsker avslutningsvis å rette en stor takk til vår veileder Kjell Henry Knivsflå for gode og konstruktive tilbakemeldinger som har vært særdeles verdifulle for vår utredning.

Bergen,
desember 2018


Kristian Rykkje


Halvard Johansen Haga

1 Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord	2
1 Innledning	9
1.1 Formål	9
1.2 Avgrensninger	9
1.3 Struktur	10
2 Presentasjon av virksomhet og bransje	11
2.1 Austevoll Seafood ASA	12
2.1.1 Historie	12
2.1.2 Viktige datterselskaper	14
2.1.3 Aksjonærforhold	17
2.2 Oppdrettsnæringen	18
2.2.1 Verdikjede.....	19
2.2.2 Integrasjon i bransjen.....	20
2.2.3 Kostnadsstrukturen	21
2.2.4 Førproduksjon.....	22
2.2.5 Eksport.....	23
2.2.6 Komparative selskaper.....	25
2.3 Makroforhold	28
2.3.1 Politiske forhold.....	28
2.3.2 Økonomiske forhold	30
2.3.3 Sosialkulturelle forhold	33
2.3.4 Teknologiske forhold.....	34
2.3.5 Miljømessige forhold.....	35
2.3.6 Juridiske forhold	37
2.4 Avvik fra konkurrentene	38
3 Valg av verdsettelsesteknikk	39
3.1 Fundamental verdsettelse	39
3.2 Komparativ verdsettelse	40
3.2.1 Multiplikatormodellen	41
3.2.2 Substansverdimodellen	41
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse	41

3.4	Valg av verdsettelsesteknikk	42
3.5	Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	44
4	Strategisk analyse	46
4.1	Ekstern bransjeorientert analyse	46
4.1.1	PESTEL-analyse.....	47
4.1.2	Porteranalyse.....	51
4.1.3	Oppsummering ekstern bransjeorientert analyse.....	57
4.2	Intern ressursorientert analyse	59
4.2.1	VRIO-analyse	59
4.2.2	Oppsummering av intern ressursorientert analyse.....	63
4.3	Oppsummering strategisk analyse	64
4.3.1	Bransjefordel.....	64
4.3.2	Ressursfordel	64
4.3.3	Strategisk risiko - SWOT-analyse	66
4.3.4	Strategisk vekst.....	67
5	Regnskapsanalyse	67
5.1	Rammeverk og praktiske valg	68
5.1.1	Valg av analysenivå.....	69
5.1.2	Valg av analyseperiode.....	70
5.1.3	Valg av komparative selskaper	71
5.2	Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»	71
5.2.1	Trailing	73
5.2.2	Trailing av resultatregnskapet.....	74
5.2.3	Trailing av balansen.....	78
5.3	Omgruppering for analyse	79
5.3.1	Omgruppering av resultatet	79
5.3.2	Omgruppering av balansen	86
5.3.3	Omgruppering av kontantstrømoppstillingen	91
5.4	Analyse av målefeil og justering	91
5.4.1	Biologiske eiendeler	93
5.5	Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse	94
5.6	Rammeverk for forholdstallsanalyse	95
6	Analyse av risiko	96
6.1	Analyse av kortsiktig risiko –Likviditetsanalyse	97

6.1.1	Likviditetsgrad 1	98
6.1.2	Likviditetsgrad 2	99
6.1.3	Finansiell gjeldsdekningsgrad	100
6.1.4	Rentedekningsgrad	101
6.1.5	Fri kontantstrøm-analyse	103
6.1.6	Oppsummering likviditetsanalyse	103
6.2	Analyse av langsiktig risiko –Soliditetsanalyse	104
6.2.1	Egenkapitalprosent	105
6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	106
6.2.3	Finansieringsstruktur	107
6.2.4	Oppsummering soliditetsanalyse.....	109
6.3	Syntetisk rating.....	110
6.4	Oppsummering risikoanalyse.....	113
7	<i>Historisk avkastningskrav</i>	<i>113</i>
7.1	Avkastningskrav teori.....	114
7.2	Risikofri rente, beta og risikopremie.....	115
7.2.1	Risikofri rente	115
7.2.2	Markedsrisikopremie	116
7.2.3	Egenkapitalbeta.....	117
7.2.4	Årlig egenkapitalbeta.....	121
7.2.5	Illikviditetspremie.....	121
7.3	Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld	122
7.3.1	Egenkapitalkrav	122
7.3.2	Netto finansielt gjeldskrav	123
7.4	Krav til netto driftskapital	127
8	<i>Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel</i>	<i>129</i>
8.1	Superrentabilitet til egenkapital - strategisk fordel.....	130
8.2	Dekomponering av strategisk fordel	132
8.3	Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing.....	133
8.3.1	Bransjefordel – drift.....	134
8.3.2	Ressursfordel – drift	135
8.3.3	Gearingfordel - drift.....	139
8.3.4	Oppsummering driftsfordel	140
8.4	Finansieringsfordel.....	140
8.4.1	Finansieringsfordel finansiell gjeld	141

8.4.2	Finansieringsfordel finansielle eiendeler	141
8.4.3	Finansieringsfordel minoritetsinteresser	142
8.4.4	Oppsummering finansieringsfordel	142
8.5	Oppsummering av historisk superrentabilitet	143
9	<i>Budsjettert framtidregnskap</i>	145
9.1	Rammeverk for framtidregnskap	145
9.2	Driftsinntektsvekst og horisont T	145
9.2.1	Analyse av driftsinntektsvekst	145
9.2.2	Budsjetthorisont T	146
9.2.3	Rammeverk til framskrivning av budsjett drivere med detaljnivå	148
9.3	Budsjettering av driftsinntektsveksten.....	149
9.3.1	Prisvekst.....	149
9.3.2	Volumvekst.....	150
9.3.3	Samlet vekst.....	150
9.4	Budsjettering av budsjett drivere	151
9.4.1	Omløpet til netto driftseiendeler.....	151
9.4.2	Netto driftsmargin.....	152
9.4.3	Finansiell gjeldsdel	153
9.4.4	Finansiell eiendelsdel.....	154
9.4.5	Finansiell gjeldsrente	156
9.4.6	Finansiell eiendelsrentabilitet	156
9.4.7	Minoritetsdel.....	157
9.4.8	Netto minoritetsrentabilitet.....	158
9.5	Framtidregnskap og fri kontantstrøm.....	159
9.5.1	Framtidsresultat	159
9.5.2	Framtidsbalanse	160
9.5.3	Framtidig kontantstrøm	160
10	<i>Framtidskrav og strategisk fordel.....</i>	160
10.1	Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld	161
10.1.1	Framtidig risikofri rente	161
10.1.2	Framtidig markedsrisikopremie	162
10.1.3	Framtidig illikviditetspremie.....	163
10.1.4	Framtidig årlig egenkapitalbeta.....	163
10.1.5	Framtidig krav til egenkapital og minoritet.....	164
10.1.6	Framtidig netto finansielt gjeldskrav.....	164
10.2	Framtidig krav til netto driftskapital - WACC	167

10.3	Analyse av budsjett - Superrentabilitet	167
11	<i>Fundamental verdsettelse</i>	169
11.1	Oversikt over metoder og modeller	170
11.2	Egenkapitalmetode	170
11.2.1	Fri kontantstrøm-modellen	170
11.2.2	Utbyttemodellen	171
11.2.3	Superprofittmodellen.....	171
11.2.4	Superprofittvekstmodellen	172
11.3	Selskapskapitalmetode	173
11.3.1	Superprofitt til minoritetsinteresse-modellen.....	173
11.3.2	Fri kontantstrøm fra drift-modellen.....	174
11.3.3	Superprofitt fra drift-modellen	174
11.3.4	Superprofittvekst fra drift-modellen.....	175
11.4	Første verdiestimat og konvergens	175
11.4.1	Første verdiestimat	176
11.4.2	Konvergens mot endelig estimat	176
11.5	Vurdering av konvergent verdiestimat	178
11.6	Usikkerhet	179
11.6.1	Analyse av konkurrisiko	179
11.6.2	Simuleringsanalyse.....	180
11.6.3	Sensitivitetsanalyse	187
11.7	Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet	192
12	<i>Supplerende verdsettelse</i>	193
12.1	Komparativ verdivurdering	193
12.1.1	Steg 1: Komparativ bransje	195
12.1.2	Steg 2: Multiplikatorer	195
12.1.3	Steg 3: Utrekning av multiplikatorer.....	197
12.2	Komparativt verdiestimat og endelig verdiestimat	199
13	<i>Oppsummering og handlingsstrategi</i>	200
13.1	Oppsummering og vektning av verdiestimatet	200
13.2	Handlingsstrategi	202
14	<i>Referanseliste</i>	203
	Faglitteratur	203

Presentasjoner	203
Årsrapporter.....	205
Andre referanser	206
<i>Figurliste</i>	216

1 Innledning

Dette kapitlet vil bestå av en innledning av oppgaven. Først vil vi presentere vårt mål for oppgaven. Dernest vil vi legge til grunn avgrensninger vi vil benytte oss av før vi til slutt presenterer oppbygningen og strukturen av oppgaven.

1.1 Formål

Masterutredningen vil ta for seg en fundamental verdivurdering av Austevoll Seafood ASA, heretter omtalt som AUSS. Målsetningen med verdivurderingen er å beregne en egenkapitalverdi til selskapet per 31.12.2018, og med utgangspunkt i verdien finne et verdiestimat på aksjekursen til selskapet. Vurderingen bygger på en strategisk regnskapsanalyse som inneholder både kvalitative og kvantitative metoder. Den strategiske regnskapsanalysen danner grunnlag for å utarbeide selskapets framtidsregnskap, med tilhørende framtidskrav. De framtidige kapitalstrømmene som framgår av framtidsregnskapet kan videre diskonteres og disse danner grunnlaget for det fundamentale verdiestimatet på selskapets egenkapital, og dermed estimatet på aksjekursen til selskapet. Fundamental verdivurdering baseres på mange subjektive vurderinger, og følgelig er det stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Vi benytter derfor en komparativ verdivurdering for å supplere det fundamentale verdiestimatet. Det endelige verdiestimatet framgår ved en vekting av verdiestimatene som framgår av de ulike verdsettelsesmetodene. Dernest vil vi sammenligne det estimerte verdiestimat med børsverdien til AUSS på Oslo Børs for å vurdere indikasjoner på om aksjen etter vår vurdering er over- eller undervurdert i markedet. Avslutningsvis benyttes innsikten som grunnlag for å gi en anbefalt handlingsstrategi for aksjen.

Problemstillingen som ønskes belyst i denne masterutredningen blir følgelig:

«Hva er egenkapitalverdien med tilhørende aksjeverdi for Austevoll Seafood ASA per 31.12.2018?»

1.2 Avgrensninger

Fokuset i denne masterutredning er på kapitalinnskyterne. Dette gjør at vi i utgangspunktet har et investor- og kreditororientert utgangspunkt. Hovedvekten av fokuset tildeles likevel investorene, dette underbygges ved at oppgaven tar sikte på å gi en anbefalt handlingsstrategi for aksjen. Utredningen avgrenses også mot hvilken informasjon den bygger på, da den kun vil baseres på offentlig tilgjengelig informasjon. Informasjonsinnhentingene medfører naturlig

nok økt usikkerhet knyttet til verdiesestimater da det trolig foreligger viktig intern informasjon som dermed ikke tas i betraktning.

I denne utredningen benyttes to verdsettelsesteknikker, henholdsvis fundamental verdivurdering og komparativ verdivurdering. Førstnevnte benyttes som hovedteknikk for verdsettelse av AUSS sin egenkapital, mens den komparative verdivurderingen gjennomføres for å bedre presisjonen i vårt verdiesimat. Da regnskapsinformasjonen om selskapets ulike forretningsområder er begrenset gjøres vurderingen på konsernnivå. Forretningsområdene har en tett tilknytning, og dette bidrar følgelig til å forsvare denne avgrensning.

Analyseperioden vi har benyttet oss av er begrenset til 6 år og er i intervallet fra 2013-2018T. Vi benytter oss også av tall fra 2012 for å inkludere endringstall i enkelte analyser. Siste års tall, i 2018T, er basert på 2.kvartalsrapporten og framskrevet. Dette utdypes i kapittel 5.2.

Det komparative sammenligningsgrunnlaget avgrenses også. Vi har oppstilt kriterier ved valg av komparative selskaper i kapittel 2.2.6. Bransjen avgrenses til å omfatte Marine Harvest ASA, SalMar ASA, Norway Royal Salmon ASA, Grieg Seafood ASA og Austevoll Seafood ASA.

1.3 Struktur

Utredningen følger rammeverket for fundamental verdivurdering presentert i kurset *Regnskapsanalyse og verdivurdering* (MRR413A) ved Norges Handelshøyskole. Rammeverket er særdeles grundig og anvender flere fagområder, herunder strategi, regnskap og finans for å skaffe innsikt i de bakenforliggende verdidriverne for et selskap. Rammeverket er inndelt i tre deler og disse presenteres i det følgende.

Del 1, som utgjør kapittel 2-4, inneholder en introduksjonsdel, og det utføres også en kvalitativ strategisk analyse. I kapittel 2 omtales virksomheten og bransjen den opererer i. I kapittel 3 introduseres ulike verdsettelsesteknikker og vi vurderer og fatter valg av hvilke som passer til vår verdsettelse. Det redegjøres også for det rammeverk for fundamental verdivurdering vi planlegger å følge. I kapittel 4 benyttes faktagrunnlaget presentert i kapittel 2 til å gjennomføre en strategisk analyse. Den strategiske analysen inneholder både en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse, disse vil danne grunnlag for en videre drøfting av strategiske fordeler og risikoer.

Del 2, som utgjør kapitler 5-8, utgjør en historisk regnskapsanalyse. I kapittel 5 presenteres regnskapstall som i løpet av kapitlet klargjøres for analyse ved omgruppering og justering for målefeil. I de påfølgende kapitlene, 6-8, analyseres risiko og lønnsomhet. Analysen av risiko i kapittel 6 følges av en utarbeidelse av historiske avkastningskrav i kapittel 7, som utgjør grunnlaget for sammenligning for lønnsomhetsanalysen som følger i kapittel 8. De kvalitative funn som framgikk i del 1 inngår i vurderingen av kvaliteten på lønnsomhetsanalysen.

Del 3, som utgjør kapitler 9-12, består av en utarbeidelse av framtidsregnskap og -krav, samt verdsettelsen av AUSS. I kapittel 9 og 10 framgår det budsjetterte framtidsregnskap med tilhørende krav som baseres på de funn gjort i den strategiske regnskapsanalysen i del 1 og 2. Den framtidige, varige strategiske fordelene belyses i kapittel 10. I kapittel 11 framgår beregningene av vårt fundamentale verdiestimat på aksjekursen til AUSS per 31.12.2018, samt en analyse av usikkerhet knyttet til verdiestimatet. I kapittel 12 utføres en komparativ verdivurdering for å supplere den fundamentale verdivurderingen.

Vårt endelige verdiestimat på egenkapitalen og aksjekursen til AUSS fastsettes etter en vurdering av både det fundamentale og det komparative verdiestimatet. Dette framgår i kapittel 13 der utredningen avslutningsvis gir en anbefalt handlingsstrategi for aksjen.

2 Presentasjon av virksomhet og bransje

I denne verdsettelsesoppgaven har vi valgt å fordype oss i Austevoll Seafood ASA, for å kunne gi et verdiestimat på selskapet. Videre i dette kapitlet skal vi presentere selskapet, bakgrunnsinformasjon, historie, konsernsammensetning og viktige samarbeidspartnere. Deretter presenteres selskapets bransje. Det er i oppdrettsnæringen AUSS oppnår det meste av sin verdiskapning, det er altså her vi vil kunne danne et inntrykk av den daglige driften for selskapet. Denne gjennomgangen vil også forklare bransjespesifikke begrep og uttrykk, samt gjennomgå makroforhold som påvirker bransjen. Dette vil også gi et inntrykk av spesifikke forhold som virksomhetene i bransjen må forholde seg til. Helhetlig vil dette kapitlet gi et tilfredsstillende utgangspunkt for den videre analyse.

2.1 Austevoll Seafood ASA

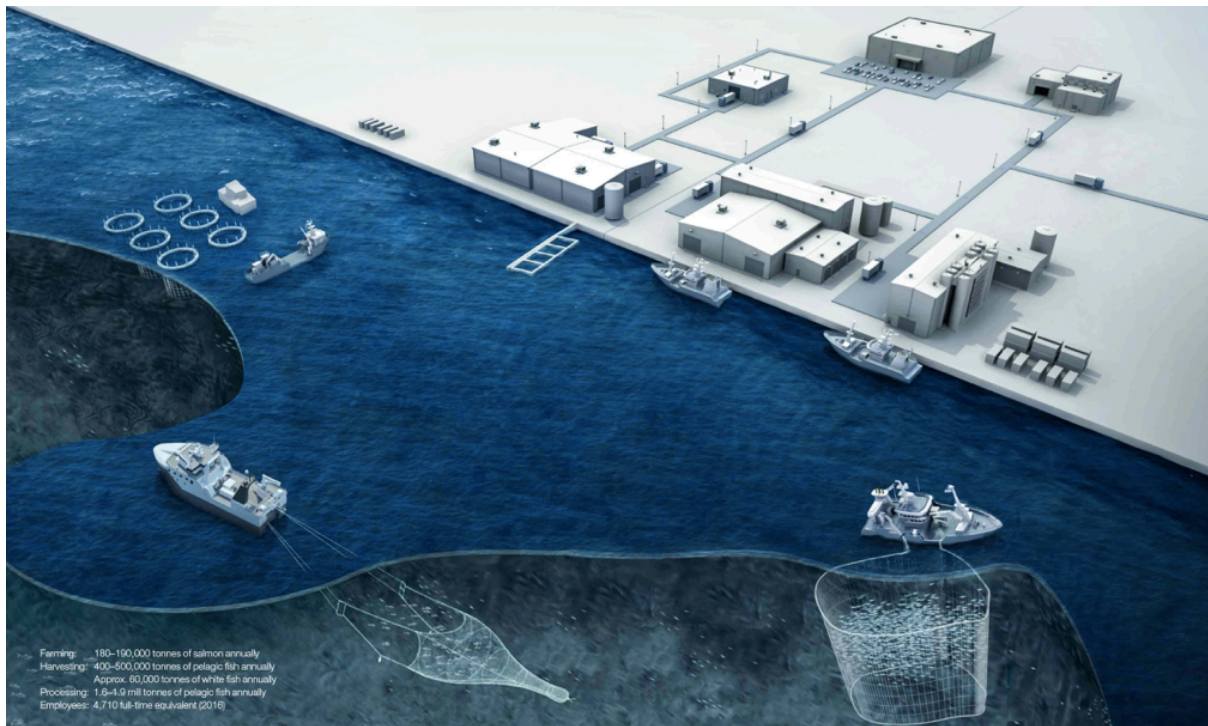
2.1.1 Historie

Austevoll Seafood ASA har sitt opphav fra Austevoll kommune helt sør i Midthordaland. Kommunen har historisk sett livnært seg på fiskeindustrien. Kulturen for fiske, sammen med hardt arbeid, har videreutviklet seg til stor industri for lokalbefolkningen. AUSS startet opp i 1981. Da startet brødrene Helge og Ole Rasmus Møgster, med økonomisk hjelp av sin far, Alf Møgster, selskapet Austevoll Havfiske AS. Selskapet utviklet seg bra de første årene og i 1991 fikk de sine første kvoter med pelagisk¹ fiske i Chile. Etter dette ekspanderte det pelagiske virket også til Norge. Fra år 2000 og årene framover kjøpte de seg kraftig opp i andre selskaper. Disse omfatter Br. Birkeland AS, Food corp SA i Chile og Austral Group SAA i Peru. I løpet av 2006 fusjonerte de med andre selskaper fra familien Møgster før de etablerte seg på Oslo Børs 11. Oktober 2006 da som Austevoll Seafood ASA (Austevoll Seafood ASA, 2018).

AUSS er et globalt sjømatkonsern som er verdensledende innen produksjon av atlantisk laks og ørret. Selskapet kontrollerer hele verdikjeden gjennom avl, smolt, matfisk, slakt, videreforedling og salg. Selskapet er også en voksende aktør innen hvitfisk og pelagisk fiske. Gjennom sitt pelagiske virke er selskapet også en betydelig aktør innen produksjon av fiskemel og -olje som brukes til framstilling av fiskefôr (Austevoll Seafood ASA, 2017).

I figur 2.1 illustreres verdikjeden AUSS opererer i, med oppdrettsmerder, ulike former for trålfiske og ulike fabrikker for foredling og salg. Verdikjeden for bransjen utdypes videre i kapittel 2.2.1. Årlig produserer AUSS omtrentlig 185 000 tonn oppdrettslaks, 450 000 tonn pelagisk fisk hvorav 60 000 tonn er hvitfisk. Selskapets fabrikker foredler årlig omtrent 1,75 millioner tonn pelagisk fisk etter innkjøp (Austevoll Seafood ASA, 2017).

¹ Ordet «pelagisk» betegner åpne vannmasser, hav så vel som innsjøer, som ikke er nær kyst, strand eller bunn (Ratikainen, 2018). Marine organismer som lever i åpne vannmasser omtales som «pelagiske» arter.



Figur 2.1 Verdikjeden til Austevoll Seafood ASA (Austevoll Seafood ASA, 2018)

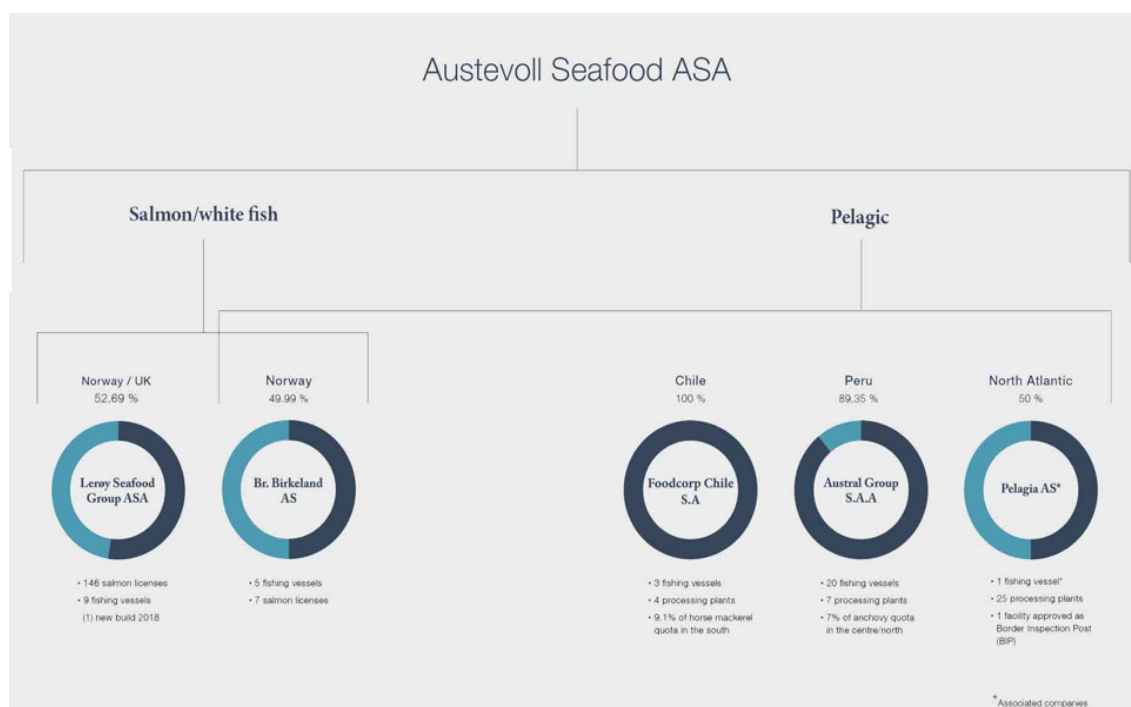
Under finanskrisen i 2008 tok AUSS store sjanser med store investeringer. Deriblant ved å kjøpe opp aksjemajoriteten til en av sine største konkurrenter, Lerøy Seafood Group ASA. Analytikere på den tid anslo at AUSS sine utsikter var dårlige og at investeringene til og med kunne føre til konkurs. Bare noen måneder etter hadde kursen snudd og AUSS fikk bevist hvor god denne investeringen viste seg å være (Møgster, 2018).

De siste årene har AUSS vokst enormt gjennom flere store oppkjøp. Selskapet har diversifisert og kontrollerer i dag, gjennom sine datterselskaper, alt i verdikjeden fra pelagisk fiske og oppdrett til ferdigprodukter. AUSS innehar, gjennom kontroll av flere underselskaper, 153 konsesjoner for oppdrett, samt mer enn 30 fartøy og anleggsfabrikker for fangst og foredling av sjømat. Selskapet har også i mindre grad begynt oppdrett for rensefisk. (Austevoll Seafood ASA, 2017).

Hovedkontoret er stasjonert hjemme på Storebø i Austevoll kommune, men gjennom datterselskaper er de også representert i Storbritannia og de søramerikanske landene Chile og Peru. De har også salgavdelinger over store deler av verden. I 2017 omsatte konsernet for 20,8 MRD. NOK og hadde 6 229 årsverk i arbeid (Austevoll Seafood ASA, 2017).

2.1.2 Viktige datterselskaper

AUSS er konsernets holdingselskap. Det meste av verdiskapingen foregår i datterselskaper og datterdatterselskaper. Styret i AUSS er den øverste beslutningstaker for konsernet. De har besluttet at de viktigste datterselskapene er å regne som egne segment. For årsregnskapet 2017 ble det inndelt i følgende segment; Lerøy Seafood Group ASA, Austral Group SAA, Foodcorp Chile SA, Br Birkeland AS (inklusive deres farming-selskap), Pelagia AS og Annet. Annet er en sammenfatning av noen mindre viktige datterselskaper (Austevoll Seafood ASA, 2017). Figur 2.2 viser inndelingen som nevnt, samt lokasjon og hva deres segment omfatter. Disse segmentene inndelt etter selskap, omtales i den følgende presentasjonen.



Figur 2.2 Organisasjonskart (Austevoll Seafood ASA, 2018)

2.1.2.1 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy er et gammelt norsk selskap med stolte tradisjoner for norsk sjømat. De har røtter tilbake til 1899 og har hele perioden vært en pioner for framdriften i bransjen (Austevoll Seafood ASA, 2017). Selskapet er verdensledende på sjømat og har ambisjoner om å videreutvikle denne posisjonen. Gjennom vekst og oppkjøp er Lerøy i dag verdens nest største produsent av laks og ørret med sine 146 konsesjoner. De har også konsesjoner for 10% av det norske torskefiske nord for Ålesund. Selskapet har siden 2008 vært kontrollert av AUSS etter et oppkjøp av en betydelig aksjepost. I dag er Lerøy Seafood Group ASA et

datterselskap av AUSS. AUSS sitter på 52,69% av aksjene (Austevoll Seafood ASA, 2017). I rapporten fra 2. kvartal i 2018 leverte selskapet sitt beste kvartalsresultat noensinne med en rekordhøy EBITDA, økningen skyldes større satsing på hvit fisk. Kvartalsbasert slaktevolum økte fra 26 000 tonn i 2017 til 37 000 tonn i 2018. De gode resultatene fører til økte investeringer og satsning. Lerøy har bestilt en ny båt tilsvarende «MS. Nordtind», deres største fartøy. Denne skal leveres første kvartal 2020. Utfordringene i 2. kvartal har likevel vært tilknyttet minkende kvoter og økende konkurranse, samt varierende fiskepriser (Austevoll Seafood ASA, 2017).

2.1.2.2 Br. Birkeland AS

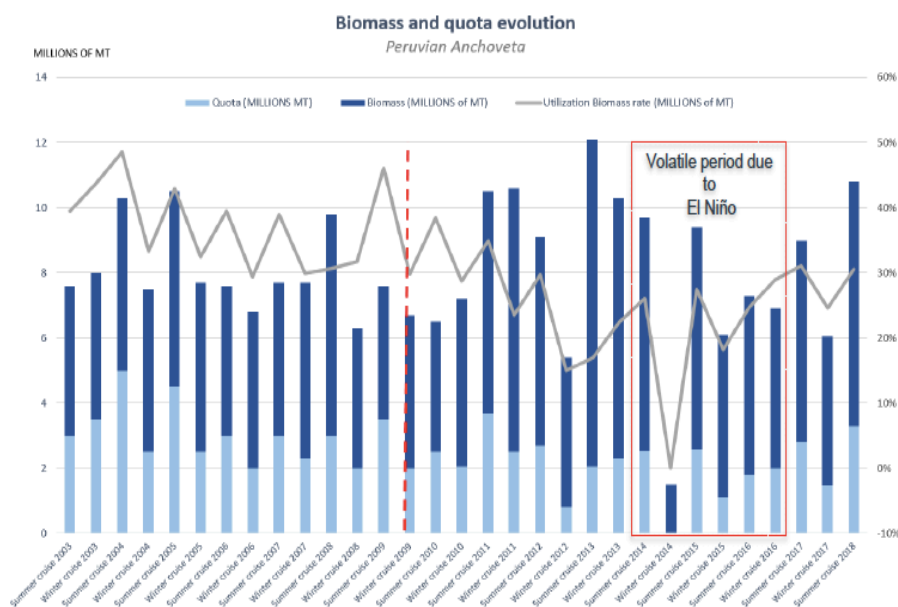
Selskapet har sitt utspring fra 60-tallet da fem brødre i Birkelandslekten, med ulik erfaring innen fiskerinæringen gikk sammen. AUSS kjøpte seg inn på eiersiden i 2000 og klassifiserte selskapet som et vesentlig tilknyttet selskap. I 2011 økte de eierandelen og fikk inn flere av sine egne styremedlemmer i selskapets styre. Br. Birkeland, i det videre omtalt som BRBI, er i dag et datterselskap der AUSS har 51,69% av aksjeandelen. Selskapet besitter to pelagiske fiskebåter og to båter til fiske av snøkrabbe (Austevoll Seafood ASA, 2017). Det pelagiske fisket er avsluttet for sesongen. Krabbestanden øker, men på grunn av reguleringer er krabbefisket stengt i tredje kvartal. Krabbefiske er ventet å ta seg opp igjen til fjerde kvartal. BRBI fisjonerte i 2017 ut Brødrene Birkeland Farming AS som sitter på sju konsesjoner for oppdrett av atlantehavslaks gjennom sitt datterselskap Kobbevik og Furuholmen oppdrett AS (Austevoll Seafood ASA, 2018).

2.1.2.3 FoodCorp Chile SA

FoodCorp, i det videre omtalt som FC. Virksomheten består av fiske og produksjon av både produkter til konsum, fiskemel og fiskeolje. Selskapet har flere landbaserte fabrikker sentrert i kystbyen Coronel i Chile. FC hadde i 2017 en kvote på 9,1% av hestemakrellen i sør-Chile (Austevoll Seafood ASA, 2017). Hovedsesongen for hestemakrell er fra desember til juli og for anchoveta mars til juli. Chile har over lengre tid gitt lave fiskekvoter. Forrige år ble det derfor kjøpt 21 500 tonn fisk for å kunne utnytte kapasiteten til fabrikkene. Arne Møgster, CEO i AUSS, har til tross for de lave kvotene uttrykt seg med entusiasme rundt framtidsutsiktene for selskapet. I Chile er det ventet at det er første halvår som skaper resultater siden dette er høysesongen for fiske. Sammenlignet med andre kvartal 2017 har det vært en inntektsøkning, dette kommer av et økt salgsvolum. Inntekten til tross så er resultatet gått ned, dette kommer av dyre ekstrainvesteringer av flere kvoter og økning av avgiftene til egne kvoter (Austevoll Seafood ASA, 2018).

2.1.2.4 Austral Group SAA

Austral Group har sitt virke innen fangst og produksjon. Austral Group er stasjonert i Peru hvor de fisker anchoveta, hestemakrell og makrell. Selskapet besitter 6,9% av anchoveta-kvoten i nord-Peru og 4% av tilsvarende kvote i sør-Peru. De har også fiskerettigheter på hestemakrell og makrell. Produksjonen består av fiskemel og -olje samt noen varer til direkte humant konsum. Selskapet besitter fire produksjonsfabrikker av fiskemel og -olje, to av disse produserer også konsumprodukter. Fabrikkene i Peru er verdensledende innen produksjon av fiskemel og fiskeolje, de produserer 33% av verdensmarkedet (Austevoll Seafood ASA, 2017). Fisket i landet består av to sesonger; april – juli og november – januar. Situasjonen i Peru har den siste tiden vært utfordrende med værphenomenet «El Niño». Værphenomenet skapte ugunstige havstrømmer som førte til dårlige temperaturer og oksygenivå i havet. Naturens begrensninger på fisket har vært et gjennomgående problem de siste årene. Siste gode år for fangst i Peru var 2011. Klimatisk forskning i Peru er optimistisk; klimaet er ventet stabilisere seg med normaliserte temperaturer og oksygenivåer i vannet (Austevoll Seafood ASA, 2017). Det er derfor knyttet stor optimisme til de kommende resultatene allerede for neste sesong. Selskapet håper å kunne fylle kvoten igjen kommende sesong. Den totale kvoten i Peru er stabil ved cirka 3 millioner tonn, forrige sesong ble det fanget 2,4 millioner tonn av denne kvoten. I figur 2.3 vises historisk fangstvolum markert med «El Niño» sin reduserende periode.



Figur 2.3 «El Niño»s påvirkning av fangst de siste år (Austevoll Seafood ASA, 2018)

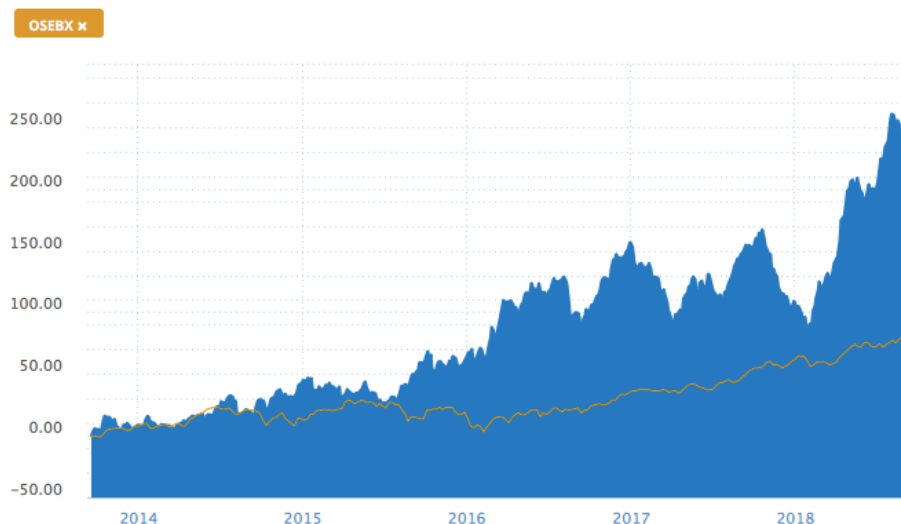
2.1.2.5 Pelagia AS

Pelagia AS er et felles-kontrollert selskap. AUSS og Kvefi AS eier 50% av aksjene hver. Kvefi AS kan spores tilbake til Witzøe-familien som forøvrig står bak en av de store konkurrentene til AUSS, nemlig SalMar. Selskapet består av to hovedsegment, fiskeproduksjon til mat og konsum, samt fiskeproduksjon til protein, fiskemel og -olje. Selskapet har 26 fabrikker i Norge, England, Irland og Danmark, samt disposisjonsrett i fabrikker på Shetland og Ukraina. De har også et anlegg godkjent som grenseinspeksjonspost i Egersund. Selskapet stammer fra 2014 da Norway Pelagic AS, Egersund fisk AS og Welcon Invest AS fusjonerte til Pelagia AS. I 2017 kjøpte Pelagia opp Epax. Epax er en virksomhet som forsker på og produserer omega3-produkter fra fisk. Produktene blir solgt som kosttilskudd og farmasøytiske produkter. Oppkjøpet er en tydelig indikator på at Pelagia fokuserer på å optimalisere bruken av råvarene. Selskapet tok i 2017 imot 1,4 millioner tonn råstoff og omsatte for 6 122 millioner. (Pelagia AS, u.d.)

2.1.3 Aksjonærforhold

Som nevnt er AUSS notert ved Oslo Børs. Ved utgangen av 2017 bestod konsernet av 202 717 374 ordinære aksjer pålydende 50 øre, det tilsvarer en aksjekapital på kr 101 358 687. Dette er fordelt mellom 5 151 ulike aksjonærer. Konsernets største aksjonær er familieselskapet Laco AS, med 55,55% eierandel. Foruten Laco sine 55,55% består de resterende aksjonærene av minoriteter med mindre enn 3% eierandel. Det er et mål for AUSS å maksimere verdiskapingen til det beste for aksjonærene gjennom gode resultat. Over tid er målsetningen å betale ut utbytte i størrelsesordenen 20-40% av årsresultatet med fradrag for biologisk verdijustering (Austevoll Seafood ASA, 2017).

Figur 2.4 viser AUSS sin aksjekurs de siste 5 årene. Som vi ser i figuren har selskapet hatt en sterk kursvekst den seneste tiden siden februar 2018 med en omtrentlig dobling. Den gule linjen i figuren viser Oslo Børs sin hovedindeks, OSEBX. Dette er en investerbar indeks som viser et representativt utvalg av selskapene på børsen. Indeksen blir revidert to ganger i året, for å hele tiden gi et så godt «gjennomsnitt» av børsen som mulig (Oslo Børs, 2018). Som vi ser har AUSS prestert bedre enn OSEBX-indeksen de siste årene. AUSS vil i kapittel 2.4 bli sammenlignet med bransjen for å identifisere hvor AUSS skiller seg fra det typiske bransjeselskapet. OSEBX-indeksen vil også bli sentral i kapittel 7.2.3 hvor vi utarbeider egenkapitalbeta for AUSS ved å sammenligne risikoen mot OSEBX.



Figur 2.4 Aksjekurs til AUSS sammenlignet med OSEBX over de siste 5 år

2.2 Oppdrettsnæringen

Fiskeoppdrett og annen kultivering av vannlevende organismer omfattes av begrepet «akvakultur» (Johansen, 2017). De første offisielle tegnene av kultivering av «akvakultur» spores tilbake til 1750-årene i Tyskland, da ved kunstig klekking av ferskvannsfisk. Det var først i 1850-årene at utsettingene i Norge fikk et visst omfang. En begynte da å etablere klekkerier, mest for ørret, men også for laks og røye. Formålet med dette var å stabilisere bestander, øke fisket og få fisk i fisketomme vann (Svåsand, et al., 1998). Oppdrettsnæringen, slik vi kjenner den i dag, har likevel ikke eksistert så lenge.

Norsk fiskeoppdrett har på kort tid utviklet seg til å bli en forskningsbasert, teknologisk raffinert næring (Universitetet i Bergen, 2014). Fra tidlige forskningsstadier på 1950-tallet, med dyrekjøpte erfaringer, har industrien, så vel som kunnskapsbasen, vokst til å bli en av Norges store eksportnæring. Per tid er Norge verdens største eksportør av oppdrettslaks (Miljødirektoratet, 2015). Statens og virksomhetenes omfattende fokus på forskning og utvikling skal ha en stor del av æren for dette. Det kan også nevnes at Norge har gode forutsetninger for å drive fiskeoppdrett med sitt kalde klima, store havarealer og lange kystlinje.

Oppdrettsnæringen i Norge er i all hovedsak begrenset til oppdrett av anadrom laksefisk, herunder laks og regnbueørret. Med dette menes det at fisken, fra et tidlig stadium gjennom gyting, klekking og vekst helt fram til utvandningsferdig stadium, lever i ferskvann. Fisken settes ut i saltvann når den tilegner seg evnen til å skille ut salt, stadiet som kalles

«smoltifisering» (Johansen, 2015). Fiskens smoltifiseringsperiode avhenger av ulike faktorer slik som art, vanntemperatur, lengde på dag, tilgang på fôr og vekstevne. Ved å manipulere disse faktorene kan denne prosessen påvirkes og framskyndes. Avhengig av art vil det ta alt fra 1-4 år før fisken klarer å skille ut salt og kan settes ut i sjøen. Dette inngår i faktagrunnlaget vi vil bygge vår Porter-analyse på i kapittel 4.1.

2.2.1 Verdikjede

Innen norsk oppdrettsnæring finnes det relativt få, men store aktører med kontroll over store deler av verdikjeden. Verdikjeden består av flere ledd: fôrproduksjon, smoltproduksjon, lakseoppdrett, slakting og videreforedling, og salg og distribusjon. Av praktiske hensyn omtales verdikjeden i det videre, som den er presentert av AUSS, som en trestegs-verdikjede: Oppdrett, prosessering og salg og distribusjon.

2.2.1.1 *Steg 1: Oppdrett av laks og ørret*

AUSS driver oppdrett av atlantisk laks og regnbueørret langs norskekysten.

Oppdrettsmerdene er strategisk plassert langs kysten, vest til nord. Kvaliteten og verdien på laksen avhenger av å opprettholde en sunn laksepopulasjon og verne om miljøet rundt.

Produksjonen tar sted i nøye utvalgte områder i sjøen og er overvåket i individuelle faser med kameraer og sensorer. Disse sørger for optimale fôr- og vekstforhold, og fiskehelse. Samtidig forsøker en med dette å minimere påvirkningen virket har på miljøet. Gjennom datterselskapene Lerøy og BRBI er AUSS blant verdens største produsenter av oppdrettslaks og -ørret. I tillegg til oppdrett framavler AUSS stamfisk og smolt på land. Lerøy var det første oppdrettsselskapet som fikk miljøsertifisering for sin verdikjede, en sertifisering av Aquaculture Stewardship Council (ASC) (Austevoll Seafood ASA, 2018). ASC-sertifiseringen er utviklet av WFF og oppdrettsnæringen. Den har som hensikt å minimere negativ påvirkning fra oppdrett på miljøet (Andresen, 2014). Sertifiseringen setter begrensninger for blant annet antall rømte fisk og svinn.

2.2.1.2 *Steg 2: Prosessering*

AUSS har gjennom eierskap i Lerøy, fasiliteter for bearbeidelse av fisk. Laksen prosesseres i anlegg plassert nært både oppdrettsanleggene og det europeiske marked. Dette inkluderer Norge, Sverige, Frankrike, Nederland, Portugal, Tyrkia og Storbritannia. Spesialiserte brønnbåter frakter fullvokste, levende laks til anleggene. Anleggene produserer alt fra helsløyd laks til mer prosesserte produkter. Etterspørselen etter produktene avgjør produksjonsvolum, men det meste av laksen selges per tid hel selv om den kan prosesseres

videre til fileter, røkte eller urøkte, serveringsklare produkter (Austevoll Seafood ASA, 2018).

2.2.1.3 Steg 3: Salg og distribusjon

Oppdrettslaksen selges til det globale marked gjennom et komplekst salgs- og distribusjonsnettverk lokalisert på de fleste kontinenter og med kunder i mer enn 70 land. Gjennom Lerøy distribueres både laks og ørret globalt. Salgsavdelinger finnes i flere land, deriblant Sverige, Finland, Frankrike, Nederland, Portugal, Japan, Kina og USA. I tillegg til internasjonal distribusjon selges den samme fisken til norske konsummarkeder.

2.2.2 Integrasjon i bransjen

Med integrasjon tenker en først og fremst på horisontal og vertikal integrasjon samt diversifisering (Knudsen, 2005). Integrasjon innebærer å slå sammen virksomheter for å koordinere og/eller utnytte en eller flere felles ressurser.

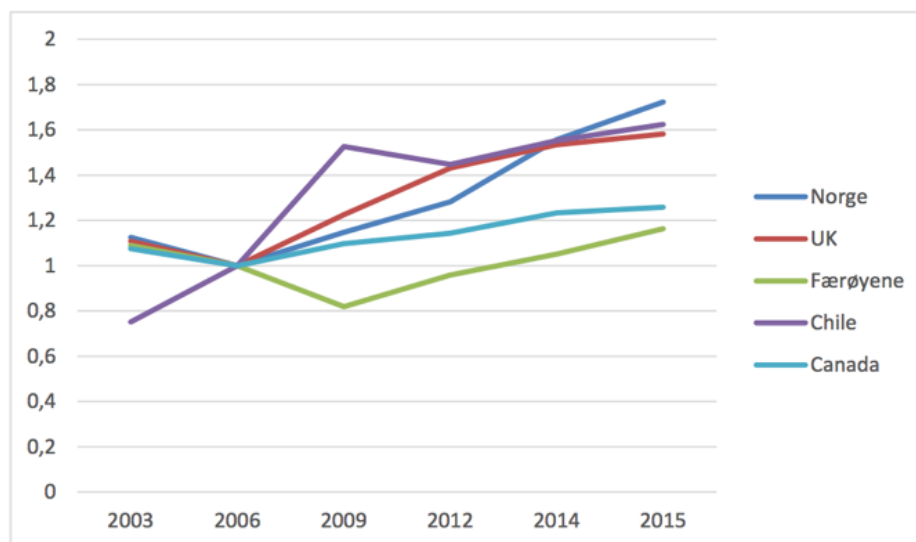
Bransjen har i senere tid blitt utsatt for horisontal integrasjon, det vil si virksomheter har kjøpt opp sine konkurrenter. Dette kommer av at virksomhetene får begrenset det maksimale produksjonsvolumet grunnet konsesjoner og kvoter. Konsesjonene begrenser maksimal tillatt biomasse (MTB) for oppdrettsnæringen og kvoter begrenser fangstvolum, som nevnt i kapittel 2.2.1, og dette utfordrer bransjens vekstpotensial. Fram til 1991 var det krav til lokal tilhørighet til oppdrettsanleggene for majoritetsiere. Denne begrensningen lempet norske myndigheter og samtidig tillot de at det var mulig for enkeltpersoner å bli majoritetsaksjonærer i flere anlegg (Hovland & Møller, 2010).

Det finnes flere eksempler på horisontal integrasjon i bransjen den senere tid. I kapittel 2.1.1 og 2.1.2 ble det nevnt at AUSS har kontroll over Lerøy. Bransjen består derfor av få, men store aktører, og oppkjøpene bidrar til stordriftsfordeler som igjen senker virksomhetenes produksjonskostnader.

Bransjen har også gått i retning av mer vertikal integrasjon de senere år. Med vertikal integrasjon siktes det til oppkjøp av leverandører av fôr eller distributører og salgsavdelinger av foredlede produkter. Dette vil bidra til at virksomhetenes inntjening ikke påvirkes i like stor grad av forholdet til leverandørene, dette utdypes videre i kapittel 2.2.3 og 4.1.2.

2.2.3 Kostnadsstrukturen

I takt med veksten til oppdrettsnæringen har prisen på innsatsfaktorene også økt over tid. Dette er illustrert i figur 2.5. I figuren er 2006 satt som referanseår og en kan se en trend for økende produksjonskostnader i oppdrettsnasjonene i senere tid.



Figur 2.5 Totale produksjonskostnaders relative utvikling, referanseår 2006 (Iversen & Hermansen, 2016)

For å få et inntrykk av de ulike kostnadsdriverne i bransjen er det hensiktsmessig å spalte produksjonskostnadene opp i de viktigste kostnadsartene. I figur 2.6 viser de estimerte produksjonskostnadene per kilogram produsert matfisk i Norge og ulike konkurrentland. Produksjonskostnadene er relative til referanseåret 2006 for de respektive landene.

	NORGE	SKOTTLAND	FÆRØYENE	CHILE	CANADA
	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg	NOK/kg
Smolt	2,45	3,70	2,52	4,19	2,46
Fôr	15,01	17,79	13,86	18,22	16,21
Delsum	17,46	21,48	16,37	22,42	18,67
Rund bløgget vekt (WFE)					
Lønn	2,30	2,09	1,80	1,94	2,27
Andre kostnader	3,95	4,93	4,50	6,13	5,05
Avskrivninger	1,10	1,36	1,44	0,81	0,95
Delsum	7,35	8,38	7,73	8,87	8,26
Produksjonskost (ved not)	24,81	29,86	24,10	31,29	26,94
Sløydetap	2,76	3,32	2,68	3,48	2,99
Produksjonskost, per sløyd kilo	27,56	33,18	26,78	34,76	29,93
Slaktning (inkl. brønnbåt)	3,40	4,19	3,66	4,19	3,72
FOB sløyd og pakket	30,96	37,37	30,44	38,96	33,65
Rentekostnad	0,50	1,64	0,47	1,52	0,84
Produksjonskost (Sløyd, pakket fisk)	31,46	39,02	30,91	40,48	34,49

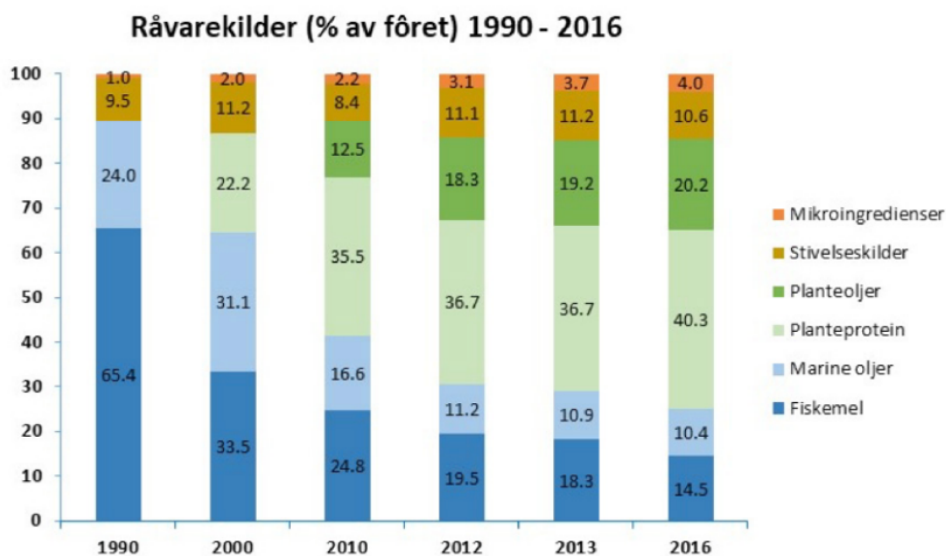
Figur 2.6 Produksjonskostnader i NOK per kg i Norge og konkurrerende land (Iversen & Hermansen, 2016)

Som figur 2.6 illustrerer står kostnaden knyttet til fôr for omtrent halve summen av de samlede produksjonskostnadene. Fôrkostnaden er altså en betydelig kostnadsdriver i samtlige land. Dette kommer av økte råvarepriser og endret fôrsammensetning. I økende grad er næringen altså prisgitt høye laksepriser for å oppnå gode resultater (Fiskeridirektoratet, 2017).

2.2.4 Fôrproduksjon

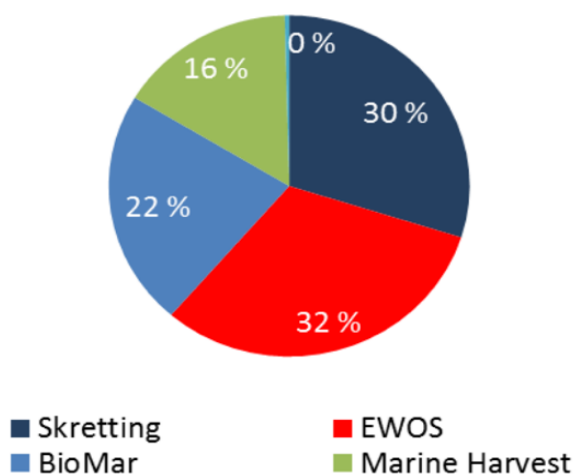
Som figur 2.6 viste er fôrkostnadene en betydelig del av de totale produksjonskostnadene i oppdrettsbransjen. Kostnadene knyttet til fôr avhenger av to faktorer: effektiviteten i utnyttelsen av fôret, ofte omtalt som fôrfaktor, og prisen på fôr. Fôrfaktoren er et forholdstall på hvor mye fôr som går med til å produsere en kilo fisk. Det gir at desto lavere fôrfaktor en virksomhet har, desto bedre utnyttelse av innsatsfaktoren oppnår den. Den gjennomsnittlige økonomiske fôrfaktoren i bransjen var 1,3 i 2016 (Aas, et al., 2018). Denne faktoren er basert på forbruket av fôrmidler. Inntjeningsevnen til den individuelle virksomhet påvirkes av fôrfaktoren, og lavere fôrfaktor enn gjennomsnittet i bransjen vil kunne gi grobunn for et konkurransemessig fortrinn.

Prisen på fôr påvirkes av fôrsammensetninger og fangstforhold på de marine råvarer som medgår i produksjon av fiskemel og -olje. Dette er en viktig ingrediens i fôret. Dette er fordeler som AUSS kan dra nytte av gjennom sin pelagiske drift som vi skal diskutere videre i VRIO-analysen i kapittel 4.2.1. I den senere tid har benyttelsen av vegetabiliske råvarer, som proteinkonsentrat fra hvete og soya- og rapsolje, økt på bekostning av benyttelse av marine råvarer. I figur 2.7 illustreres gruppene av fôringredienser brukt i norsk laksefôr over tid. Vi ser her en tendens til stadig reduserende innhold av marine oljer og fiskemel. Dette har sammenheng med et ønske om å redusere kostnadene ved fôrproduksjonen.



Figur 2.7 Ingredienser i norsk laksefôr fra 1990 til 2016 (Aas, et al., 2018)

Av fôrleverandører finnes det fire dominerende aktører i det norske marked: EWOS, Skretting, Biomar, og Marine Harvest. De fire aktørene har betydelig markedsrett seg imellom med markedsandeler på henholdsvis 32%, 30%, 22% og 16% som vist i figur 2.8 (Marine Harvest, 2016).

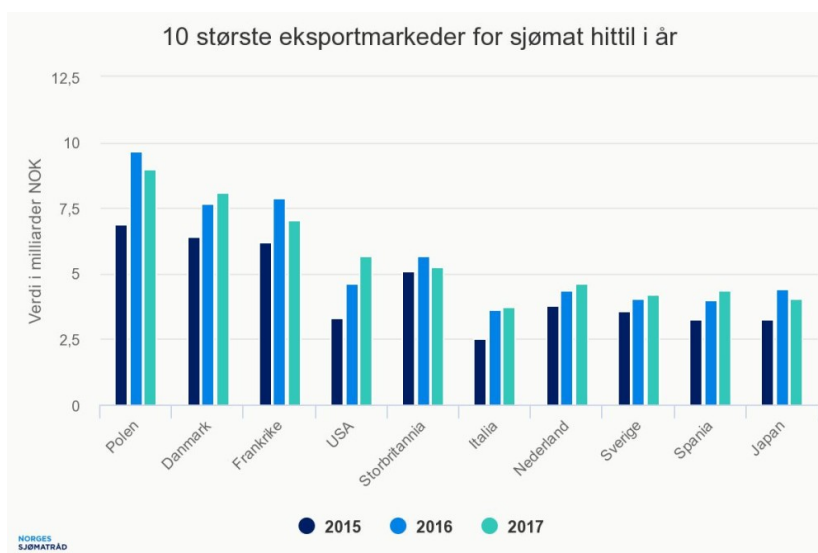


Figur 2.8 Fôrprodusenters markedsandel (Marine Harvest, 2016)

2.2.5 Eksport

I 2017 ble det eksportert 1 million tonn oppdrettsfisk for 67,7 milliarder kroner fra Norge. Dette tilsvarer samme mengde fisk som foregående år, men med en verdiøkning på 3,6 %. Verdiøkningen skyldes økt laksepris til europeiske konsumenter, men dette har også

innvirkning på etterspørselen etter laks i Europa. Europa er det dominerende markedet for norsk laks, og følgelig vil en reduksjon i salget i Europa ha stor innvirkning på eksportprisen. Figur 2.9 viser de viktigste nasjonene for eksport av norsk sjømat, samt verdien som blir eksportert til angitte nasjoner (Norges sjømatråd, 2018).



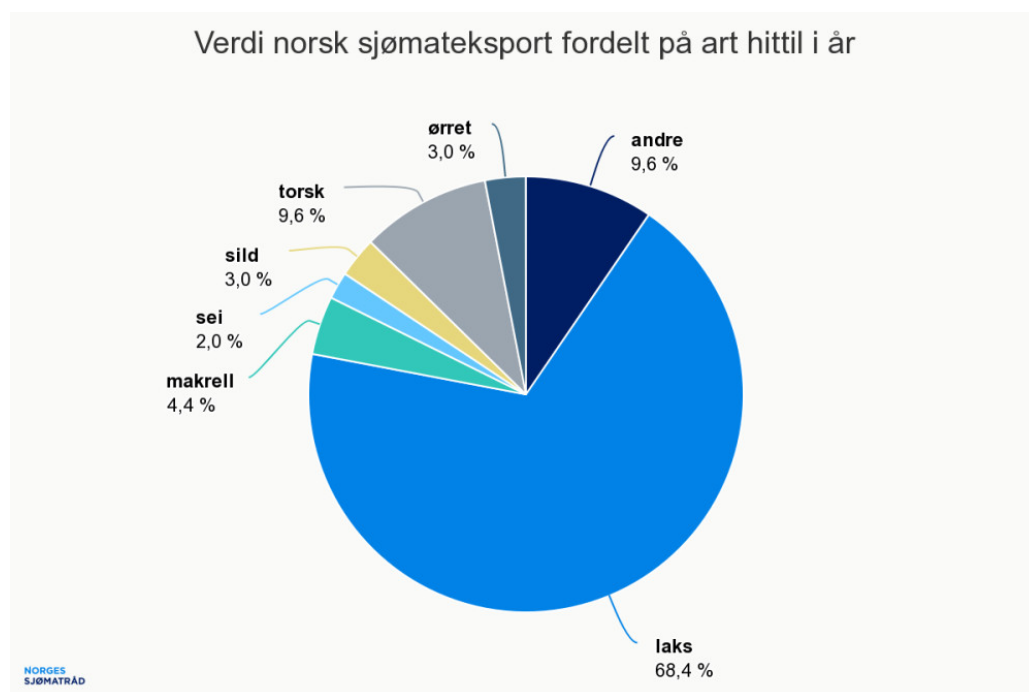
Figur 2.9 De største eksportmarkedene (Norges sjømatråd, 2018)

Verdien på den totale sjømateksporten har nesten triplet seg de siste 10 årene. Utviklingen av verdien på norsk sjømateksport har vært enorm. I 2017 eksporterte Norge en total mengde sjømat på 2,6 millioner tonn, dette tilsvarer en verdi på 94,5 milliarder kroner. Figur 2.10 viser verdien på den norske sjømateksporten de siste 10 årene oppdelt i både fiskeri og havbruk.



Figur 2.10 Verdiutviklingen på norsk sjømateksport de siste årene (Norges sjømatråd, 2018)

Verdien tilknyttet havbruksnæringen står oppdrettsfisk for 40% av volumet, men hele 72% av verdien på eksporten. Laks står alene for 68,4% av denne eksportverdien. Figur 2.11 viser eksportverdien fordelt etter hver enkelt art for 2017, dette er altså prosentsetser av det totale eksport volumet på 94,5 milliarder kroner.



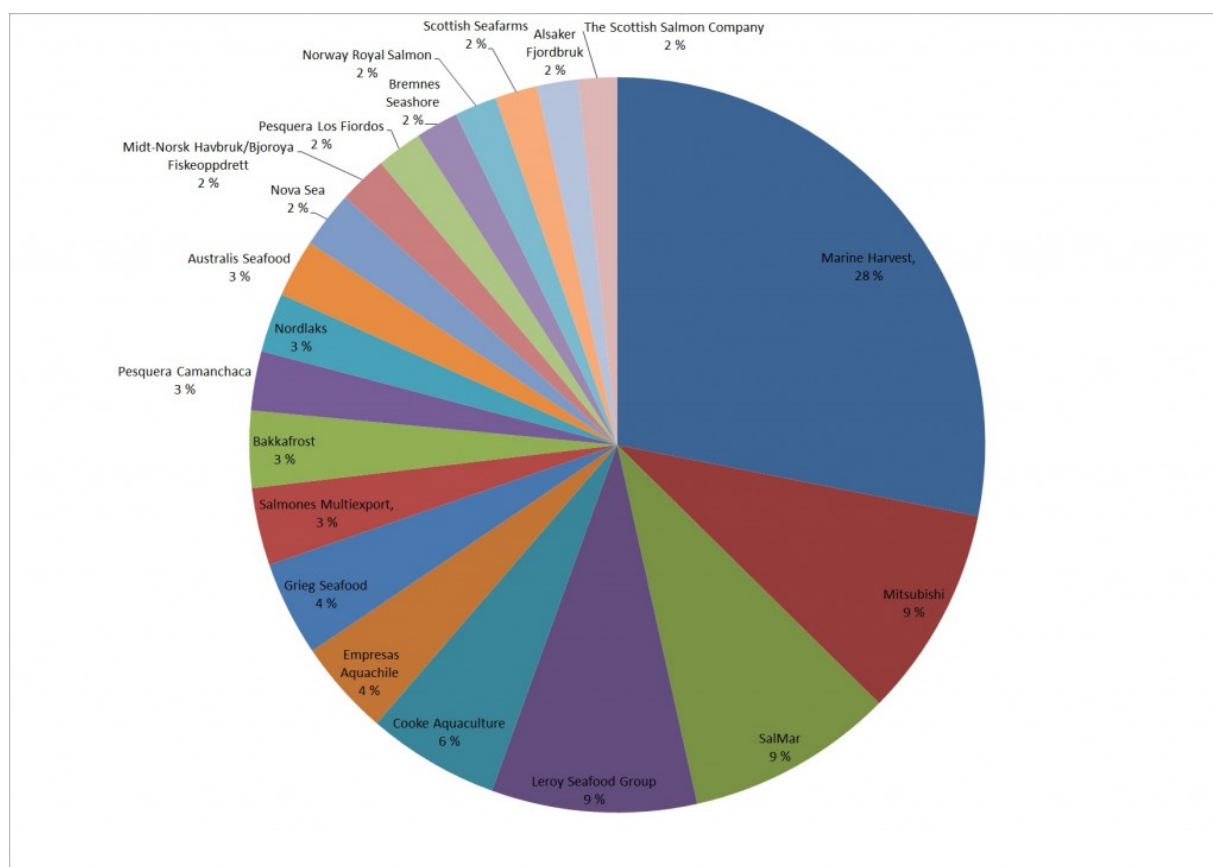
Figur 2.11 Verdien av sjømateksport fordelt etter art (Norges sjømatråd, 2018)

2.2.6 Komparative selskaper

En bransje kan defineres som en gruppe selskaper som mer eller mindre tilbyr samme type produkter eller tjenester. De komparative selskapene plukkes fra bransjen. AUSS er et konsern med mange prosjekter og mange ulike former for verdiskapinger innen akvakultur og havbruk. Dette kan føre til vanskeligheter ved bransjetilpassing og valg av komparative selskaper. Dette er fordi AUSS operer innen både oppdrett, pelagisk fiske, krabbefiske og ulike former for foredling både før og etter fiskens livsløp. Her kan det argumenteres for at vi bør lage vår egendefinerte bransje som inneholder både pelagisk fisk og oppdrett. En slik egendefinert bransje kan være vanskelig å oppdrive da det er utfordrende å finne slike komparative selskaper som bedriver akkurat lik virksomhet som AUSS. Helt overordnet kan en - dog litt unøyaktig - si at 1/3 av volumet AUSS omsetter er laksefisker, men dette tilsvarer 2/3 av verdien de omsetter. Siden vi nå skal utføre en verdsettelse er det rimelig å definere bransjen ut fra det eller de virkeområder bedriften skaper sin verdi. Vi benytter derfor å se på AUSS som et oppdrettsselskap i det videre. Vi vil derfor vektlegge

oppdrettsnæringen for AUSS og hente de komparative selskaper fra den norske oppdrettsbransjen.

Oppdrettsbransjen bestod først av mange små lokale aktører. De senere årene er bransjen preget av stadig flere og større oppkjøp. Dette har ført til at den vesentligste delen av bransjen nå består av få og store aktører. Som vi ser av figur 2.12 så kontrolleres over halvparten av markedet av de fire største aktørene.



Figur 2.12 Markedsfordeling av de 20 største oppdrettselskapene (Nodland, 2016)

I dag består den norske bransjen av 151 ulike selskaper som besitter konsesjoner for drift av oppdrett, men grunnet oppkjøp og kontroll er det i realiteten bare 98 selskaper som faktisk drifter oppdrettsanlegg (Nodland, 2016). For å forstå den konkurransemessige posisjonen til AUSS og hvordan virksomheten driftes vil det være hensiktsmessig å benytte seg av et sammenligningsgrunnlag med komparative selskaper. Vi vil nå gjennomgå de komparative selskapene og presentere de konkurrentene vi mener gir et best inntrykk av oppdrettsbransjen som AUSS opererer i.

2.2.6.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest er et verdensomfattende sjømatkonsern med notering på Oslo Børs. Selskapet blir regnet som verdens største produsent av laks. De besitter en markedsandel på 28% som vist i figur 2.12. Marine Harvest har sitt opphav fra en liten gründerbedrift som startet med oppdrett i 1965. Selskapet er svært internasjonalt, med sine 13 233 ansatte har de drift i 24 ulike land og salgsmarked til over 70 land. Marine Harvest har over lang tid satset stort på oppdrettslaks som sitt spesialfelt, men i 2010 startet selskapet en enorm restrukturering av sine strategier med målsetning om å bli en helintegrert leverandør av sjømatproteiner. Med de nye strategiene tok de store steg i 2014 da selskapet startet innen fôrproduksjon, som det eneste oppdrettsselskapet med egne produksjonsavdelinger for fôr. Selskapet dekker i dag over 80% av sitt eget forbruk av fiskefôr med egen produksjon (Marine Harvest ASA, 2018).

2.2.6.2 SalMar ASA

SalMar er også et verdensomfattende sjømatkonsern med notering på Oslo Børs. Selskapet er blant de største produsentene av oppdrettslaks i Norge. SalMar regnes som det tredje største oppdrettsselskapet i verden. Som figur 2.12 viser har SalMar en markedsandel på omlag 9%. Selskapet ble etablert i 1991 da det ble gjennomført et oppkjøp av et konkursbo med 1 konsesjon for oppdrett. Gjennom årenes gang har SalMar utviklet seg til å bli et vertikalt integrert oppdrettskonsern med en verdikjede som strekker seg fra egen produksjon av rogn til ferdig vare i kjøledisk. Selskapet har i dag 100 konsesjoner og 1000 ansatte. SalMar eier, sammen med Lerøy, Norskott Havbruk AS som drifter Scottish Sea Farms Ltd, dette er det nest største oppdrettsselskapet i Storbritannia (SalMar ASA, 2018).

2.2.6.3 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er et av verdens største oppdrettsselskap for både laks og ørret. Selskapet ble etablert i 1992 som et trading-selskap. Etter ulike former for oppkjøp ble selskapet etablert på Oslo Børs i 2007 som et solid oppdrettsselskap. Selskapet leverer årlig rundt 100 000 tonn slaktet fisk, dette tilsvarer omtrent 4% av markedsandelen som vi ser i figur 2.12. Grieg Seafood opererer langs hele norskekysten og har omlag 780 ansatte. De har blant annet verdens nordligste oppdrettsanlegg ved Nordkapp, og opererer i Canada og på Shetland. Forretningsutviklingen av konsernet har fokus på resultatbasert vekst og bærekraftig bruk av naturlige ressurser (Grieg Seafood ASA, u.d.).

2.2.6.4 *Norway Royal Salmon ASA*

Norway Royal Salmon ble grunnlagt i 1992 av 34 forskjellige mindre lakseoppdrettere. De startet selskapet som en felles salgs- og markedsføringskanal. I dag besitter selskapet en markedsandel på omlag 2% og er en av de 20 største aktørene som vist i figur 2.12. Norway Royal Salmon ble notert på Oslo Børs i 2011. I 2017 oppnådde de et slaktevolum på 32 000 tonn og en omsetning på ca. 5 MRD. NOK. De besitter 43 konsesjoner for drift av oppdrett langs hele norskekysten, men de er tydelig best representert i Nord-Norge (Norway Royal Salmon ASA, 2018).

2.3 Makroforhold

De rammebetingelser som vil påvirke konkurranseforholdene i en bransje omtales som makroforhold. Dette vil være de forhold som er utenfor virksomhetenes egen kontroll og det vil derfor være begrenset hvor mye virksomhetene selv kan influere akkurat disse.

Makroforholdene omfatter og rammer alle virksomheter i samme bransje og vil omfatte politiske, økonomiske, sosio-kulturelle, miljømessige og juridiske rammebetingelser. Disse forhold vil vi sette i sammenheng med den strategiske PESTEL-analysen i kapittel 4 der selskapets bransjemessige ståsted diskuteres.

2.3.1 Politiske forhold

2.3.1.1 *Konsesjoner og kvotebegrensninger*

For å forme oppdrettsnæringen på en bærekraftig måte gis det i Norge ut et begrenset antall tillatelser til å drive med akvakultur (Fiskeridirektoratet, 2016). Disse tillatelsene, i det videre omtalt som konsesjoner, angir strenge krav til det maksimale tillatte biomasse (MTB) som virksomhetene har lov til å ha i oppdrettsmerdene sine til enhver tid. Biomasse er i forskrift om drift av akvakulturanlegg (akvakulturdriftsforskriften) definert som «den til enhver tid stående mengde av levende fisk (målt i kg eller tonn)». Konsesjonene bestemmer også, i tillegg til MTB, hvilke bestemte arter som skal produseres, og på hvilken lokalitet virksomheten skal finne sted (Fiskeridirektoratet, 2017). Fiskekvotene tilegnes hvert enkelt fartøy og en må altså overta fartøyet for å få tak i den medfølgende kvoten.

Nærings- og fiskeridepartementet er ansvarlig for utdeling av konsesjoner. Konsesjonene skal ivareta hensynet til miljø og optimal bruk av kystsonen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2005). Grønne konsesjoner, der formålet er å redusere miljøutfordringer knyttet til rømming av oppdrettsfisk og spredning av lakselus, skal tilrettelegge for en bærekraftig næring som

kan bidra til aktivitet og verdiskapning med spredte lokaliteter (Fiskeridirektoratet, 2017). Tillatelser til oppdrett av kommersielle matfisk i sjøvann, laks ørret og regnbueørret er antallsbegrenset (Fiskeridirektoratet, 2017). Virksomheter kan tilegne seg konsesjoner på to måter: Enten gjennom en søknadsprosess til departementet eller gjennom kjøp via annenhåndsmarkedet.

2.3.1.2 Handelspartnere

Politiske handelshindringer vil kunne sette begrensninger for havbruks- og fiskerinæringen.

Politiske handelshindringer i Russland de senere år har satt en demper for den norske fiskeeksporten dit. Den russiske presidenten, Vladimir Putin, har forlenget en handelsembargo på matvarer fra EU og flere vestlige land, herunder Norge (Ilaks, 2017).

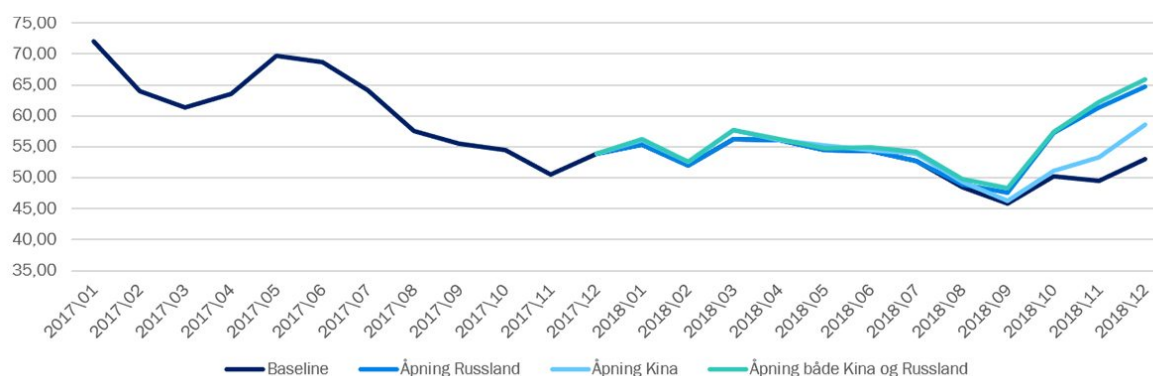
Både norsk laks og ørret som skal eksporteres til Russland omfattes av handelsembargoen og dette vil på kort sikt påvirke verdiskapningen i næringen og markedsarbeidet, som tidligere var en av de raskest voksende eksportmarkedene for fisk fra Norge til Russland.

Det er også politisk risiko knyttet til kompleksiteten i handel med Kina. Handelsboikotter fra Kina kan forekomme. I 2010 fikk kineseren Liu Xiaobo utlevert Nobels fredspris. Xiaobo var på tidspunktet fengslet, og en talsmann for Kinas utenriksdepartement mente at utdelingen viste «mangel på respekt for Kinas juridiske system» (Kristiansen, 2017). Som en reaksjon på utleveringen av Nobels fredspris til Xiaobo innførte Kina et importforbud. Handelsforholdet til Kina er per tid normalisert og dette vil på lengre sikt kunne gi store vekstmuligheter (E24, 2017). Kina har per tid åpnet opp for enkelte fiskesorter i handel med Norge, blant annet norsk oppdrettslaks, men har siden 2011 stengt for eksport av fiskemel (Norges sjømatråd, 2018)

Markedet for sjømat er imidlertid globalt og i sterk vekst. Veksten har i stor grad kompensert for Russlands handelsembargo og den komplekse handelen med Kina. Norges største eksportmarked er Europa. Utenfor Europa er USA og Kina de to største mottakerne av norske fastlandsvarer. Eksport av fisk og fiskevarer til både USA og Kina har i senere år økt. I 2017 beløp eksporten av norsk fisk og fiskevarer til USA og Kina henholdsvis til 5,4 milliarder kroner og 3,3 milliarder kroner (SSB, 2018). Eksporten av norsk fisk og fiskevarer til USA har firedoblet seg fra 2012 til 2017, eksporten til Kina har økt 56 prosent på samme tid. Donald Trumps inntog i amerikansk politikk bekymret næringen, men har enda ikke fått effekt for norsk sjømat.

Per tid er Europa det viktigste markedet for norsk oppdrettslaks. Enkelte proteksjonistiske tiltak har tidligere blitt vurdert, og til en viss grad gjennomført, mot norsk laks. Nå er ordinære tollsatser på plass, godt innvevd i bilaterale handelsavtaler mellom EU og Norge (Regjeringen, 2016). Det er per tid ingen handelshindringer i EU. Likevel trekkes Storbritannias «BREXIT»-planer fram som høyst aktuelle. Storbritannia importerer aller mest torsk, men også hyse og laks sendes fra Norge. Det spekuleres i at det uten særlig besvær vil komme på plass løsninger for bransjens markedsadgang. Den store umiddelbare risiko knytter seg til et eventuelt valutafall for pundet, og da følgelig i britisk kjøpekraft (Grande, 2016). I 2017 har norsk eksport allerede opplevd en reduksjon på 7% i verdi og 11% i volum (Norges sjømatråd, 2018). Dette skyldes i all hovedsak svekket valuta og reduksjon i kjøpekraft.

Norges sjømatråd har utviklet en prognose på lakseprisen etter ulike utfall ved handelskonfliktene i Russland og Kina. Hvis begge markedene åpnes til normal handelsdrift vil prisestimatet for lakseprisene øke som vist i figur 2.13.



Figur 2.13 Prisprognose (Norges sjømatråd, 2018)

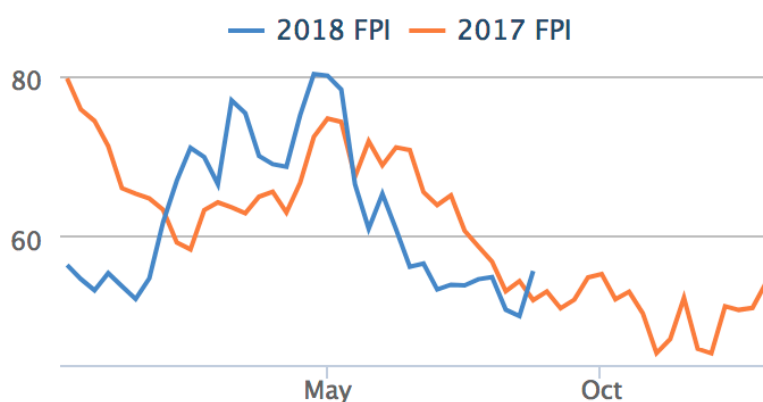
2.3.2 Økonomiske forhold

2.3.2.1 Prisendringer

Oppdrettsvirksomhetenes inntjening knytter seg direkte til den solgte mengden fisk og den pris virksomhetene oppnår. Prisendringer i råvare- og ferdigvaremarkedet vil kunne påvirke konkurransekraft og inntjeningspotensialet til selskapene over tid. Prisdannelsen er en funksjon av tilbud og etterspørsel i markedet. Tilbudet står oppdrettsselskapene for, eventuelt representert gjennom en tredjepart, og etterspørselen står kunden for. Markedsmekanismene gir økt etterspørsel ved fallende pris. Tilsvarende vil økt tilbud gi fallende pris. Krysningen,

eller likevektsprisen, mellom tilbud og etterspørsel vil være prisen virksomhetene vil kunne oppnå.

Historisk sett har prisene på laks vært særdeles volatile. Slaktevolumet øker på høsten, og prisen er følgelig lavere da enn på våren når slaktevolumet er lavere. Volatiliteten i lakseprisen som nevnt er illustrert i figur 2.14. Figuren viser prisen gitt i «Fish Pool Index». Fish Pool omsettes på Oslo Børs, og benytter fisk som det underliggende objekt på finansielle derivater. Det benyttes en prisindeks på spot-pris per kilo fisk. I 2018 har prisen endret seg drastisk – fra uke 19, kr 80,22 til uke 34, kr 49,97 (Fish Pool, 2018).



Figur 2.14 Utvikling i laksepris «Fish Pool Index»

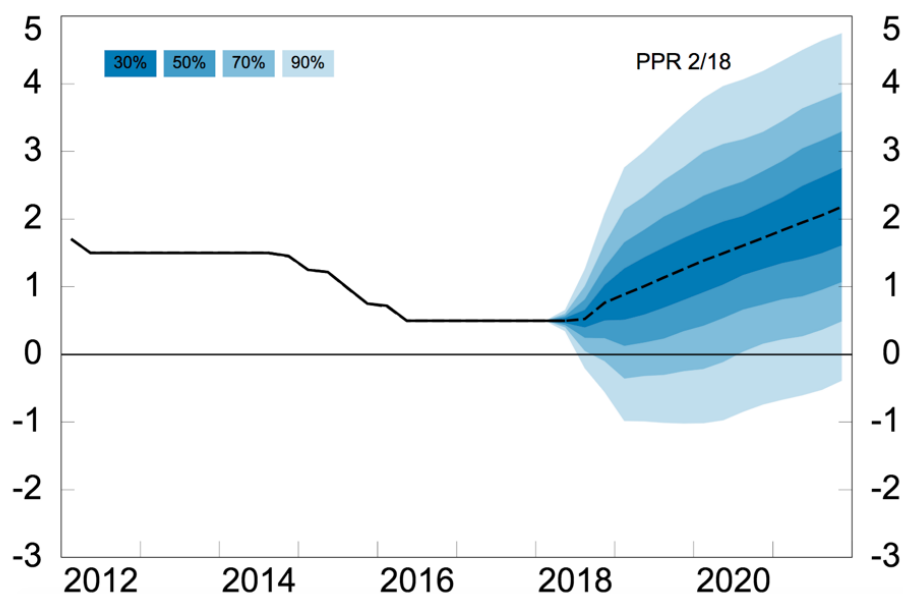
Laks anses som et homogent produkt, dvs. kunden kan få et tilnærmet produkt hos en konkurrent, til tross for at oppdretterne har forsøkt å differensiere produktene (Andreassen, 2008). Da produsentene ikke vil ha særlig mulighet til å påvirke prisen i et uelastisk marked anses de som pristakere (Knudsen, 2005, p. 42). Bransjens inntjeningsevne er dermed særdeles utsatt for volatiliteten i prisen på laks.

Oppdrettsbransjen er syklisk. Produksjonssyklusen går over 2-3 år og gir grunnlag for store variasjonsutslag i pris. Høy laksepris vil øke produksjon og investering i bransjen, men vil ikke påvirke prisen direkte før produksjonen er ferdig. Med overproduksjon vil prisen presses ned, og følgelig vil produksjonen reduseres for igjen å presse prisen opp. Imidlertid har etterspørselen den senere tid gjort at prisen ikke nevneverdig har blitt påvirket av den økende produksjonen (Norges sjømatråd, 2018).

2.3.2.2 Rentenivå

Renten for bankenes innskudd i Norge kalles styringsrenten. Denne er veiledende for hvilken utlånsrente bankene tilbyr sine kunder. Norges Bank fastsetter denne og benytter den til å styre pengepolitikken i Norge med tanke på etterspørsel etter varer og tjenester, valutakurs og inflasjon (Norges bank, u.d.). Et høyere rentenivå vil tilsi at det blir dyrere for virksomheter å låne kapital.

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring. Det er knyttet store kostnader til drifts- og anleggsmidler, samt konsesjoner. Samtidig bindes mye kapital opp til biologiske eiendeler, herunder de fiskebeholdninger som framavles. Avhengig av finansieringsmetoden som benyttes vil virksomhetene være eksponert for risiko i forbindelse med renteendringer. Det vil være knyttet større risiko til virksomheter i næringen med høy gjeld da disse vil være eksponert for høyere rentekostnader ved en eventuell økning av rentenivået. Virksomheter med høy egenkapitalandel vil ikke være eksponert for renteøkningen på samme måte og følgelig komme bedre ut av perioder med lavere priser og/eller økonomisk vekst.



Figur 2.15 Prognose av framtidig styringsrente (Norges bank, u.d.)

Figur 2.15 viser den historiske utviklingen på styringsrenten fra 2010 og angir anslagsvis hvilket nivå den vil ligge på framover med vurdering av finansiell stabilitet. Med utgangspunkt i denne figur vil det altså være knyttet større risiko til gjeldsfinansiering, da det er å forvente at rentekostnadene vil øke. Dette må bransjen ta hensyn til i de videre vurderinger av finansieringsform.

2.3.2.3 *Valutarisiko*

Helt siden det første oljefunnet i Norge har valutakursen på den norske kronen vært sterkt påvirket av oljeprisen. Oljeprisen har den siste tid vært svak og dette har gitt en svakere krone mot valutaer i eksportmarkedene til oppdrettsbransjen. Fastlands-BNP vil også spille inn på valutakursen på lengre sikt. På kort sikt vil også valutaspekulasjon og rentedifferanser mot utlandet innvirke på valutakursen. Av viktige valutaer som AUSS er eksponert for nevnes EURO, GBP, USD, Peruanske soles og Chilenske pesos.

Virksomheter som opererer i fiskeri- og havnæring er veldig eksponert for fluktuasjoner i valutakurser. Dette fordi inntektene er i utenlandsk valuta og kostnadene i all hovedsak er i norske kroner. Valutakursen vil påvirke kjøpekraften og følgelig påvirke etterspørselen etter varer. En svakere krone fører til at norske varer vil være relativt billigere for land med sterkere valuta. Etterspørselen øker følgelig av sterkere kjøpekraft.

2.3.3 Sosialkulturelle forhold

2.3.3.1 *Befolkningsvekst*

Verdens befolkning har vokst kraftig de siste hundre år og med det har behovet for mat også økt. FN forventer dog at befolkningsveksten synker framover og at den i år 2100 stopper, da med 11 milliarder mennesker på jorden (FN-sambandet, 2018). Dette byr på utfordringer med tanke på å brødfø alle - behovet for bærekraftige og miljøvennlige proteinkilder øker. Jordkloden består av 70% vann, men av den globale matvareproduksjonen er det kun ca. 2% som kommer fra havet (Norges sjømatråd, 2018). Med fortetning i byer og allerede begrensede produksjonsareal på land vil det være naturlig å søke mot større utnyttelse av havareal og dets ressurser.

2.3.3.2 *Trender*

De senere år har det i den vestlige verden vært et økt fokus på sunt kosthold og god helse. Av globale ernæringstrender kan «sushi» nevnes. Sushi har i den senere tid blitt særdeles populært. Hovedingrediensen i de fleste sushiretter er fisk. Norsk oppdrettslaks har fått et merkbart kvalitetsstempel og har blitt veldig ettertraktet.

2.3.4 Teknologiske forhold

2.3.4.1 Landbasert oppdrett

Helt siden oppdrettsbransjens oppstart har bransjens teknologiske utvikling vært beskjedent, uten de store revolusjonerende ideene. Den teknologiske utviklingen som har funnet sted går mest på teknologisk oppgradering av fartøyene og elektronisk kontroll av fiskens velferd. I neste delkapittel går vi inn på miljømessige forhold. Disse forholdene har skapt debatt om de teknologiske forholdene for oppdrettsbransjen. Her blir landbaserte oppdrettsanlegg satt i spissen for en utvikling som vil redusere de miljømessige påvirkningene i stor grad.

Landbasert oppdrett handler om å sette fiskeavlingen på land i store, lukkede tanker istedenfor i merder i sjøen. Dette fører til at det avles fram fisk som aldri har vært i kontakt med sjøen. Det fører også til at avfallsstoffer, sykdommer og smitte fra oppdrettsfisk ikke når sjøen og forurenses det naturlige livet i havet. Fordelene med landbasert oppdrettsanlegg vil helt klart knytte seg til de miljømessige forholdene; redusert forurensing til havet og en ende på problematikken rundt rømt oppdrettsfisk. Ulempene som blir trukket fram er at Norge mister sitt konkurransefortrinn til omverdenen med at de ikke får benyttet sin ideelle kyst for fiskeoppdrett, samt at dette vil kreve beslag på til dels store landarealer. Den største ulempen handler sist men ikke minst om penger, ett landbasert oppdrettsanlegg vil koste mer enn tilsvarende anlegg i sjøen. Grieg Seafood har beregnet en kostnadsanalyse som viser at en overgang fra sjø til land vil koste den norske oppdrettsbransjen samlet 110 MRD. NOK. Produksjonskostnadene er ved en slik overgang ventet å stige fra dagens 24,36 kroner pr. kilo til 31,09 kroner pr. kilo ved landproduksjon (Myrset, 2015). Det første norske landbaserte oppdrettsanlegget er allerede blitt påbegynt og entreprenørene bak tar sikte på å lage Europas største anlegg på land (Farstad, 2018).

2.3.4.2 Forskning

Andre innovative løsninger for å imøtekomme de miljømessige, så vel som økonomiske, utfordringer er steril fisk og utvikling av fôr. Steril fisk vil ikke påvirke viltbestandens genetikk, som vi skal gå inn på i neste delkapittel om miljømessige forhold. Fôrutviklingen gjort i de senere år har fokusert på å manipulere faktorer for å fremme avlsprosessen, eksempelvis få riktig temperatur og lysforhold. Det er også fremmet prosesser for fôrautomatisering for å både øke kvaliteten på fôret og for å optimalisere mengden, blant annet gjennom å senke fôrfaktoren som ble omtalt i kapittel 2.2.4, for å redusere miljøutslipp. Dette er områder det forskes på, men som ikke er integrert i næringen enda.

2.3.5 Miljømessige forhold

2.3.5.1 Forurensing

Som tidligere nevnt vil konsesjoner i oppdrettsnæringen begrense mengden fisk som produseres og videreforedles til enhver tid. Dette med tanke på å begrense påvirkningen fôrrester, ekskrementer fra fisken, kobber fra impregnerte nøter, samt utslipp av ulike kjemikalier og næringssalter har på det marine miljøet (Miljødirektoratet, 2017). Fôrrester som samler seg opp på bunnen under merdene har vist seg å bli et økende problem for villfisk som spiser restene. Pelletsfôret er produsert og tilpasset oppdrettslaksen, og kun den. Dette fører til at villfisken som spiser restene, typisk sei og pale, vil få bløtere kjøtt. Dette omtales som ubrukelig fangst av fritidsfiskerne (Hvamb, 2018). I dag regner en med at de norske lakseoppdrettene gir fra seg biologisk avfall tilsvarende kloakken til 17 millioner mennesker (Lakseeventyret, 2016) Denne type utslipp påvirker oksygeninnholdet i vannet. Ved et synkende oksygeninnhold påvirkes alge- og biomasseproduksjonen. Dette vil igjen ha en forsterkende effekt på vannets allerede synkende oksygeninnhold. Lavt oksygeninnhold vil gjøre det vanskelig for enkelte arter å overleve.

Tiltak for å redusere utslipp kan være knyttet til forbedringer av fôret, bedre oppsamling av utslipp og vannutskiftning. Det aktuelle regelverket i Norge, forurensningsloven og produktkontrollloven, regulerer hvilket fôr, biocider og andre produkter som tillates i næringen. I Norge renses ikke utslippene, men de fortynnes. Følgelig betyr det at utslippene ikke kan være større enn det naturen vil klare å omsette på egenhånd for å ivareta en bærekraftig oppdrettsnæring. Norsk oppdrettsnæring har, gjennom økt kunnskap, ført anleggene ut på dypere, mer åpne områder med god vannutskiftning (Miljøstatus, 2016). God vannutskiftning, herunder sterke havstrømmer, gjør at vannet fortynnes relativt raskt.

2.3.5.2 Sykdommer, virus og parasitter

Et vedvarende problem i oppdrettsnæringen er sykdommer, parasitter og virus. Disse miljømessige faktorene vil føre til høyere dødelighet blant fiskebestanden og dermed påvirke lønnsomheten til virksomhetenes drift. Samtidig vil smittefaren disse sykdommene er overfor havbruksnæringen utgjøre en betydelig risiko. Det finnes mange ulike former for slike påvirkninger. Det er lakselusen som har fått størst plass i media med omtale av negativ miljøpåvirkning for oppdrettsbransjen.

Parasitten «*gyrodactylus salaris*» utgjorde tidligere en stor trussel mot oppdrettsnæringen. Risikoen i Norge anses nå så lav at den nesten er eliminert (Miljødirektoratet, 2017).

Pankreassykdom (PD) er sykdommen som forårsaker de største skadene på planter i akvakulturanlegg etter at fisken har blitt sluppet ut i havet (Miljødirektoratet, 2017). Denne sykdommen ser ikke ut til å ha negativ påvirkning på villaksstammen. Et annet virus er Infeksiøs lakseanemi (ILAI Norge har det, siden 1993, forekommet gjennomsnittlig 10 utbrudd av ILA per år (Veterinærinstituttet, 2016). Disse utbruddene forekommer hovedsakelig hos atlantisk laks. Det har blitt bevist at ILA ikke har noen negativ påvirkning på villstammer. Likevel vil viruset potensielt kunne påføre fatale konsekvenser for store laksestammer og påføre store tap for oppdrettsvirksomhetene. Utbrudd av denne type har blitt rapportert fra de aller største aktørene innen kommersielt lakseoppdrett.

Det er *Lepeophtheirus salmonis*, bedre kjent som lakselus, som står for de store utfordringene for norsk akvakultur. Disse utgjør en alvorlig trussel mot villstammer av laksefisk, så vel som fisken i oppdrettsmerdene. Lusen spiser hud, slim og blod på fisken og påfører den åpne sår som omsider kan ha fatale konsekvenser for fisken (Veterinærinstituttet, u.d.). Lakselusen har tidligere blitt behandlet med store mengder antibiotika, men i senere år har bruken blitt redusert til et minimum da lakselusen har blitt svært motstandsdyktig mot denne typen medikamenter (Norges sjømatråd, 2017). Den norske oppdrettslaksen inneholder ingen helseskadelige rester av antibiotika. I stedet for å bruke antibiotika til å avluse laksen benyttes renseskald, hydrogenperoksid (H_2O_2) og varmebehandling. Renseskalden, leppefisk eller rognkjeks, spiser lusen av laksen (Veterinærinstituttet, u.d.). Hydrogenperoksid er i dag det mest benyttede kjemiske stoffet for bekjempelse av lakselus. Dette stoffet ble tidligere regnet som det mest miljøvennlige kjemiske stoffet for slik behandling. Stoffet skulle visstnok være veldig lett nedbrytelig. Stoffet ble derfor tidligere dumpet i havet etter bruk. Nyere forskning viser at hydrogenperoksidet er svært skadelig for reke- og skalldyrbestanden (Trana & Sae-Khow, 2018). Med over 120 000 tonn hydrogenperoksid dumpet i norsk farvann det siste året har dette gått hardt utover bestanden av reker. Oppdrettsnæringen er flere ganger blitt anmeldt for miljøkriminalitet av rekefiskerne. Påtalemyndighetene erkjenner at dette er miljøkriminalitet, men avstår fra straff, fordi dette er «vanlig praksis» (Lakseeventyret, 2016). Lakselusen kan som nevnt også gjennomgå varmebehandling. Spesialfartøy ankommer oppdrettsanleggene, bader fisken i 30 graders varmt vann i 30 sekunder for å få lakselusen til å slippe taket (Helgesen-Eide, 2016). Kritikken til denne behandlingsmetoden har vært knyttet til manglende dokumentasjon rundt fiskens velferd (Kvile, 2018).

Felles for alle sykdommene, virusene og parasittene er at det føres tett overvåkning og innrapportering til myndighetene om ulike forekomster fra de ulike virksomhetene

(Miljødirektoratet, 2017). Dette skaper naturlig nok økte kostnader knyttet til overvåking og forskning for de ulike oppdrettsselskapene.

2.3.5.3 Rømming av oppdrettsfisk

Til tross for iherdig fokus på rømming av oppdrettsfisk fra anlegg forekommer dette fremdeles. Utviklingen fra 2006 framover i tid har vært positiv. I 2006 rømte hele 921 000 laks, dette tallet har falt drastisk de seneste år. Fiskeridirektoratet anslår at antallet i 2018 vil være omtrent 114 360 rømte laks, dette innebærer en reduksjon på 89 prosent (Fiskeridirektoratet, 2018) Årsaker til rømming inkluderer teknisk svikt i anlegg, skade på nota og feil bruk av utstyr (Laksefakta, 2018). Ekstremvær vil også kunne forårsake skade og anleggshavari som kan føre til at fisken finner veien ut. Oppdrettsfisk som flykter fra merdene anses som en trussel for viltbestanden da den er ventet å påvirke viltbestandens genetik og habitat (Laksefakta, 2018). Det antas at flertallet av oppdrettsfisk ikke klarer å overleve på egenhånd, men en del av den rømte fisken vil kunne gå opp i elver og formere seg med villfisk. Samtidig er oppdrettsfisken en mulig sykdomsspreder. Det er ikke det at laksen står i fare for å bli utryddet, men at det vil medføre tap av genetisk bredde. Samtidig vil den også representere et økonomisk tap for virksomhetene i form av svinn.

2.3.6 Juridiske forhold

Fiskeri- og havbruksnæringen er strengt regulert av både nasjonal og internasjonal regulering. Siden produksjon, foredling og eksport foregår i mange forskjellige land må bransjen forholde seg til flere regelverk. Dette kommer av at produksjonen, så vel som sluttproduktet, skal foregå på en forsvarlig og bærekraftig måte. Det vil være grunnlag til å sanksjonere mot de virksomheter som begår brudd på det gjeldende regelverket. For å ikke lide økonomisk tap eller ødelegge omdømmet søker virksomhetene å innrette seg etter de gjeldende regelverk.

I Norge regulerer Akvakulturloven og enkelte andre forskrifter bransjen. Fokuset som fremmes av akvakulturloven er en lønnsom næring innenfor rammene av en bærekraftig utvikling. Akvakulturloven regulerer MTB per år. Dette kravet er under kritikk. I stedet for at det skal reguleres hvor mye fisk som til enhver tid kan stå i vannet ønskes det et mer fleksibelt system. Tilveksten av laks er større på høsten, og ved et mer fleksibelt system kan en altså sørge for å imøtekomme etterspørselen i markedet og kunne påvirke tilbudt mengde til en mer kostnadseffektiv måte. Dette har imidlertid ikke fått gjennomslag (Thonhaugen, 2017)

2.4 Avvik fra konkurrentene

Avvik fra konkurrentene kan resultere i konkurransefortrinn eller -ulemper.

Konkurransefortrinn defineres som effekten en oppnår ved å besitte og utnytte en ressurs eller en kompetanse som gir bedriften fordeler målt i konkurranse mot andre bedrifter (Barney, 2014). Avvikene fra konkurrentene vi finner blir videre omtalt som mulige konkurransefortrinn eller konkurranseulemper i den strategiske VRIO-analysen i kapittel 4.

Den største forskjellen mellom AUSS og de komparative selskapene i kapittel 2.2.6 og oppdrettsbransjen ellers er at AUSS også er svært store inne i pelagisk fiske. Dette fisket baserer seg ofte på bruk av trål og ulike former for not som blir fisket langt fra land og høyt oppe i vannsøylen. Typiske pelagiske fiskearter er; makrell, sild, brisling, anchoveta og andre ansjosarter. Som det ble nevnt i kapittel 2.1.1 fisker AUSS omlag 450 000 tonn pelagisk fisk i året og fabrikkene foredler omtrentlig 1,75 millioner tonn etter innkjøp, og AUSS er verdensledende innen dette virket også. Denne posisjonen har AUSS oppnådd ved horisontal diversifisering og oppkjøp. AUSS driver selv med pelagisk fiske, men den vesentligste andelen forekommer gjennom datterselskaper.

Det faktum at AUSS er svært diversifisert, med deltakelse i ulike deler av fiskerinæringen, gjør at AUSS er mindre utsatt for varierende priser i de ulike næringene. Diversifiseringen ser en også på den geografiske spredningen der AUSS har aktive fiskefartøy i ulike deler av verden, fra Sør Amerika til nord i Norge. Dette fører til at AUSS er mindre utsatt for eksterne påvirkninger fra området de opererer i. Til eksempel ble den Sør Amerikanske kysten rammet av værphenomenet «El Niño», dette førte til dårlige fangstvilkår i Peru. Naturlig nok ble dette en belastning for Austral Group, men konsernet i sin helhet klarte seg godt gjennom perioden. Dette var fordi selskapet var diversifisert og de nordligere avdelingen som ikke ble rammet av værphenomenet fremdeles kunne levere fangst som forventet. Siden AUSS opererer i ulike land vil de ikke være like avhengige av at hvert enkelt land gir maksimale kvoter hver eneste sesong. Selskapet har en klar profil med sikte på å diversifisere selskapsstruktur og produktspekter for å avgrense risiko vedrørende produktvolatilitet samt konjunkturer (Austevoll Seafood ASA, 2017).

Innen AUSS sitt oppdrettsvirke er det begrenset geografisk spredning. Dette kommer av at den mest ideelle plasseringen for oppdrettsselskaper er langs norske kysten. Dette kommer av det nordlige klimaet, de trygge, gode fjordarmer og en jevn tilførsel av tempererte strømmer fra Golfstrømmen. De store oppdrettsaktørene opererer her og likestiller konkurransen. Den

største fordelene ved oppdrettsbransjen vil være vertikal integrasjon av foredlingselskaper og andre selskaper som oppdrettsselskapene vil være avhengig av. Slakteri og foredlingsfabrikker er godt integrert i de fleste oppdrettsselskaper, men Marine Harvest har som eneste oppdrettsselskap startet egen fôrproduksjon. Dette vil være en fordel for dem og tilsvarende en ulempe for AUSS som ikke har egen fôrproduksjon, men dette er en gjenganger for den relative bransje siden dette foreløpig bare gjelder Marine Harvest. De nevnte konkurransefortrinnene vil vi diskutere videre i den ressursbaserte analysen i kapittel 4.2.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

Vi skal nå ta for oss noen av de ulike verdsettelsesteknikkene som kan benyttes for en verdsettelse av Austevoll Seafood ASA. Ulike faktorer som påvirker hvilken teknikk som passer best for å verdsette selskapet inkluderer bransjen selskapet opererer i, selskapets livsløpsfase og tilgangen på informasjon om selskapet. De ulike modellene gir supplerende perspektiver og anses derfor ikke som alternative modeller, men komplementære. Verdsettelsens siktemål er å finne verdien på egenkapitalen. Vi sammenligner den estimerte verdien med markedsverdien og får på denne måten svar på om selskapet er overpriset eller underpriset i markedet. Påliteligheten til en slik verdivurdering vil også kunne variere og det kan derfor være lurt å lese slike vurderinger med en sunn skepsis. Det kan oppstå menneskelige feil, påvirkninger, svakheter ved analysemetodene eller usikkerhet ved inputparameterne (Kaldestad & Møller, 2016).

Det finnes tre hovedteknikker for verdsettelsesvurdering av selskaper: fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering (Damodaran, 2012). Vi skal nå gå mer i dybden på hver av de før vi fastsetter en hovedteknikk som passer vårt selskap.

3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdivurdering baserer seg på analyser og tolkinger av grunnlaget for verdiskaping i selskapet. Denne metoden skaper derfor en grunnleggende forståelse for verdiskapingen som også blir benyttet i de andre metodene (Damodaran, 2012). Grunnlaget for verdien til en aksje baserer seg på verdien til framtidig verdiskaping og da i klareste form gjennom framtidig avkastning. Ved den fundamentale verdsettelsen blir derfor grunnlaget analysert for å kunne estimere den framtidige verdiskapingen. Dette gjøres ofte ved

framtidiregnskap som en prognose på framtidig avkastning. Ved hjelp av denne framtidige estimerte avkastningen kan man dermed verdsette selskapet for fremtiden. Den fundamentale verdsettelsesmetoden går gjennom fem steg. Første steg omtaler viktig bakgrunnsinformasjon for både selskap og bransje gjennom en kvalitativ strategisk analyse. Andre steg ser på selskapets tilstand gjennom en kvantitativ strategisk regnskapsanalyse. Det tredje steget estimerer fremtiden for selskapet ved å produsere et framtidiregnskap, -avkastning, -krav og -kontantstrøm basert på de to analysene i steg en og to. I steg fire diskonteres de framtidige kontantstrømmene og av dette utarbeides et fundamentalt verdiestimat. I femte, og siste, steg fastsettes en handlingsstrategi basert på analysene og verdiestimatet i de tidligere stegene (Penman, 2013).

Fundamental verdsettelse omfatter to metoder: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Forskjellen på disse ligger i hva verdsettelsen baseres på, egenkapitalen eller selskapskapitalen. Kontantstrømmer og avkastning med tilhørende krav påvirkes av hvilken kapital en tar utgangspunkt i. Likevel vil en ved å benytte begge metodene, gitt at en benytter samme forutsetninger og riktig inndata, komme fram til samme verdiestimat. Fundamental verdivurdering tar for seg selskapet og bransjen det opererer i og gir en grundig helhetsvurdering. Denne formen er derfor å foretrekke for voksne, utviklede selskaper med historisk data. For yngre selskaper i en oppstarts- eller oppbyggingsfase kan en med denne metoden støte på problemer med å finne historiske eller relevante tall for å utvikle framtidspregninger (Damodaran, 2012). Lignende problemer kan oppstå ved vurdering av selskap som opererer i bransjer med veldig varierende utfordringer fra år til år. Disse utfordringene vil typisk være svingninger i markedet med tanke på pris og etterspørsel, sykdom eller diverse uforutsette hendelser. Oppdrettsbransjen er et klart eksempel på en slik bransje som møter på slike utfordringer. For selskaper som opererer i en slik bransje kan det være problematisk å finne relevante historiske tall for framtidige prognoser. Løsningen ligger i å normalisere regnskapene med uforutsette svingninger. Normaliseringen er likevel ikke uproblematisk da den reduserer troverdigheten til det endelige verdiestimatet. Likevel vil den fundamentale verdsettelsen ta for seg grunnlaget til analysen og gir grobunn for at leseren gjøre seg opp egne tanker, noe som er med på å øke troverdigheten til estimatet.

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er den mest benyttede metoden og baserer seg på sammenligning med komparative eller sammenlignbare selskaper. Denne metoden ser på hvordan andre lignende selskaper har verdsatt sine verdier. Utfordringer ved denne metoden er at en er

avhengig av at markedsprisene er riktig estimert. Hvis det mot formodning skulle oppstå en kunstig markedspris går dette utover det endelige verdiestimatet (Damodaran, 2012). Komparativ verdivurdering deles inn i to ulike metoder, den direkte og den indirekte metoden, i det følgende omtalt som henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

3.2.1 Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen baserer verdiestimatet på en utregning ved hjelp av multiplikatorer. Multiplikatorene er ofte normalisert til den spesifikke bransjen og typiske multiplikatorer som benyttes i praksis kan være «Price/Book value» og «Price/Earnings» (Kaldestad & Møller, 2016). Verdsettingen baserer seg på utregninger fra regnskapslinjene sammen med en passende multiplikator, for så å sammenligne med tilsvarende selskaper for å estimere den endelige verdivurderingen. Multiplikatormodellen er en enkel, rask og kostnadseffektiv metode for verdivurdering. Utfordringene knytter seg til sammenligningen da ingen selskaper i teorien er sammenlignbare. I utgangspunktet er selskaper som er notert på børs ikke sammenlignbare med selskaper som ikke er det. Dette kommer av at selskapsstruktur og -sammensetning, samt størrelse vil kunne være vidt forskjellig fra selskap til selskap. Modellen er også særdeles følsom overfor svingninger i aksjemarkedet. Det kan likevel gjøres tilpasninger med justeringer, men dette vil gå på bekostning av verdiestimatets troverdighet.

3.2.2 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen baserer seg på verdivurdering etter markedsverdi for alle eiendeler fratrukket all rentebærende gjeld og framtidig utsatt skatt. Dette forutsetter at en har informasjon om alle eiendeler og gjeld i selskapet. Substansverdien, som da er nettoverdien av den nevnte utregningen, blir et estimat på selskapets egenkapital. Eiendelene verdsettes til antatt salgsverdi, det vil si den observerte salgsprisen i markedet. Substansverdimodellen er ikke å anbefale for selskaper med store mengder immaterielle eiendeler da disse er vanskelig å fastsette en antatt salgsverdi på (Damodaran, 2012). Dette er tilfellet i selskaper i oppdrettsbransjen da selskapene ofte har store verdier knyttet til biologiske eiendeler.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse baserer seg på verdien av selskapets opsjoner. Opsjoner gir selskapets aksjonærer rett til å kjøpe, investere eller selge en gjenstand til en forhåndsbestemt

pris. Dette er en rett og ikke en plikt, så beslutningen er selskapets aksjonærer sin avgjørelse. Verdien av fleksibiliteten ved slike realopsjoner det er knyttet større usikkerhet for framtiden til blir ofte undervurdert ved ordinere verdsettelsesteknikker (Kaldestad & Møller, 2016). En slik realopsjon gir muligheter og fleksibilitet, for eksempel gjennom større interne endringer med redusert risiko. Opsjonsbasert verdivurdering blir oftest benyttet som en utfyllende verdivurdering til den fundamentale verdivurderingsmetoden. Da tar en utgangspunkt i det fundamentale resultatet og legger til for verdien av fleksibiliteten en finner i den opsjonsbaserte verdien (Knivsflå, 2018). Opsjonsbasert verdivurdering er godt egnet for selskaper som besitter rettigheter, prosjekter, patenter eller større utvikling i enkelte avdelinger (Kaldestad & Møller, 2016). Denne type verdivurdering er spesielt nyttig i tilfeller der eiendelen har en annen verdi enn verdien knyttet til den framtidige kontantstrømmen (Damodaran, 2012). Opsjonsbasert verdsettelsesteknikk vil være mindre passende for selskaper i stabile bransjer uten store endringer. Det kan også være utfordrende å finne verdien på fleksibiliteten en opsjon tilbyr siden den ikke blir omsatt i et åpent marked slik ordinære varer blir. Opsjonsbasert verdsettelsesteknikk vil være mindre egnet og gi en begrenset verdi for oppdrettsbransjen da konsesjoner, som er høyst aktuelt i bransjen, ofte er regnet som fullt utnyttet.

3.4 Valg av verdsettelsesteknikk

I omtalen om de ulike verdsettelsesteknikkene ble det belyst hvilke teknikker som var best egnet for selskaper i enkelte bransjer, stadium i livssyklusen og tilhørende tidsperspektiv, og tilgangen på informasjon. Selskaper som ikke er notert på børs kan for eksempel gi begrensninger på tilgjengelig informasjon. Alle verdivurderingsteknikker tar utgangspunkt i den fundamentale metoden, denne metoden er også godt egnet for verdsettelse av aksjer. Denne metoden er svært sensitiv for vurderingene en gjør opp mot resultatet og blir av den grunn benyttet mindre i praksis. Metoden er samtidig svært tids- og arbeidskrevende (Kaldestad & Møller, 2016). Som nevnt er det svært ulike krav til informasjonsbehovet til de ulike metodene. Den fundamentale metoden har behov for en del historisk informasjon, og det kan derfor være en avgjørende faktor om selskapet er børsnotert eller ei. Selskaper som ikke er notert på børs har ofte en enkel og grei historisk informasjon, men denne kan være vanskelig å få tilgang til. Heldigvis er det ofte tilstrekkelig med den informasjonen en finner i årsregnskapet. De børsnoterte selskapene gir som kjent mye bedre offentlig informasjon til bruk i verdsettelsen, noe som gir de børsnoterte selskapene en fordel ved benyttelse av den fundamentale verdsettelsesteknikken. Dette taler for at vi skal benytte den fundamentale metoden siden AUSS er notert på børs. Den historiske informasjonen det vil være behov for

vil i betryggende grad være tilgjengelig. Dette ser vi gjennom introduksjonskapittelet i kapittel 2 at de tilgjengelige årsrapportene har gitt en tilfredsstillende informasjonsmengde.

Den komparative verdsettelsen har også behov for tilgjengelig informasjon, men da også fra sammenlignbare selskaper. Substansverdimodellen baserer seg som sagt på estimert salgspris for eiendelene. Metoden beskrives på enklest måte ved spørsmålet; «Hva blir verdien på selskapet dersom man selger alle eiendelen?» (Kaldestad & Møller, 2016). Denne metoden passer dermed glimrende for selskap som skal restrukturere eller avvikle driften. AUSS har ingen kjente planer om verken restrukturering eller avvikling. Det virker også svært usannsynlig at de skal måtte likvidere i nær framtid. Substansmodellen treffer også på problemer der verdien av sammenlignbare eiendeler er vanskelig å estimere (Kaldestad & Møller, 2016). I vårt tilfelle hvor vi skal se på oppdrettsnæringen kan det være utfordrende å finne verdien på de sammenlignbare verdigjenstandene. Dette fordi det meste av verdien i et oppdrettsanlegg er selve oppdrettsanlegget, konsesjonene og de biologiske eiendelene. Substansmodellen anses derfor å være uegnet for vår bransje.

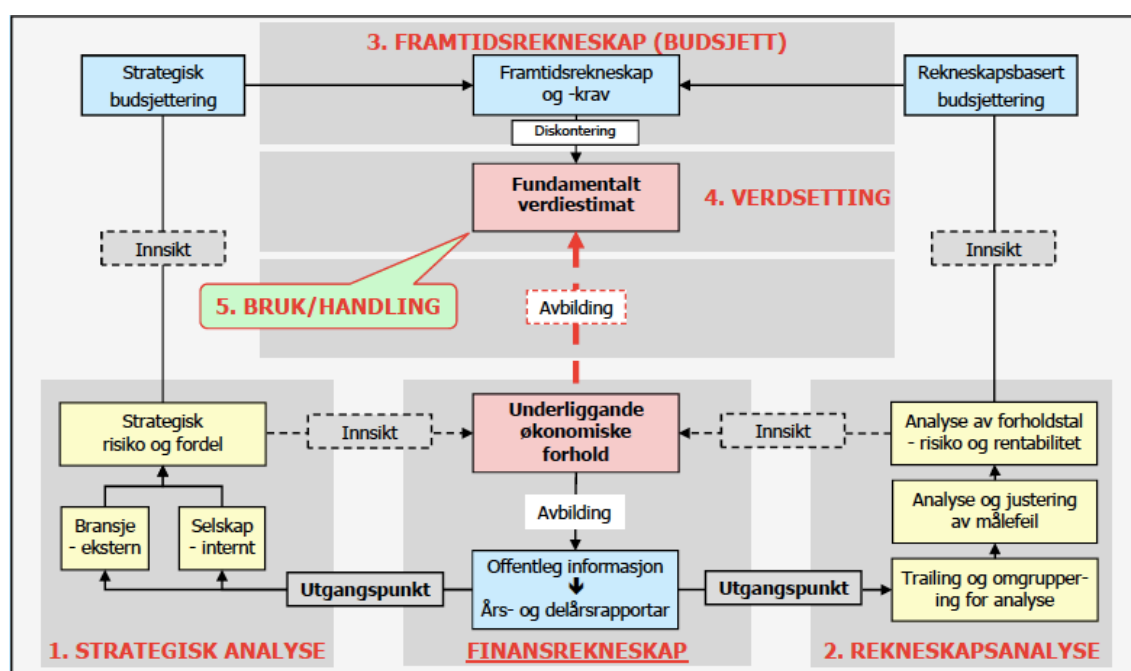
Multiplikatormodellen er en enkel og rask form for verdsettelse og benyttes følgelig ofte. Modellen er lite tidkrevende og krever minimalt med informasjon. Dette er fordeler som taler for å benytte metoden, men ulempene som medfølger knytter seg til at den er lettpåvirkelig av både markedssituasjonen og input fra analytikeren. Dette gir svekket troverdighet. Metoden er også noe mer unøyaktig enn den fundamentale verdivurderingen (Knivsflå, 2018). Multiplikatormodellen kan gi et godt bilde på markedssituasjonen per nå, men den er noe svakere på framtidige estimater (Damodaran, 2012). Da modellen vanskelig kan gi gode framtidige estimater vil den være bedre egnet som en supplerende modell sammen med den fundamentale verdsettelsen.

Opsjonsbasert verdivurdering passer best til selskaper med få sammenlignbare eller komparative selskaper. Denne verdsettelsen kan også passe til selskaper som opplever større svingninger med en usikker framtid som de forsøker å sikre ved benyttelse av opsjoner. Dette kan være typisk et nyetablert selskap som har en usikker vekstperiode foran seg. Som vi tidligere har gått inn på har AUSS nylig levert sitt beste kvartal noen sinne og resultatene ser ut til å bli mer og mer stabile, dette gir oss signaler om at AUSS er et modent selskap. Dette tyder på at den opsjonsbaserte metoden ikke er den best egnede.

På bakgrunn av gjennomgangen av de ulike verdsettelse teknikkene ser vi at det er to metoder som skiller seg ut. Det er den fundamentale og den komparative verdsettelsen med multiplikatormetoden. Siden de to teknikkene er forskjellige med tanke på innsats og grundighet vil det være naturlig å begynne med den fundamentale verdsettelsen som hovedteknikk for så å benytte den komparative som en supplerende analyse for å dekke de uklarheter den fundamentale verdsettelsen etterlater. Den supplerende analysen vil vi utdype og gjennomføre i kapittel 12.

3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Rammeverket til den fundamentale verdsettelsen består av fem punkter (Penman, 2013; Palepu, et al., 2013). Figur 3.1 illustrerer sammenhengen mellom disse.



Figur 3.1 Rammeverket for den fundamentale verdsettelsen (Knivsfå, 2018)

Steg 1 - Strategisk analyse

En forutsetning for å kunne avgi en god verdivurdering er at en kjenner selskapet og bransjen en skal vurdere (Penman, 2013). Verdivurderingen starter med en kvalitativ strategisk analyse bestående av en eksternt bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse (Knivsfå, 2018). Formålet med disse analysene er å opparbeide seg en ytterligere forståelse for selskapets og bransjens underliggende økonomiske forhold, eventuelt oppdage forskjeller mellom selskapet og bransjenormen. Man må forstå de underliggende forretningene for å kunne bedre forståelsen for selskapets handlinger.

Steg 2 - Regnskapsanalyse

Neste steg ved verddivurderingen baserer seg på en kvantitativ strategisk regnskapsanalyse. En slik analyse baserer seg på informasjon tilgjengelig fra årsregnskaper eller kvartalsregnskap. Denne analysen vil da avdekke selskapets økonomiske utvikling. For årets regnskap kan det være nødvendig å utarbeide et trailing-regnskap basert på kvartalsregnskaper. Når historiske regnskap og manglende årsregnskap er ferdig traillet gjøres det klart for omgruppering før analysering. Dette gjøres for å skille mellom driftsrelaterte og finansrelaterte tall, samt gjøre regnskapet mer investororientert. Regnskapsanalysen og den strategiske analysen blir gjerne utarbeidet parallelt. Disse vil gi en indikator på en eventuell strategisk fordel eller ulempe og om den knytter seg til driften eller finansieringen i selskapet.

Steg 3 - Framtidsregnskap

Videre i verdsettelsen blir det produsert et framtidsregnskap for å skape et estimat på hvordan selskapet vil prestere i fremtiden. Dette for å kunne utarbeide et estimert avkastningskrav etter framtidsregnskapet og framtidskontantstrømmene. Disse tallestimatene baserer seg på analyseresultatene fra de to første stegene. Dette strekker seg framover i tid til selskapet når «steady state», en tilstand hvor selskapets resultater flater ut og normaliserer seg.

Steg 4 - Verdsettelse

Basert på den budsjetterte fremtiden med framtidsregnskap og framtidskrav kan vi starte med den konkrete verdsettelsen. Siden vi valgte fundamental verdsettelse kan dette som tidligere nevnt gjøres på to metoder, egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden. Begge metodene baserer seg på diskontering av verdiene i henholdsvis egenkapitalen eller hele selskapet med fratrukk for verdien på gjeld og minoriteter for å finne verdien av egenkapitalen til riktig tidsperiode. Deretter blir verdien i framtidsregnskapet med tilhørende krav omregnet til en verdibasert aksjekurs.

Steg 5 - Handling

Under verdsettelsen i foregående steg oppnår vi et konkret verdiestimat, men svakheten til dette estimatet er at det inneholder noe usikkerhet. Man bør derfor foreta en videre analyse av usikkerheten til resultatet (Knivsflå, 2018). Da ser vi på hvordan resultatet påvirkes av de forskjellige input i tidligere analyser, dette for å erfare hvor sensitivt resultatet er og likeså få en pekepinn på usikkerheten knyttet til estimatet. Vi gjør oss også opp en tanke om hvordan selskapets konkursrisiko er tatt hensyn til i verddivurderingen. Etter alle disse vurderinger er

foretatt vil vi sammenligne vårt endelige verdiestimat med børskursen og legge fram en handlingsstrategi.

4 Strategisk analyse

Strategi omhandler «overordnede beslutninger og handlinger som berører organisasjonen som helhet» (Knudsen, 2005). Virksomhetens strategi vil også si noe om dens ønskede posisjon i markedene, utformingen av virksomhetens verdiskapningssystem og dens langsiktige utvikling. Da strategiske beslutninger kan ha betydelige konsekvenser for en virksomhet er det knyttet betydelig risiko til virksomhetens strategiske valg. I så henseende kan strategi benyttes som et styringsverktøy for å manøvrere selskapet i en unik posisjon (Knivsflå, 2018). Med en unik posisjon menes selskapets evne til å generere en strategisk fordel. En positiv strategisk fordel finnes der rentabiliteten til selskapets kapital er større enn avkastningskravet til nevnte kapital.

Ved å gjennomføre en strategisk analyse vil en få kvalitativ innsikt i de underliggende økonomiske forhold som foreligger for både bransje og selskap. Hensikten med analysen er å avdekke eksterne, så vel som interne, faktorer som spiller inn på AUSS sine underliggende økonomiske forhold, og vil danne et grunnlag for å vurdere selskapets strategiske risiko.

Utgangspunktet for analysene er offentlig tilgjengelig informasjon. Denne informasjonen vil benyttes i en ekstern bransjeorientert analyse og i en intern ressursbasert analyse, disse analysene vil til sammen representere selskapets strategiske fordel. Ved å benytte analyseverktøy som PESTEL, Porteranalyse, VRIO-analyse og SWOT-analyse skal bransjens og selskapets posisjon, framtidsutsikter og utfordringer belyses. Analysen i dette kapittel vil i sin helhet baseres på de makroforhold som ble presentert i kapittel 2.3 og de bransjespesifikke forhold som ble presentert i kapittel 2.2.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen tar sikte på å belyse de makroforhold som er felles for alle virksomheter i bransjen. Analysene vil kunne avdekke konkurransekraftene og eventuelle muligheter og trusler bransjen står overfor. Det vil foreligge en bransjeorientert strategisk fordel hvis bransjens rentabilitet er større enn kravet, og tilsvarende en bransjeorientert strategisk ulempe hvis rentabiliteten er lavere enn kravet. For å vurdere om det foreligger en strategisk fordel i bransjen benyttes PESTEL-analyse og Porteranalyse.

4.1.1 PESTEL-analyse

I en PESTEL-analyse vil en søke å kartlegge og analysere de makroforhold som vil påvirke bransjens rammevilkår. PESTEL er et akronym bestående av seks bokstaver, som henholdsvis representerer seks ulike forhold: Politiske (Political), Økonomiske (Economic), Sosio-kulturelle (Socio-cultural), Teknologiske (Technological), Miljømessige (Ecologic), og Juridiske (Legal) forhold (Knudsen, 2005). Flere av faktorene går inn i hverandre. Til eksempel vil de politiske forhold være avgjørende for lovgivning, de juridiske forhold, på de fleste områder. Under er de forøvrig forsøkt drøftet adskilt. De faktorene som er drøftet i denne PESTEL-analysen er hentet fra de makroøkonomiske forholdene i kapittel 2.3.

4.1.1.1 Politiske forhold

4.1.1.1.1 Konsesjoner og kvotebegrensninger

Fiskeoppdrett er som nevnt i kapittel 2.3.1, strengt regulert av konsesjoner og kvoter. Bransjens økende behov for en streng offentlig forvaltning skyldes i stor grad de biologiske utfordringer den står overfor. Myndighetene legger til rette for en oppdrettsnæring i særdeles ambisiøs vekst. Utdeling av grønne konsesjoner er et godt eksempel på dette. Myndighetene oppfordrer bransjen til å utvikle driftsmåter og teknologiske løsninger som skal imøtekomme de biologiske utfordringene bransjen står overfor, omtalt i kapittel 2.3.5. Denne type regulering vil kunne sette begrensninger for bransjens vekst med tanke på produksjonsvolum. Dette fordi konsesjonene og kvotene regulerer MTB og omfanget av fangsten til enhver tid. Likevel er konsesjonene og kvotebegrensningene essensielle for bransjens lønnsomhet da de bidrar til en bærekraftig vekst og utvikling, samt bidrar til en sunn forvaltning av ressurser. Konsesjonene vil sørge for at det blir vanskelig for nye aktører å entre markedet da konsesjonene representerer et betydelig hinder for nyetablering. Dette vil omtales videre i Porteranalysen i kapittel 4.1.2. Norske myndigheter har også lempet begrensningene som tidligere var på eierforhold i bransjen. Dette tillater en og samme aktør til å kjøpe opp konkurrenter i samme bransje og da vokse gjennom konsolidering.

Myndighetene i Peru og Chile setter kvotene for pelagisk fiske i forkant av den enkelte sesong. Dette byr på utfordringer for den pelagiske bransjen da produksjonen kan variere fra sesong til sesong, og for langsiktig budsjetteringsformål er dette lite forenlig.

Produksjonsvolumet vil variere etter de fangstforhold som foreligger i den enkelte sesong. Det vil si den biomasse som finnes i havområdene som reguleres av den respektive kvoten. Tiltak for å redusere den risiko produksjonssvingningene representerer vil være å diversifisere sitt virke med tanke på både lokasjon og fiskeart, noe AUSS har gjort.

4.1.1.1.2 Handelspartnere

Politisk uro og diverse handelshindringer vil på lengre sikt innvirke på bransjens lønnsomhet da mesteparten av bransjens produkter eksporteres til andre markeder. Dette så vi i figur 2.5 hvor Norges sjømatråd hadde utviklet en prisprognose ut fra hvordan handelskonfliktene med Russland og Kina utvikler seg. Svak markedstilgang, eksemplifisert med høye tollmurer, eller manglende tilgang, som en per tid opplever inn mot det russiske marked, vil slå negativt ut for bransjens avkastning. Kompleksiteten i handelen med Kina ser ut til å avta for norsk næringsliv. Norsk lakseeksport til Kina er i frammarsj. Gode distribusjonsmuligheter og effektiv infrastruktur blir viktig for bransjen når de, atter en gang, skal etablere seg i et framvoksende marked. Samarbeidet med EU, som er det største eksportmarkedet for norsk sjømat, er særdeles viktig for Norge. Jevnlige møter mellom avtalepartene med samtaler og forhandlinger om kvoter, kontroll og forvaltningsplaner gir gode indikasjoner på stabiliteten i handelsavtalene. Likevel er utfallet av et «BREXIT» uavklart. Følgene av et «BREXIT» for Storbritannia og dets handelspartnere, herunder Norge, vil være at nye handelsavtaler må utarbeides. En viss usikkerhet relaterer seg til kjøpekraften ved et valutafall for pundet.

4.1.1.2 Økonomiske forhold

4.1.1.2.1 Prisendringer

Som nevnt i kapittel 2.3.2 er prisen knyttet direkte til tilbud og etterspørsel i markedet. På kort sikt er det vanskelig å øke tilbudet da dette reguleres av konsesjoner og produksjonssyklus i oppdrettsnæringen og kvoter og fangstforhold i fiskerinæringen. Miljø og andre klimatiske utfordringer vil innvirke på lakseprisen. På lengre sikt vil økende produksjon og tilsvarende forhold presse ned prisen. På samme måte vil en øka pris redusere etterspørselen. Lave sjøtemperaturer, sykdom og rømming fører til lavere vekst og mindre slaktevekt. På samme tid vil økte produksjonskostnader, gjerne gjennom fôrkostnader, true bransjens inntjeningsevne og fortjenestemargin.

Til prisendringene knyttes høy risiko, og følgelig stiller dette krav til bransjens finansiering. Selskapene må være finansiert på en slik måte at de kan tåle lengre perioder med reduserte priser og/eller økte produksjonskostnader.

4.1.1.2.2 Rentenivå

Prognosene til Norges Bank, illustrert i Figur 2.8, tilsier at det vil bli relativt dyrere rentekostnader knyttet til langsiktig gjeld. Ser en til prognosene vil det altså være knyttet større risiko til de selskaper som i større grad er eksponert for høy gjeldsfinansiering. En

løsning for å i mindre grad eksponeres for risikoen, som ser ut til å gå igjen hos selskaper i bransjen, er å sikre renten med såkalte rentebytteavtaler, eller «renteswap». Disse avtalene sikrer en forutsigbarhet rundt framtidige rentekostnader litt på samme måte som en fastrenteavtale. Til slike avtaler vil det ofte følge lånebetingelser, såkalte «covenants» og et typisk eksempel er krav til egenkapital eller gjeldsbetjeningsevne. Hvis selskapet går i brudd med bankens lånebetingelser vil det potensielt kunne føre til at banken krever full innbetaling. AUSS har per 2.kvartal fastrentekontrakter for omtrent 25% av den rentebærende gjelden (Austevoll Seafood ASA, 2018).

Eksposeringen for risikoen som følger rentenivået vurderes og AUSS har, som flere andre aktører i samme bransje, økt sin størrelsesorden hva angår fastrenteavtaler den siste tiden. På kort sikt vil dette ofte medføre økte rentekostnader, men på lengre sikt vil det gi finansiell forutsigbarhet. Fastrenteavtalene vil også i en viss grad ha påvirkning på selskapets lønnsomhet.

4.1.1.2.3 Valutarisiko

På kort sikt søker virksomhetene å redusere risikoen knyttet til valutafluktasjoner ved å benytte seg av terminkontrakter, såkalte sikringsderivater. Enda et tiltak for å redusere risikoen knyttet til eksponeringen mot valutafluktasjon vil være å tilpasse den finansielle plasseringen i forhold til inntjening i samme valuta. Dette kan gjøres gjennom såkalte flervalutakreditter. Dette virker å være gjennomgående hos alle selskapene i den relative bransje.

4.1.1.3 Sosio-kulturelle forhold

Av sosio-kulturelle forhold som er verdt å nevne omtales befolkningsveksten. I kapittel 2.3.3 ble det nevnt at befolkningsveksten vil øke helt fram til den når sin «steady state» i år 2100. Behovet etter protein-, og matkilder øker framover. Det er en rimelig antakelse å anta at vekstfaktoren knyttet til produksjon og salg av fisk, herunder laks, til en viss grad vil følge takten til befolkningsveksten.

4.1.1.4 Teknologiske forhold

Fiskeri- og havnæringen utfordres av stadige krav til kostnadseffektiv og bærekraftig utvikling. De ulike interessentene – eierne, myndighetene og samfunnet for øvrig – stiller ulike krav. Eierne stiller krav til avkastning på investert kapital, myndighetene og samfunnet ønsker at virksomhetene skal holde tritt med de reguleringer satt med hensyn til bærekraftig

utvikling og samfunnsoptimal utnyttelse. Dette søker virksomhetene å imøtekomme gjennom forskning, utvikling og innovasjon. Norske myndigheter bidrar til å rette fokuset mot bærekraftige løsninger. Grønne utviklingskonsesjoner og andre støttende tiltak har blitt tildelt de virksomheter som søker å redusere miljøskadelige utslipp og sykdommer, dette kommer i sammenheng med de miljømessige forholdene i analysen.

Det viktigste teknologiske framskrittet for å redusere miljøpåvirkning er landbaserte anlegg som vi introduserte i kapittel 2.3.4. Anleggene vil ikke rammes av konsesjonsbegrensninger da de ikke vil ha samme påvirkning på det marine miljøet, eksempelvis reduseres problematikken med lakselus og -rømming (Myrset, 2015). Med disse anleggene vil en kunne komme nærmere de markedene en eksporterer til og kunne øke kapasiteten utover det konsesjonene ville begrenset. Denne teknologiske utviklingen anses mer som et middel til å imøtekomme de miljømessige krav, enn en økonomisk gevinst, som omtalt i kapittel 2.3.4.

De første landbaserte fiskeoppdrettsanleggene er påbegynt, men det er likevel ikke stort utbredt da det kan virke som det er en underliggende skepsis i bransjen. AUSS har ingen offentlige planer om landbasert oppdrett i nær framtid.

4.1.1.5 Miljømessige forhold

Det knyttes betydelig økonomisk risiko og omdømmerisiko til sykdommer, virus, parasitter, miljøutslipp og rømming i denne bransjen. Disse forhold, som er omtalt i kapittel 2.3.5, er forhold som i stor grad påvirker fiskeri- og havnæringen. Disse miljømessige forhold vil kunne påføre virksomhetene i bransjen store miljøbøter og svekket omdømme. Regjeringens satsingsområder, siden de ble lansert i 2009, har vært genetisk påvirkning og rømming, forurensning, sykdom, arealbruk og fôrressurser (Laksefakta, 2018).

Myndighetene og næringen ønsker å minimere rømming for å unngå at viltbestanden skal påvirkes. Dette er blitt søkt oppnådd med strengere regulering med tanke på bedre rutiner og opplæring, erfaringsutveksling mellom næringsaktører og forskere, krav til økt beredskap og forbedring av utstyr, kontroll og krav til sertifisering av anlegg, og økt forskningsinnsats (Laksefakta, 2018).

Selskapene, så vel som deres interessenter, har mye å vinne på å adressere regjeringens satsingsområder. For å redusere miljøutslippene har myndighetene innført forurensningstiltak. Det stilles blant annet strenge krav til økt overvåking og utbedring av

føringsrutiner. Et økt fokus på denne type rutiner vil medføre mindre svinn og miljøutslipp. Den siste tiden har det vært større mediasaker om oppdrettsnæringens miljøpåvirkning. Disse tar for seg villfiskens påvirkning av både rømt oppdrettsfisk og pellets som spres i norske fjorder. Fôr som ikke blir spist av oppdrettsfisken i merdene samler seg på bunnen under merdene. Dette omtales som et mat-eldorado for villfisken. Som nevnt i kapittel 2.3.5 er det typisk pale og sei som beiter på disse avfallsstedene. Fôret er spesialtilpasset oppdrettsfisken og har en negativ påvirkning på villfisken. Dette fører blant annet til kunstig feit villfisk med bløtt og udelikat kjøtt som ikke egner seg som matfisk.

Om bransjen får kontroll på slike miljøproblemer, reduserer sykdomsutbrudd og rømming, vil dette medføre lavere svinn og derav lavere produksjonskostnader for virksomhetene. Selskaper som jobber inn mot disse miljøproblemene vil kunne nyte godt av det i form av lavere omdømmerisiko.

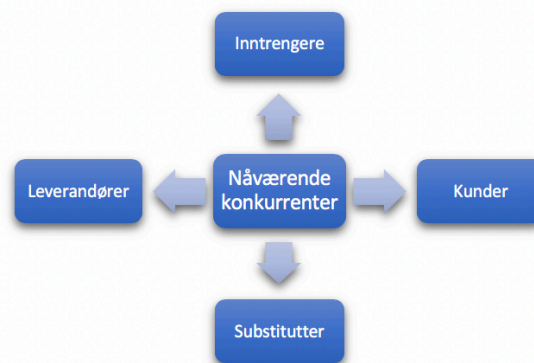
4.1.1.6 Juridiske forhold

Som det framgikk i kapittel 2.3.6 er det varierende, men strenge reglementer over hele verden knyttet til det å drive med oppdrett. Dette er med rette for å kunne ivareta de miljømessige kravene samt kunne foreta en forsvarlig bærekraftig utnyttelse og kunne begrense det økonomiske uttaket for privatpersoner. AUSS, som opererer i det norske oppdrettsmarkedet, må forholde seg til akvakulturloven med tilhørende forskrifter. Fokuset i akvakulturloven er på å ha et lønnsomt uttak innenfor en bærekraftig ramme. Dette gjøres ved at rettighetene knyttet til de ulike oppdrettslokasjonene har en maksimal mengde på hvor mye biomasse som kan stå i merdene til enhver tid. Som alle andre oppdrettsselskaper som opererer på norsk sokkel må AUSS forholde seg til begrensningene knyttet til MTB, omtalt i kapittel 2.3.6. AUSS, som gjennom sine datterselskaper også er eksponert i andre land, besitter en fordel i den forstand at de ikke er like utsatt for juridiske forhold i et annet land.

4.1.2 Porteranalyse

Den tradisjonelle markedsteori ser det viktig å undersøke betingelsene for at markeder skal fungere optimalt. Dette vendes på mange måter opp ned i femkreftermodellen, ofte omtalt som Porteranalyse. Porter tok opp hvordan en virksomhet kunne skaffe seg en dominerende posisjon, ved hjelp av en god posisjoneringsstrategi. Dette kan gjøres enten på kostnadssiden eller i utformingen av produktet eller tjenesten (Knudsen, 2005, p. 94).

Porteranalyse undersøker fem ulike konkurransekrefter som potensielt kan utgjøre en trussel mot bransjens evne til å opprettholde en strategisk fordel. Bransjen kan imidlertid nøytralisere disse truslene gjennom strategiske tiltak, omtalt som «muligheter». Bransjefordelen øker i framtiden dersom bransjen har muligheter – og tilsvarende minker den dersom bransjen står overfor trusler i miljøet eller i bransjen selv. I figur 4.1 er de fem faktorene Porter mente påvirket konkurransekraften. Disse vil bli omtalt hver for seg i den videre drøftelse med en helhetlig vurdering til slutt. De bransjespesifikke faktorene som diskuteres i denne analysen er hentet fra kapittel 2.2 og 2.3.



Figur 4.1 Porters femkreftermodell (Knudsen, 2005)

4.1.2.1 Intern rivalisering – nåværende konkurrenter

Forholdet til konkurrentene, eller «nåværende konkurrenter» som illustrert i figur 4.1, undersøker konkurransestrukturen, eller intensiteten, i bransjen blant etablerte aktører (Knudsen, 2005, p. 95). Faktorer som spiller inn er antall aktører og størrelsen på disse, vekstpotensialet i markedet, kapitalinvesteringer, produktdifferensiering og exit-barrierer.

I relasjon til konkurrenter vil man oppleve en kamp om markedsposisjon og -andel. Markedsøkonomisk sett vil den mest effektive situasjonen være i et marked med mange små konkurrenter (Knudsen, 2005, p. 95). Dette vil tillate de sterkeste konkurrentene å gjennomføre en viss grad av sanering av bransjen, gjennom flere oppkjøp av andre aktører. Dette kan resultere i stordriftsfordeler. Dette har vært tilfellet for de få, store aktørene som allerede er etablert. I kapittel 2.2.2 ble det nevnt en viss oppmykning av de begrensninger som tidligere lå på eiersiden i oppdrettsbransjen. Etter lempning av begrensningene har bransjen vært preget av oppkjøp, i både vertikal og horisontal retning. Dette er i stor grad en konsekvens av den begrensning konsesjonene har for vekstmulighetene i bransjen.

Store investeringer av kapital har gjort det enklere for aktører å beholde markedsandeler, men samtidig gir store investeringer økt sårbarhet for variasjoner i etterspørselen. Det ble i kapittel 2.3.2 nevnt at lakseprisen følger tilbud og etterspørsel i markedet og at virksomhetene er pristakere i markedet. Markedsetterspørselen styrer, mer eller mindre, prisen. En betydelig produkt differensiering vil kunne føre til redusert priskonkurranse. Da selskapene opererer i et marked med særdeles homogene produkter er dette ikke tilfellet. Lakseprisen er ikke lett påvirkelig.

Bransjen for havbruk og fiskeri er i en moden fase med moderat vekst. Etterspørselsveksten har imidlertid medført at virksomhetene har kunnet imøtekomme økt etterspørsel uten å ta betydelige markedsandeler fra konkurrenter. Økt antall konsesjoner, grønne konsesjoner, og økt MTB-grense trekkes fram som grunner til bransjens videre vekst. Hvis bransjen skulle møte en stagnasjon i etterspørsel - og følgelig en lavere pris - vil markedet møte en større intern konkurranse.

Forholdet til konkurrentene og den trussel dette utgjør anses per tid å være moderat.

4.1.2.2 Forhandlingsmakt hos kunder

Trusselen knyttet til forholdet til kunden er dens mulighet til å påvirke pris eller betingelser. Dette vil kunne innvirke på lønnsomheten i bransjen. Den underliggende, militære logikken tilsier at jo svakere kundenes posisjon er, desto bedre er det for tilbyderne (Knudsen, 2005, p. 95). Ved mange leverandører til noen få, bestemte kunder, vil tilbyder ha lav makt. Andre forhold som vil innvirke på trusselen knyttet til forholdet til kundene er differensierte produkter, vertikal integrasjon og viktigheten av produktet for kunden, enten i lojalitetens eller avhengighetens øyemed. I oppdrettsbransjen er det en konsentrert kundestruktur. Oppdrettsvirksomhetene selger til store kunder som dagligvarekjeder, og øvrig industri og distributører i det internasjonale marked. Produktene selges i flere kanaler noe som reduserer kundens forhandlingsmakt.

Laks, så vel som fiskemel og -olje er homogene produkter. Disse eksporteres i bransjen stort sett uten særlig videreforedling, og det er derfor vanskelig å differensiere seg fra andre virksomheter. Da det er mange tilbydere av tilnærmet likt produkt vil byttekostnadene for kundene være lave og følgelig blir virksomhetene pristakere.

Det er tegn til at det finnes et visst vertikalt integrasjonspotensial i bransjen. Både Marine Harvest og AUSS, gjennom Lerøy Seafood Group, har salgsorganisasjoner som kan svekke kundenes konkurransekraft da de reduserer alternativene til kundene. Disse organisasjonene kontrollerer større deler av videreforedlingen av oppdrettslaksen. Salgsorganisasjonene binder kundeporteføljene til en viss grad og vil kunne gi en viss mulighet til å fastsette prisen.

Kunden, som er bevisst på pris og kvalitet, vil føres mot tilbydere som forholder seg til de rammer markedsprisene setter, det gir ikke grunnlag for kundelojalitet, men sterk forhandlingskraft for kundene. Enkeltkunder vil likevel ikke kunne innvirke betydelig på markedspris, noe som igjen gir begrenset forhandlingsmakt.

Forholdet til kundene, og den trusselen de utgjør, anses per tid å være moderat til høy.

4.1.2.3 Forholdet til leverandørene

Leverandørens makt styres av hvor mange aktører som kjemper om leverandørene. Oppdrettselskapene er kunden og leverandøren tilbyder av produkt. Forhandlingsmakten vil også påvirkes av pris, innsatsfaktorene og antall substitutter, muligheten for vertikal integrasjon og byttekostnadenes størrelse (Knudsen, 2005, p. 96). Forholdet til leverandørene er bedømt ut fra samme kriterier som under forholdet til kundene, bare med negativt fortegn. Hovedspørsmålet i vurderingen av forholdet til leverandører er imidlertid tilknyttet konsentrasjonen av kunder og leverandørens markedsrett, om partene står i et avhengighetsforhold til hverandre og om leverandøren er sårbar for utskiftning.

Leverandører av utstyr og anlegg finnes det mange av. Den tradisjonelle oppdrettsmerden leveres av mange aktører noe som gjør at leverandører av disse har lav grad av forhandlingsrett. Det vil likevel være muligheter til å benytte seg av en differensieringsstrategi innen innovasjon og utvikling av merder som reduserer negative miljømessige forhold som nevnt i kapittel 2.3.5. Dette drøftes ikke videre da merdene er å anse som større investeringsobjekter og ikke angår den daglige drift.

For å få inntrykk av hvilke leverandører virksomhetene i bransjen må forholde seg til med tanke på den daglige drift bør en se til hva som driver marginalkostnadene. Innen fiskeoppdrett står fiskefôr for en stor del av marginalkostnadene. Figur 2.6 viste de ulike produksjonskostnadene. Det er altså fôrproduzentene som blir den viktigste tilbyder av

produkter til virksomheter i bransjen. Leverandører av annet utstyr utgjør en relativt liten andel av produksjonen av marginalkostnadene og drøftes ikke i det videre.

Prisene på fiskefôr er kontraktsfestet til å være kost-pluss for leverandørene. Dette betyr at kjøperne betaler for fluktuasjoner i råvareprisene med et fortjenestetillegg. Bransjen er avhengig av fôret og følgelig avhengige av leverandørene. Da fôret er å anse som et homogent produkt vil oppdrettsvirksomhetene fint kunne bytte mellom leverandører noe som igjen gir leverandørene mindre forhandlingsmakt utover de betingelser som følger kontraktene.

Innen pelagisk fiske er det vanlig at produsentene er vertikalt integrert. Vanlig i bransjen er det at virksomhetene besitter egne fartøy og anlegg til produksjon. Det er i så henseende ingen viktige leverandører av innsatsfaktorer på samme måte som for oppdrettsbransjen.

Forholdet til leverandørene anses per tid å være moderat i oppdrettsbransjen og litt lavere i fiskerinæringen.

4.1.2.4 Forholdet til inntrengerne

Inntrengere er de virksomheter som nylig er etablert eller som truer med å etablere seg. Inntrengere øker kapasiteten og konkurransen, dette vil ofte medføre lavere priser og tøffere vilkår til de allerede etablerte aktørene. Inngangsbarrierer er nøkkelen for å demme opp mot denne type trussel. Typiske inngangsbarrierer vil være skalafordeler, læringskurver, differensierte produkter og juridiske begrensninger. Kapitalinvesteringers størrelse vil også innvirke på hvor vanskelig det er for inntrengere å etablere seg.

Da det er få, men store etablerte aktører i bransjen vil det kunne tenkes at det foreligger skalafordeler. Store produksjonsvolum gjør at gjennomsnittskostnadene synker. Under ellers like forhold vil synkende gjennomsnittskostnader øke virksomhetenes lønnsomhet. Kostnader knyttet til for eksempel fôr kan reduseres med større innkjøp eller ved etablering av egen produksjon. Dette kan også tenkes i logistikk-løsninger i forbindelse med salg og distribusjon også, større ordre og forsendelser vil kunne redusere kostnader. Dette representerer en større inngangsbarriere for nyetableringer da det krever store investeringer for at disse skal kunne drive lønnsomt.

Læringskurver vil også representere et visst inngangshinder for nyetableringer. De allerede etablerte aktørene har opparbeidet seg «knowhow», høy kompetanse, innen en allerede ganske konkurranseintensiv bransje gjennom prøving og feiling av repetitive oppgaver. Nye aktører vil ikke tilegne seg denne kunnskapen uten å gjøre større investeringer i anlegg, personell og patenter.

Oppdrettsfisk og pelagisk fisk er ikke å regne som differensierte produkter. Disse produktene, som omtales som homogene produkter, vil kunden uten særlig besvær kunne få tak i hos andre leverandører til omtrentlig samme pris og kvalitet. Manglende mulighet til å differensiere produkter, som representerer lave byttekostnader, gjør at nyetableringer i denne bransjen lettere kan ta markedsandeler.

Politiske begrensninger settes av konsesjonene og kvotene. Konsesjoner og kvoter, som ble omtalt kapittel 2.3.1, svekker trusselen for nyetableringer da de stiller omfattende krav til driften. Disse representerer på samme tid store kapitalinvesteringer som også innebærer større risiko.

Kapitalinvesteringer knyttet til forskning og utvikling, oppdrettsanlegg og andre driftsmidler vil kreve store mengder kapital. Produksjonssyklusen, som vil gå over 3-4 år, binder opp store mengder kapital. Samtidig vil risikoen knyttet til de volatile prisene kunne spise opp fortjenesten, og det stilles følgelig krav til solid finansiering i bransjen.

Kystklimaet begrenser antallet egnede lokasjoner for oppdrettsanlegg i havet, men mulighetene på land undersøkes. Det at de etablerte selskapene kontrollerer store produksjonsanlegg i de aller beste havområdene og at prisene på konsesjonene er høye krever store mengder kapital. Nye aktører må enten kjøpe opp andre selskap som besitter konsesjoner eller få tildelt nye. Forskning og utvikling av landbaserte anlegg kan likevel endre på dette forhold. Så langt er de lukkede, landbaserte oppdrettsanleggene som er kommet opp ikke kostnadseffektive. Samtidig som det er knyttet høye etableringskostnader til disse anleggene er det relativt til havmerkene påvist dårligere utvikling og høyere dødelighet hos laksen.

Forholdet til inntrengerne og den trussel dette utgjør anses per tid å være lav. Likevel må utviklingen av landbaserte anlegg tas inn i betraktningen på lengre sikt. Anleggene vil, hvis

de blir konkurransedyktige, kunne eliminere flere av de ovennevnte hindringene og tilrettelegge i større grad for nye aktørers innpass.

4.1.2.5 Forholdet til substituttprodukter

En substitutt er å regne som et annet produkt som erstatter behovet for de produktene virksomheten leverer. Substituttene er avhengig av tre faktorer for å anses som et fullverdig alternativ: pris, produkt differensiering og byttekostnader for kunden. Det er altså vurderingen av disse tre sett sammen som danner trusselen fra substituttprodukter.

En må vurdere hvilke produkter som er å anse som direkte substitutter for oppdrettslaks ved å se på egenskapene til produktet. Laks er næringsrik og en særdeles god kilde til protein. Det vil være nærliggende å anse proteinrike, animalske matkilder som substituttprodukter.

Foruten det høye omega 3-innholdet og enkelte andre helsemessige egenskaper i laksen er kylling, lam, gris, storfe og annen sjømat å regne som gode alternative produkter. Prisen på substituttene er klart en viktig faktor, men historisk sett har en i prisutviklingen sett en økende trend uten at det har innvirket betydelig på etterspørselen. Det kan også nevnes at de oppramsede alternativene ikke er fullkomne substitutter da laks inneholder en rekke andre helsefremmende næringsstoffer. Av oppdrettsfisk er det laks som er dominerende.

Produksjonsvolumet for andre oppdrettsarter er per tid begrenset av svak lønnsomhet. Det vil derfor være villfisk og de ovennevnte animalske proteinkildene som er å anse som substitutter.

Pelagisk fisk benyttes i all hovedsak til produksjon av fiskemel og -olje, hvorav store deler benyttes til fôrproduksjon. Substitutter til dette finnes i vegetabilsk mel og olje som både er billigere og mindre utsatt for sesong- og produksjonsbegrensninger enn de marine råstoffene. Dette er en utvikling vi kan se i figur 2.7 at fôret stadig produseres med mindre marine stoffer kontra vegetabiliske stoffer. Likevel er kvaliteten ansett som høyere på de marine råstoffene enn på de vegetabiliske råstoffene.

Trusselen fra substituttprodukter vurderes til moderat.

4.1.3 Oppsummering ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne analysen, som inkluderer PESTEL-analysen for de makroforhold og Porteranalysen som undersøkte bransjespesifikke forhold som ble presentert i henholdsvis

kapittel 2.2 og 2.3, oppsummeres i dette delkapittel. Den eksterne analysen vil gi et estimat på bransjefordelen for havbruk- og fiskerinæringen.

Av makroforhold som vil være avgjørende for bransjens framtid er det verdt å nevne konsesjon- og kvoteregulering og de økte miljøkravene i senere tid som medfører økt eksponering for økonomisk risiko og omdømmerisiko. Konsesjoner og kvoter begrenser veksten i bransjen, men fremmer en bærekraftig utvikling og gir en viss stabilitet til tilbudt mengde i markedet som gjør at prisen holder seg på et høyt nivå. Miljøkravene gir grobunn for innovative løsninger, men øker faren for at enkelte av bransjens virksomheter blir etternølere med tanke på forskning og utvikling. De vil påføre bransjen ekstra kostnader og vil kunne belyse miljøpåvirkning som kan svekke bransjens omdømme.

I figur 4.2 oppsummeres de vurderinger hva angår bransjeforhold som ble gjort i Porteranalysen i kapittel 4.1.2. Trusselen konkurrentene utgjør anses å være moderat grunnet systemet for kvoter og konsesjoner og grunnet antall aktører i markedet som følge av saneringen i markedet. Trusselen kundene utgjør anses å være høy til moderat da produktene er homogene og byttekostnadene er lave. Leverandørenes forhandlingsmakt anses å være moderat for oppdrettsbransjen og litt lavere i fiskerinæringen. Dette fordi en i oppdrettsnæringen er avhengig av fôr fra leverandør, mens fiskerinæringen ikke krever innsatsfaktorer fra leverandører på samme måte. Trusselen fra nyetableringer anses som svak da konsesjonene og kvotene representerer store inngangsbarrierer. Trusselen fra substituttprodukter er høyere for produktene fra pelagisk fiske enn i oppdrettsnæringen, men samlet sett er den moderat.

Krefter	Svak	Moderat	Høy
Intern rivalisering		X	
Forhandlingsmakt hos kunder			X
Forholdet til leverandørene		X	
Trussel fra inntrengere	X		
Forholdet til substitutter		X	

Figur 4.2 Tabellarisk framstilling av Porters fem konkurransekrefter

Etter en samlet vurdering av den eksterne bransjeanalysen, herunder PESTEL- og Porteranalysen, vil vi vurdere bransjefordelen til å være stor over analyseperioden. På lengre sikt ventes bransjefordelen å avta da vi anser at de miljømessige og teknologiske forhold vil

medføre økte kostnader og dermed påvirke inntjeningen til bransjen. Bransjefordelen vil bli kvantifisert i kapittel 8.3.1.

4.2 Intern ressursorientert analyse

I analysen av de interne ressursene forsøkes det å belyse en eventuell ressursorientert strategisk fordel. Ressursfordelen, som den også omtales som, finnes hvis virksomheten har en rentabilitet høyere enn bransjen, på formelform $ndr > ndr_B$. I denne analysen vil vi benytte informasjon presentert i kapittel 2.2 og 2.3.

4.2.1 VRIO-analyse

Virksomheten kan ses som en portefølje av både sterke og svake ressurser. Disse vurderes relativt til ressursene i gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. Det vil altså være sammensetningen av ressurser som danner grunnlag for en eventuell ressursfordel. Ressursfordelen kan øke i framtiden hvis virksomheten har sterke sider internt, eller minke hvis den har svake sider internt, relativt til bransjen. Det er særegne interne ressurser i den enkelte virksomhet som er grunnlaget for fordelene. Fordelen knyttes til de spesifikke ressursene og virksomhetens utnyttelse av disse. Det ønskes belyst både om det finnes ressurser som skaper konkurransefortrinn og varigheten av disse i den følgende VRIO-analysen.

VRIO, som så mange andre analyseverktøy, er navngitt etter et akronym - **V**alue, **R**arity, **I**mitation, **O**rganization. Navnet kommer av de fire betingelsene som avgjør om virksomheten har en varig og bærekraftig konkurransefordel (Barney, 2014).

Ressursfordelens størrelse påvirkes av betingelsene til ressursen; spørsmålet er hvorvidt ressursen er verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og effektivt organisert. Har virksomheten ressurser som er verdifulle for kunden, sjeldne i markedet eller mellom konkurrentene, vanskelige å imitere for konkurrentene, og som er organisert slik at virksomheten kan utnytte den effektivt?

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Effektivt organisert	Superrentabilitet	Indikasjon
Nei	Nei	Nei	Nei	$ndr < ndr_b$	Konkurranseulempe
Ja	Nei	Nei	Nei	$ndr \approx ndr_b$	Konkurranseparitet
Ja	Ja	Nei	Nei	$ndr > ndr_b$	Midlertidig konkurransefordel
Ja	Ja	Ja	Ja	$ndr > ndr_b$	Varig konkurransefordel

Figur 4.3 VRIO-analyseverktøy (Knivsflå, 2018)

I figur 4.3 vises analyseverktøyet som vil avgjøre om de vurderinger som er gjort vil gi grunnlag for å si om virksomheten har en fordel eller ulempe relativt til gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. På formelform omtales superrentabilitet, altså forholdet mellom nettodriftsrentabilitet for virksomheten og bransjegjennomsnittet henholdsvis med termene ndr og ndr_B . Konkurransulempe ved nettodriftsrentabilitet lavere enn bransjegjennomsnittet, konkurranseparitet ved tilnærmet lik nettodriftsrentabilitet som bransjegjennomsnittet og konkurransefordel ved nettodriftsrentabilitet større enn bransjegjennomsnittet. Under trekkes de ressurser som kan gi opphav til slike utfall fram, disse er hentet fra kapittel 2.3 om makroforholdene relevante for AUSS.

4.2.1.1 Integrert verdikjede

AUSS har, som omtalt i kapittel 2.2.2, gjennom årene kjøpt opp selskaper. Ved å integrere vertikalt vil det foreligge muligheter til å spare kostnader og unngå prispress fra leverandører og følgelig oppnå bedre marginer. Dette vil være av verdi for selskapet, ressursen er verdifull.

Gjennom sine datterselskaper har AUSS god tilgang til innsatsfaktorer i nesten alle ledd av verdikjeden. I datterselskapet Lerøy innebærer det alt fra stamfiskproduksjon til videreforedlingen og salg av produktene. I datterselskapene Austral og FC kontrolleres alt fra fiske til produksjon av fiskemel og -olje. Pelagia og BRBI har også sine bidrag i de ulike leddene. Med fullt assortiment av ulike sjømatprodukt vil et vesentlig potensial for videre verdiskapning foreligge. Både ved at det vil virke kostnadsbesparende og at selskapet tilbyr et spredt spekter av produkter. Dette er dog ikke et punkt AUSS skiller seg ut på da dette virker å være normalt i bransjen. Ressursen er følgelig ikke å anse som sjelden i en relativt integrert bransje med aktører som tilbyr forskjellige produkter.

I Porteranalysen i kapittel 4.1.2 ble det påpekt et forhold til fôrleverandører. AUS har ikke egen fôrproduksjon og datterselskapene Lerøy og BRBI kjøper derfor fôr fra de store dominerende fôrprodusentene. Marine Harvest har, som eneste oppdretter per tid, egen produksjon av fôr. Dette er på kort sikt å regne som en konkurranseulempe for AUSS. På lengre sikt kan det tenkes at fôrproduksjonen kan integreres i verdikjeden til AUSS da ressursen er imiterbar. AUSS er stor nok til å dra nytte av egen produksjon, for å holde tritt med de konkurransefortrinn som Marine Harvest her besitter bør AUSS vurdere dette. Den integrerte verdikjeden til AUSS er verdifull, men ikke sjelden relativt til bransjen. Dette representerer en konkurranseparitet hva angår verdikjeden. Likevel har ikke AUSS egen fôrproduksjon noe som kan indikere en konkurranseulempe relativt til Marine Harvest.

4.2.1.2 Merke varebygging

Kundens betalingsvilje knytter seg til en sterk merkevare. Merkevarer er både verdifulle og sjeldne i bransjen. Datterselskapet LSG har over tid satset på alliansebygging, kvalitetssikring av verdikjeden og merkevarebygging. Som verdens nest største produsent av laks og ørret, og største aktør innen hvitfisk i Norge trer LSG fram som en sterk merkevare. Da konsesjoner og kvoter begrenser eventuell organisk vekst i næringen må aktørene fokusere på å øke marginer. Dette gjøres enten ved å kutte kostnader eller få en bedre pris på endeproduktet. For at LSG skal kunne opprettholde en høy pris i samsvar med markedsprisen er merkevarebygging av høy viktighet. Merkevaren Lerøy har opparbeidet seg er ikke enkel å imitere. For å kunne utnytte ressursen legges det til grunn en strategisk forretningsutvikling samt en effektivisering av driften for å videreføre den varige verdiskapningen. Merkevaren anses altså som en varig konkurransefordel.

4.2.1.3 Innovasjonsevne

I en næring med økende fokus på bærekraftig utvikling er det viktig for aktørene å vise evne til å omstille seg og finne nye løsninger til foreldete løsninger hva angår produksjon, salg og distribusjon. AUSS har over tid vist flere initiativ til dette. Deres forskning og utvikling på smolt har ført til at det settes ut større smolt av høyere kvalitet, dette for å gi både bedre produktivitet og lavere dødelighet blant fisken i sjøfasen. Det har også blitt investert i egen produksjon av rensfisk, som ble omtalt i kapittel 2.3.5. Innovasjonsevnen er svært verdifull for AUSS og er essensiell for dens videre eksistens. Det er imidlertid ikke en sjelden ressurs i den forstand at samtlige aktører i bransjen også vil måtte omstille seg og har økt sitt fokus på forskning og utvikling for å møte myndighetenes og samfunnets krav til en mer bærekraftig utvikling. Siden de andre aktørene også viser god evne til imøtekomme disse krav gjennom innovasjon anses innovasjonsevnen til AUSS kun å gi konkurranseparitet.

4.2.1.4 Geografisk spredning

AUSS vil alltid være eksponert for oppside- så vel som nedsiderisiko knyttet til utviklingen i verdensøkonomien da deres aktiviteter i det alt vesentlige er globale. De er lokalisert i Norge, Chile, Peru og Storbritannia, samt gjennom salgsavdelinger i flere andre land. I Norge er AUSS representert gjennom datterselskapene Lerøy og BRBI, begge omtalt i kapittel 2.1.2, sine oppdrettsanlegg. Anleggene er plassert langs norskekysten noe som gir optimale klimatiske og miljømessige forhold for oppdrettsfiskens vekst. Det er også fordelaktig at produksjonen til selskapet er spredt utover kysten da det forhindrer spredning utover den

lokasjonen som rammes ved eventuelle sykdomsutbrudd og andre eksterne geografiske påvirkninger.

AUSS har store deler av sin produksjon i Norge, og med dette kommer en del ulemper. Norge er et høykostland og følgelig spiser produksjonskostnadene av fortjenesten. Norge er heller ikke veldig sentralt med tanke på videreeksport og avstanden til eksportlandene er stor. Ved å ha hoveddelen av produksjonen i ett land gjør at AUSS er mer eksponert mot handelsboikotter, som omtalt i kapittel 2.3.1, fra land som importerer varer fra dette landet. Konkurrenten Marine Harvest har i kontrast en mer spredt lokalisering, men bransjens aktører er generelt ikke så altfor geografisk spredt. Man kan likevel argumentere for den manglende geografiske spredningen av oppdrettsdelen da de er representert langs norskekysten. Dette er det området i verden som er best egnet for oppdrett. Følgelig ville plasseringen på norskekysten, isolert sett, vært et konkurransefortrinn. Likevel er de største konkurrentene stort sett norske selskaper med tilnærmet samme plassering på norskekysten. AUSS er også representert i Skottland gjennom Lerøy sin eierandel av Norsk Havbruk AS. Vi anslår den geografiske spredningen til å være en konkurranseparitet.

4.2.1.5 Diversifisering

AUSS har over tid gjennom integrasjon eksponert seg for både oppdrettsvirke og pelagisk fiske og produksjon, dette er omtalt som et avvik fra konkurrentene i kapittel 2.4. Dette medfører at de er mindre eksponert for prisfluktasjoner og fallende etterspørsel i oppdrettsnæringen eller kvotestopp i den pelagiske næring. Relativt til bransjen er AUSS i større grad diversifisert. AUSS har fordelt fiskemel- og fiskeoljeproduksjon til Norge, Chile og Peru, gjennom henholdsvis datterselskapene Pelagia, FC og Austral. Svingninger i fangstvolum medfører varierende utnyttelse av produksjonsfasilitetene. Dette er knyttet til de biologiske utfordringene som har vært i Chile og Peru de senere år, omtalt i kapittel 2.1.2. Ressursen som går på den diversifiserte strukturen blir mer å anse som en “forsikring” mot dårlige tider.

På denne måten er lakseoppdretteren AUSS ikke like avhengig av gode laksepriser som sine konkurrenter, da de gjennom eksponering for andre bransjer også har muligheten til å hente gode resultater fra andre virkeområder. Tilsvarende vil det i gode perioder med høye laksepriser virke dempende for inntjeningen til selskapet. Prisendringer i oppdrettsnæringen ble omtalt i kapittel 2.3.2.1, hvor det framgikk at lakseprisen var særdeles volatil. Over analyseperioden har prisen vært særdeles høy, og diversifiseringen vil følgelig virke

dempende for AUSS sin samlede avkastning. Vi anser diversifiseringen som en konkurranseulempe over analyseperioden.

4.2.2 Oppsummering av intern ressursorientert analyse

Den interne VRIO-analysen for selskapets ressurser skal i dette delkapittelet oppsummeres. Den interne analysen vil gi et estimat på den eventuelle ressursfordelen AUSS besitter.

Viktige ressurser for konsernets framtid vil være merkevaren og deres diversifiserte selskapsstruktur, begge disse ressursene som ble belyst i VRIO-analysen er å anse som konkurransefordeler. Det er likevel viktig for AUSS å ikke glemme de andre nevnte ressursene som er konkurransepariteter, da de raskt kan utvikle seg til ulemper om de ikke følger bransjens utvikling. Som vi nevner i VRIO-analysen er det spesielt en konkurranseulempe verdt å nevne. AUSS har ikke egen fôrproduksjon. Egen fôrproduksjon bør utvikles for å ikke tape terreng mot markedslederen Marine Harvest som produserer store deler av sitt eget fôrforbruk. Egen fôrproduksjon er ikke vanlig i bransjen da det bare er Marine Harvest som har dette, men Marine Harvest representerer en stor del av oppdrettsmarkedet, 28% av markedet som presentert i figur 2.12. For ikke å havne bakpå bør AUSS vurdere å integrere eget fôr.

I Figur 4.4 oppsummeres VRIO-analysen i den tabellariske formen som tidligere framstilt i introduksjonen av VRIO-analysen. Merkevaren anses som en konkurransefordel for AUSS. Den manglende fôrproduksjonen og diversifiseringen representerer en konkurranseulempe. Vi bemerker at konkurranseulempen knyttet til diversifiseringen vil være avgjørende i tider med svakere inntjening, og at denne vil korrelere negativt med bransjefordelen som ble belyst i 4.1.3. Vi har også kommet over flere ressurser som ikke er å anse som sjeldne i bransjen. Dette er trolig ressurser som tidligere har representert fordeler, men som i senere tid har bredt seg ut til de fleste selskaper i bransjen og som per tid bare kan defineres som konkurransepariteter.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Effektivt organisert	Superrentabilitet	Indikasjon
Manglende fôrproduksjon	Nei	-	-	-	$ndr < ndr_b$	Konkurranseulempe
Diversifisering	Ja	Nei	-	-	$ndr < ndr_b$	Konkurranseulempe
Integrert verdikjede	Ja	Nei	-	-	$ndr \approx ndr_b$	Konkurranseparitet
Innovasjon	Ja	Nei	-	-	$ndr \approx ndr_b$	Konkurranseparitet
Geografisk spredning	Ja	Nei	-	-	$ndr \approx ndr_b$	Konkurranseparitet
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	$ndr > ndr_b$	Varig konkurransefordel

Figur 4.4 Tabellarisk framstilling av VRIO-analysen

Basert på resultatene som framgikk av VRIO-analysen anslår vi at AUSS ikke har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen, og således heller ingen konkurransefortrinn.

4.3 Oppsummering strategisk analyse

Den kvalitative strategiske analysen vil vise om AUSS har innehatt en historisk strategisk fordel og om denne er av varig karakter. Innledningsvis i kapittelet ble den strategiske fordelen spaltet i en bransjefordel og en ressursfordel. Følgelig vurderes disse fordelene, både historisk og framtidig, hver for seg før vi konkluderer med om dette leder til en strategisk fordel for AUSS. Videre benyttes en SWOT-analyse for å også inkludere den strategiske risikoen AUSS i sin respektive bransje står overfor, før vi avslutningsvis vurderer de strategiske vekstmuligheter som foreligger for den norske oppdrettsbransje og AUSS.

4.3.1 Bransjefordel

Bransjefordelen har over en lengre periode vært stor fordi oppdrettsbransjen har vokst seg stor både hva angår produksjon og kapital uten større innvirkninger fra eksterne hold. Dette ser en igjen ved den lave rivalisering og manglende nyetableringer grunnet inngangsbarrierene konsesjonene utretter. Grunnet konsesjoner er tilbudet likevel begrenset, dette påvirker prissettingen til en viss grad, som tidligere nevnt. Dette har medført god lønnsomhet i et miljø i vekst med historisk lave renter i analyseperioden. Oppsummert er den historiske bransjefordelen å bedømme som stor.

Når det gjelder framtiden er det per nå usikkerhet knyttet til miljø, politikk og teknologi, dette ble omtalt i SWOT-analysen. Usikkerheten knyttes til bransjen, og selskapene vil således reagere ulikt. Dette kan skape økt konkurranse mellom allerede etablerte selskaper. Samtidig vil de sosiokulturelle forholdene, her nevnes befolkningsvekst og trender, gi økt optimisme for framtiden. Det anslås likevel at bransjefordelen avtar på lengre sikt; på mellomlang sikt vil den holde seg moderat grunnet konsesjonene, men på lang sikt vil den teknologiske utviklingen gjøre bransjefordelen liten.

4.3.2 Ressursfordel

Av VRIO-analysen vi foretok ble det avdekket en del ressurser som representerte konkurransefordeler, så vel som -ulempen. Merkevaren AUSS besitter anses som en ressursfordel. AUSS innehar et godt rykte og en solid plassering i markedene. Bak en slik merkevare ligger det et rykte og en kundelojalitet som er både verdifull, sjelden og vanskelig

å kopiere. Den integrerte verdikjeden representerte en konkurranseparitet. Den manglende forproduksjonen representerer en konkurranseulempe. Den diversifiserte selskapsstrukturen til AUSS anses som en forsikring mot uforutsette, dårlige tider i oppdrettsbransjen. AUSS vil være bedre rustet til å imøtekomme dårlige tider i oppdrettsbransjen som følge av miljøpåvirkning, politiske begrensninger og lave salgspriser. Likevel vil ressursen føre til at AUSS ikke nyter like godt av de gode tider som sin relative bransje. Denne utgjør en konkurranseulempe over analyseperioden grunnet den høye bransjefordelen og den høye lakseprisen. På bakgrunn av disse vurderinger synes AUSS å ha hatt en liten historisk ressursulempe.

Vi forventer at de tiltak AUSS har satt i live vil påvirke ressursulempen i så henseende at den vil være tydeligere og styrkes, i positiv forstand, i framtiden. Den varige konkurransefordelen som følger av den sterke merkevaren til AUSS vil bli mer framtrædende. Det kan vises til risikoen knyttet til etterspørselen i markedet på kort og mellomlang sikt. Ved hanglende etterspørsel, fallende laksepriser og lignende vil diversifiseringen spille i AUSS sin favør. Diversifiseringen vil gjøre sin nytte ved lave laksepriser hvor AUSS kan opprettholde et høyere resultat enn den relative bransje, med inntjening fra de ulike satsningsområdene, dette vil gjøre diversifiseringen til en fordel i perioder med lave laksepriser. Dette vil spille inn på ressursfordelen som på mellomlang sikt følgelig vil gå mot bransjesnittet, det vil si at det ikke vil foreligge noen ressursulempe, ei heller en ressursfordel. Selv om AUSS besitter både sterke og svake sider internt synes det likevel ikke å være noen som er så dominerende at de vil gi utslag for hverken en ressursfordel eller -ulempe på lang sikt. Det antas derfor at AUSS vil ha en ressursfordel som holder bransjens likevekt.

Basert på den eksterne bransjeorienterte analysen og den interne ressursbaserte analysen mener vi at det foreligger en stor bransjefordel og en liten intern ressursulempe i analyseperioden. Den framtidige bransjefordelen anslås å være moderat på mellomlang sikt og liten på lang sikt. Den framtidige ressursfordelen anslås å gå mot en liten fordel på mellomlang sikt og å holde seg der, på likevekt, på lang sikt. Dette er presentert i figur 4.5.

Fordel	Historisk	Mellomlang sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Stor	Moderat	Liten
+ Ressursfordel	Liten (ulempe)	Liten	Liten
= Strategisk fordel	Stor	Moderat	Liten

Figur 4.5 Strategisk fordel oppsummering

Disse fordelene er konsistente med de beregnede fordelene i den strategiske rentabilitetsanalysen som følger i kapittel 8.

4.3.3 Strategisk risiko - SWOT-analyse

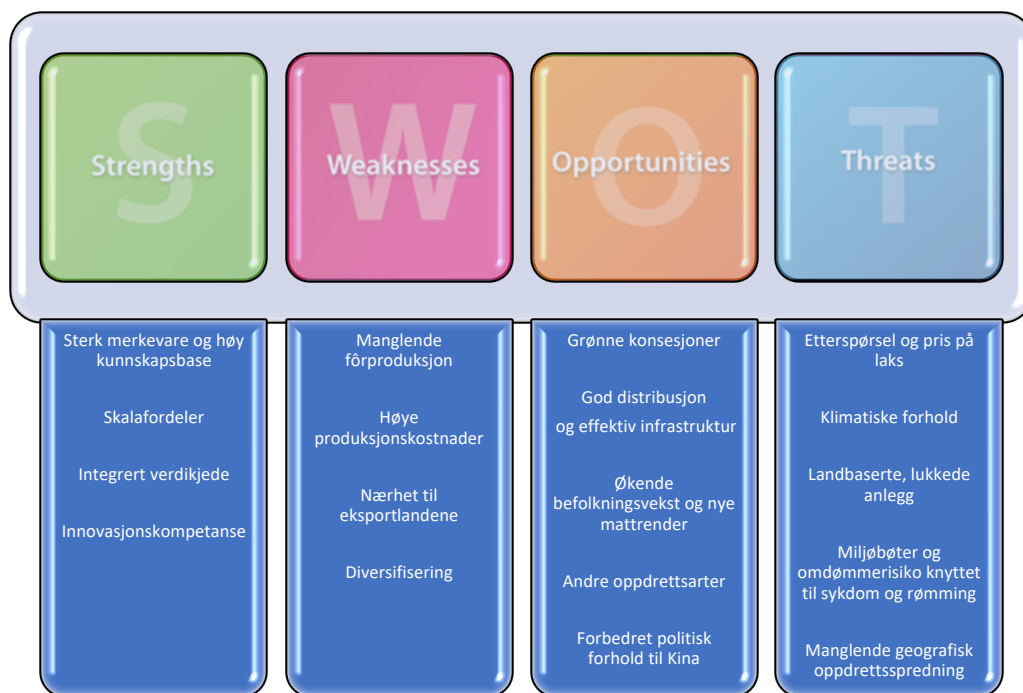
Hovedpunktene som er gitt i den strategiske analysen kan oppsummeres ved hjelp av en SWOT-analyse. Albert Humphrey introduserte SWOT-analysen. Teknikken tar sikte på å belyse tilpasningen mellom virksomhetene og omgivelsene, omtalt som «strategisk tilpasning» (Knudsen, 2005). I denne analysen forsøker en å kartlegge og gi en oversikt over styrker og svakheter i egen organisasjon, samt trusler og muligheter i omgivelsene rundt. Svakheter internt og trusler eksternt minker egenkapitalrentabiliteten, mens muligheter eksternt og sterke sider internt øker egenkapitalrentabiliteten. I PESTEL- og Porteranalysen ble de eksterne forhold analysert, i framstillingen under presentert som «Opportunities» og «Threats» - muligheter og trusler i omgivelsene. I VRIO-analysen ble de interne forhold kartlagt, under omtalt som «Strengths» and «Weaknesses» - styrker og svakheter internt. Selskapet bør forsøke å velge strategier som framhever styrkene, styrer unna svakheter, benytter seg av mulighetene og nøytraliserer trusler i omgivelsene.

Som vi ser i figur 4.6 vises de forhold som anses å ha størst innvirkning på AUSS hva angår trusler og muligheter. I kapittel 4.1 ble det trukket fram flere faktorer som har spilt inn på norske oppdrettsbransjens historiske lønnsomhet. Mye tilegnes de høye inngangsbarrierene og de ellers gode utsikter for framtidig vekst. Det er likevel betydelig strategisk risiko knyttet til den sykliske oppdrettsbransjen.

Den strategiske risikoen knytter seg i all hovedsak til de volatile markedsprisene på, og etterspørselen etter, laks. Samtidig pågår det per tid debatter om framtiden som omhandler miljøpåvirkningene oppdrettsbransjen gir, samt den politiske påvirkningen for å rette på dette. Videre får dette sammenheng med den teknologiske utviklingen. Med usikkerheten knyttet til framtidsutsiktene oppstår det mengder av muligheter og trusler som på et senere tidspunkt vil kunne utvikle seg til styrker eller svakheter alt etter hvordan AUSS opptrer og takler endringene dette fører til.

Andre eksterne påvirkninger det knyttes strategisk risiko til er de klimatiske utfordringer, og de miljømessige forhold knyttet til sykdomsutbrudd og rømming i merdene. For å redusere den strategiske risikoen kan selskapet gjøre tiltak for å redusere miljøpåvirkningen, samt øke

sin geografiske spredning og da gjerne i retning mot de største eksportområdene. I figur 4.6 oppsummeres de styrker, svakheter, muligheter og trusler som AUSS står overfor.



Figur 4.6 SWOT-analyse

4.3.4 Strategisk vekst

Den framtidige veksten vil være satt av ulike faktorer som den offentlige reguleringen, produksjonsvolum, miljøutfordringer og dets motvirkninger, og teknologisk utvikling og innovasjon. De sosio-kulturelle forhold som ble drøftet i kapittel 4.1.1.3 gir grobunn for et stadig økende produksjonsvolum. Likevel vil det være helt avgjørende hvordan oppdrettsbransjen imøtekommer de miljømessige forhold, omtalt i kapittel 4.1.1.5, som sykdom og rømming. Ny teknologi vil komme godt med da næringen til vanns ikke kan vokse før miljøutfordringene er løst. Basert på dette vil vi i kapittel 9.3.3 budsjettere en vekst for «steady state» til 3,2%, dette vil være etter at den nye teknologien er implementert.

5 Regnskapsanalyse

Analysen av virksomhetens finansregnskap skal gi innsikt i virksomhetens underliggende økonomiske forhold. Regnskapsanalysen er en kvantitativ strategisk analyse og tar sikte på å avdekke selskapets økonomiske utvikling. Som nevnt i kapittel 3.5 der rammeverket for den

fundamentale analysen ble introdusert, vil analysen av finansregnskapet gi grobunn for å predikere framtidsregnskapet.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Perspektivet for analysen skal være formålstjenlig, det vil si at perspektivet skal stå i stil med bruksområdet. Det er altså brukerne av regnskapet som setter begrensninger for innfallet av analysen. Regnskapsanalysen kan rettes mot ulike typer brukere, hovedsakelig kreditorer eller investorer, og en skiller vanligvis mellom kreditor- og investororientert regnskapsanalyse (Gjesdal, 2007). Kreditorerne, lånytere, som har interesse i selskapet i form av renter og avdrag av ytt lån, vil i all hovedsak være opptatt av om låntaker kan innfri sine forpliktelser. Investorene har egeninteresser tilknyttet den innskutte kapital og ønsker tilbakebetaling i form av utbytte av det selskapet kaster av seg (Kaldestad & Møller, 2016). Fokus for en investororientert regnskapsanalyse vil følgelig være selskapets rentabilitet og framtidige avkastning.

Selskaper som er børsnoterte i Norge følger regnskapsrapporteringen etter IFRS. Disse regnskapene vil vise de underliggende økonomiske verdier da IFRS-rapportering i større grad benytter markedsverdier. Dette er særdeles fordelaktig for en investororientert analyse. I regnskapsanalysen vil vi benytte oss av et investororientert perspektiv, så den del av den finansielle rapporteringen som er kreditororientert må omgrupperes. Det vil også gjennomføres en kredittrisikooanalyse i kapittel 6 som vil kunne gi supplerende informasjon til det endelige verdiestimatet.

Rammeverk for regnskapsanalyse

Rammeverket for regnskapsanalyse er spaltet opp i fire steg i figur 5.1. Disse omtales kortfattet i det videre.

Steg 1: Utarbeide "trailing"-årsregnskap for inneværende regnskapsår (2018T)

Steg 2: Omgruppere finansregnskapet for investororientert analyse

Steg 3: Analysere målefeil (og eventuelt justere for disse) i de omgrupperte regnskapstallene

Steg 4: Gjennomføre forholdstallsanalyse

Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2018)

I steg en vil vi gjennomføre en trailing for å få et fullstendig årsregnskap. Et trailing regnskap er en prognose for inneværende regnskapsår (Damodaran, 2012). Trailingen i denne analyse tar utgangspunkt i de historiske data som finnes i kvartalsrapporten for andre kvartal og framskriver de to neste kvartalene slik at regnskapet best mulig representerer årets totale årsregnskap. I det andre steget omgrupperes regnskapstallene for å tilpasse analysens investororienterte perspektiv. Ved å omgruppere regnskapet gjøres et klart skille mellom normale og unormale poster og driftsrelaterte og finansielle poster. I steg tre analyseres historisk data og en tar sikte på å justere eventuelle målefeil. Justeringene av målefeil skal bedre reflektere de underliggende økonomiske forhold (Knivsflå, 2018). Likevel kan justeringene tilføre ytterligere støy i regnskapet, dette vil omtales i kapittel 5.4. I det siste steget analyseres forholdstall som risiko og rentabilitet. Kapittel 5 adresserer steg en til tre, imens forholdstallsanalysen gjennomføres i kapittel 6, 7 og 8. Disse stegene vil forhåpentligvis gi bedre innsikt i de underliggende økonomiske forhold.

Før rammeverket kan anvendes må enkelte forhold avklares. Disse forhold innebærer valg av analysenivå, tidsperiode for analysen og komparative virksomheter. Under følger en kort redegjørelse for de valg vi har foretatt oss i så henseende.

5.1.1 Valg av analysenivå

Ved forskjellige og avvikende forretningsområder bør en søke mot å analysere disse hver for seg (Kaldestad & Møller, 2016). Da forretningsområdene AUSS opererer i er forskjellige ville det vært hensiktsmessig å analysere disse separat. Innledningsvis i kapittel 2.1 og 2.5 ble det vist til virkeområdene til AUSS. Forretningsområdene omfatter oppdrettsvirksomhet, pelagisk fiske og salg og distribusjon. Det kan likevel argumenteres for at forretningsområdene henger sammen. Det at datterselskapene innen pelagisk fiske, Austral og FC, ikke er børsnotert gjør at informasjon ikke er like lett tilgjengelig for utenforstående og ikke alle ønskede årsregnskap er allment tilgjengelige. Det levner derfor få muligheter til å inndele og analysere etter virkeområder og følgelig vil analysen gjennomføres med utgangspunkt i årsregnskapet til AUSS.

Da vi benytter den samlede rapporteringen av AUSS sine virkeområder må det tas stilling til om selskapsregnskapet eller konsernregnskapet gir et mer omfattende og helhetlig bilde av samlet verdiskapning i virksomheten. Selskapsregnskapet til morselskapet vil vise investeringer i datterselskap netto som investering, ved en postering i resultatregnskapet og en i balansen (Kaldestad & Møller, 2016). Konsernregnskapet vil presentere verdiskapningen

som om mor og tilhørende datterselskaper var en enhet, for så å splitte resultat og egenkapital i konsernet på en minoritetsandel og en majoritetsandel. En bør benytte seg av konsernregnskapet dersom virksomhetene som inngår i konsernet er tett driftsmessig integrert innen ett forretningsområde (Kaldestad & Møller, 2016). Da selskapsregnskapet viser investeringer gjort i datterselskaper og konsernregnskapet viser de økonomiske forholdene til AUSS og datterselskapene samlet, foretrekkes konsernregnskapet. Et konsolidert konsernregnskap vil også ha eliminert konserninterne transaksjoner noe som vil være fordelaktig.

5.1.2 Valg av analyseperiode

Videre må en også begrense hvor langt bakover i tid regnskapsanalysen skal omfavne. Tidsperioden som analyseres avhenger av enkelte faktorer. Avgjørende for valget av lengden på analyseperioden vil være bransjen virksomheten opererer i og virksomhetens livsfase.

Hovedsakelig er graden av stabilitet som virksomheten har opplevd de siste årene avgjørende for hvor lang analyseperioden bør være (Kaldestad & Møller, 2016). I bransjer hvor virksomhetene kan levere veldig varierende resultater vektlegger en i mindre grad eldre regnskapstall og en benytter seg av en kortere analyseperiode. I en mer stabil bransje med små endringer vil en benytte seg av en lengre analyseperiode.

Oppdrettsbransjen har karakteristikken til en syklisk bransje, dette ble omtalt i kapittel 2.2.2. Dette er grunnet den fluktuerende lakseprisen og varigheten på produksjonen av laks. I sykliske bransjer bør en inkludere en oppgangs- og nedgangskonjunktur for å få et representativt bilde av dagens virksomhet (Kaldestad & Møller, 2016). Analyseperioden reflekterer de siste års volatile laksepris og representerer snittet på en god måte. Analyseperioden settes følgelig til 6 år: 2013-2018T.

Det bemerkes at det vil være nyttig å benytte seg av tidsvektning dersom det har vært tale om enkelte drastiske hendelser i senere tid. Dette kan være så dramatisk som en finanskriser, men vil også tiltale vår verdivurdering da AUSS over analyseperioden har vært gjenstand for vertikal integrasjon, omtalt i kapittel 2.2.2. Den vertikale integrasjonen, sammen med den volatile lakseprisen, taler også for en kortere analyseperiode. Vi velger å tilegne mer vekt til den senere tids historiske regnskapstall. Tidsvektningen kommer vi tilbake til i kapittel 5.6.

5.1.3 Valg av komparative selskaper

I regnskapsanalysen vil det være nyttig å sammenligne virksomheten med komparative selskaper, det vil si selskaper som opererer i tilnærmet samme bransje. Dette for å bedre forstå hvordan selskapet faktisk presterer. Bransjen ble definert i kapittel 2.2 og omfatter oppdrettsnæringen, de komparative selskapene ble presentert i kapittel 2.2.6.

Sammenligningsgrunnlaget omfatter Marine Harvest ASA, SalMar ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. I tillegg er AUSS med i sammenligningsgrunnlaget, omtalt som bransjegjennomsnittet. Selskapene som inngår i bransjegjennomsnittet vil avvike i aktivitetsnivå og størrelse, men bør være relativt like. Selskapene bør også benytte seg av samme regnskapspråk. Alle selskapene er børsnoterte, rapporterer etter IFRS og kan sies å være relativt like. Bransjegjennomsnittet vil gi grunnlag for å kunne uttale seg relativt om både lønnsomheten og den finansielle risikoen AUSS er eksponert for.

Det kan virke besynderlig å tillegge AUSS i bransjegjennomsnittet da en til en viss grad vil sammenlignes med seg selv. Hadde AUSS vært en enerådende, dominerende aktør i bransjen ville dette vært problematisk da dette ville vært særdeles framtrædende. De andre aktørene er av en viss størrelse så AUSS tillegges også sammenligningsgrunnlaget, noe som er vanlig i strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2018).

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»

Årsregnskapet, de rapporterte regnskapstallene, blir nå oppsummert og klargjort for regnskapsanalyse. I det følgende presenteres resultatregnskapet, balansen, samt endringen i egenkapitalen til AUSS. Oversiktstabellene følger oppstillingsplanen gitt i IAS 1, men klargjør to forhold. Nemlig at de presenterte tall er oppdelt i finans- og driftsposter hver for seg, samt unormale og normale poster.

I analysen ønsker en å benytte seg av de ferskeste regnskapstallene som er produsert.

Regnskapsinformasjonen som følger er hentet fra AUSS sine års- og kvartalsrapporter over analyseperioden 2013-2018T. År 2012 er også inkludert i presentasjonen for å belyse hvor endringstallene kommer fra. I utarbeidelsen av trailingen for 2018T har vi benyttet oss av kvartalsrapporter fra 2018. Kvartalsrapportene fra 2018, som er å anse som ufullstendige, er benyttet til å framskrive et løpende finansregnskap. Siste benyttede kvartalsrapport er fra 2.kvartal i 2018.

De rapporterte regnskapstillene er presentert i det følgende etter et tabulert resultatregnskap for å skille mellom driftsposter og finansposter, samt normale og unormale poster. Alle tall er oppgitt i NOK 1000. Figur 5.2 viser rapportert resultat, figur 5.3 og 5.4 viser rapportert balanse, og figur 5.5 viser endring i egenkapital over analyseperioden.

RESULTATREGNSKAP i hele 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	11 004 909	12 542 713	14 228 426	15 239 494	18 904 523	20 796 933	22 036 991
Varekostnad	- 7 473 524	- 7 478 855	- 8 529 316	- 9 373 171	- 10 522 582	- 10 489 050	- 10 893 569
Lønnskostnader	- 1 384 178	- 1 477 965	- 1 607 412	- 1 797 059	- 2 229 746	- 2 905 356	- 3 157 244
Andre driftskostnader	- 1 143 106	- 1 320 972	- 1 691 260	- 1 859 188	- 2 278 364	- 2 657 278	- 3 053 949
Driftsresultat før avskrivning, nedskrivninger og verdjustering (EBITDA)	1 004 101	2 264 921	2 400 438	2 210 076	3 873 831	4 745 249	4 932 229
Avskrivninger	- 508 185	- 579 156	- 630 307	- 749 754	- 845 126	- 919 429	- 929 130
Driftsresultat før unormale poster	495 916	1 685 765	1 770 131	1 460 322	3 028 705	3 825 820	4 003 099
Nedskrivninger/reversering av varige og immaterielle driftsmidler	- 25 858	- 89 541	- 30 114	- 107 886	- 122 794	- 665	- 1 017
Verdjustering biologiske eiendeler	294 735	828 834	379 758	246 567	1 549 449	1 832 499	1 467 586
Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	- 24 890	115 170	115 751	34 000	7 000	2 000	-
Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader	190 860	-	-	-	-	-	-
Driftsresultat	930 763	2 540 228	1 476 010	1 633 003	4 462 360	1 994 656	5 469 668
Nettoresultat tilknyttede selskap - normalt	35 855	194 328	217 381	264 279	459 498	498 790	522 314
Nettoresultat tilknyttede selskap - unormalt	-	-	-	-	-	-	-
Finansinntekt - normal	70 146	53 115	63 599	40 317	49 356	58 127	73 445
Finanskostnad - normal	- 278 744	- 282 373	- 264 517	- 274 462	- 311 000	- 360 558	- 432 305
Unormalt finansresultat	57 276	- 40 862	- 146 000	- 91 000	22 367	9 000	- 6 323
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	815 296	2 464 436	1 346 473	1 572 137	4 682 581	2 200 015	5 626 799
Skattekostnad - normal	- 232 818	- 630 579	- 348 680	- 292 986	- 1 136 787	- 412 002	- 1 069 575
Skattekostnad - unormal	- 658	7 908	2 878	3 955	162 180	42 943	- 126 869
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	581 820	1 841 765	1 000 671	1 283 106	3 707 974	1 830 956	4 430 355
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	59 085	- 238 699	-	-	-	-	-
Netto minoritetsresultat - normalt	215 304	904 278	445 561	560 863	2 063 069	821 489	2 801 718
Netto minoritetsresultat - unormalt	-	-	-	-	-	-	-
Årsresultat til majoritet	425 601	698 788	555 110	722 243	1 644 905	1 009 467	1 628 637
Andre driftsrelaterte resultatenelement	- 140 048	112 309	433 750	390 708	- 104 977	34 467	- 91 446
Andre finansielle resultatenelement	- 9 047	1 009	-	4 000	4 000	1 000	-
Totalresultat	276 506	812 106	988 860	1 116 951	1 543 928	1 044 934	1 537 191
Foreslått utbytte	243 260	324 348	405 434	1 419 021	505 671	565 107	598 745

Figur 5.2 Tabulert resultatregnskap over analyseperioden 2013-2018T (inkludert 2012 for å få med endringstall)

BALANSE - eiendeler i hele 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Konsejser, patenter, lisenser og varemerke	5 215 005	5 258 866	5 588 545	6 085 351	9 735 906	9 669 603	9 502 436
Utsatt skattefordel	174 084	204 428	169 379	77 000	75 000	86 000	84 513
Goodwill	1 567 003	1 593 739	1 722 644	1 953 000	1 936 000	1 942 000	1 908 427
Sum immaterielle eiendeler	6 956 092	7 057 033	7 480 568	8 115 351	11 746 906	11 697 603	11 495 376
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	3 496 385	3 773 146	4 249 364	4 581 699	4 698 944	5 609 737	6 099 695
Skip	676 534	679 520	699 923	949 354	1 992 120	1 953 354	2 199 091
Sum varige driftsmidler	4 172 919	4 452 666	4 949 287	5 531 053	6 691 064	7 563 091	8 298 786
Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollerte selskaper	371 806	777 873	1 563 187	1 766 591	1 710 001	2 073 728	2 003 637
Investeringer i aksjer og andeler	44 052	31 343	35 773	33 428	33 821	31 341	29 961
Andre fordringer	40 730	52 848	64 775	61 159	120 842	200 505	150 668
Sum finansielle anleggsmidler	456 588	862 064	1 663 735	1 861 178	1 864 664	2 305 574	2 184 266
Sum anleggsmidler	11 585 599	12 371 763	14 093 590	15 507 582	20 302 634	21 566 268	21 978 428
Varelager	608 874	745 360	839 410	965 000	1 124 000	1 188 000	1 532 264
Biologiske eiendeler	2 883 975	3 962 091	3 882 579	4 574 913	6 754 681	4 689 772	6 048 794
Sum varer	3 492 849	4 707 451	4 721 989	5 539 913	7 878 681	5 877 772	7 581 058
Kundefordringer	1 154 154	1 744 953	1 637 571	1 655 026	2 340 495	2 070 947	2 472 233
Andre fordringer	546 433	623 634	692 700	621 048	734 205	719 362	668 835
Sum fordringer	1 700 587	2 368 587	2 330 271	2 276 074	3 074 700	2 790 309	3 141 068
Eiendeler klassifisert som holdt for salg	1 071 111	1 793 241	-	-	-	-	-
Kontanter og kontantekvivalenter	2 168 684	1 443 314	2 198 148	2 470 395	3 745 388	5 074 875	4 846 182
Sum omløpsmidler	8 433 231	10 312 593	9 250 408	10 286 382	14 698 769	13 742 956	15 568 308
Sum eiendeler	20 018 830	22 684 356	23 343 998	25 793 964	35 001 403	35 309 224	37 546 736

Figur 5.3 Tabulert presentasjon av AUSS sine eiendeler i perioden 2012-2018T

BALANSE - egenkapital og gjeld i hele 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Aksjekapital	101 359	101 359	101 359	101 359	101 359	101 359	101 359
Beholdning av egne aksjer	-	35 306	-	35 306	-	18 312	-
Overkurs	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549	3 713 549
Sum innskutt egenkapital	3 779 602	3 779 602	3 779 602	3 779 602	3 796 596	3 796 596	3 796 596
Annen egenkapital (opptjent egenkapital)	3 294 507	3 876 954	4 541 467	5 256 429	5 451 621	5 989 871	7 068 702
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet **	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031	9 248 217	9 786 467	10 865 298
Minoritetsinteresser	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777	8 964 603	9 385 272	10 400 482
Sum opptjent egenkapital	6 340 192	7 684 594	8 580 504	9 831 206	14 416 224	15 375 143	17 469 184
Sum egenkapital	10 119 794	11 464 196	12 360 106	13 610 808	18 212 820	19 171 739	21 265 780
Pensjonsforpliktelse	80 984	64 344	169 447	154 385	146 067	109 935	82 247
Utsatt skatt	2 142 874	2 381 823	2 407 445	2 731 728	3 986 198	3 432 079	3 761 035
Gjeld til kredittinstitusjoner (lån)	4 620 442	5 259 327	4 811 026	5 352 328	7 099 118	7 360 854	7 771 204
Sum langsiktig gjeld	6 844 300	7 705 494	7 387 918	8 238 441	11 231 383	10 902 868	11 614 486
Lån	1 541 105	1 297 697	1 363 092	1 956 227	2 139 150	1 851 553	1 731 830
Leverandørgjeld	921 403	1 191 136	1 172 683	1 004 075	1 500 089	1 456 729	1 442 560
Betalbar skatt	105 731	379 705	384 014	230 000	560 000	882 000	
Annen kortsiktig gjeld	486 497	646 128	676 185	754 413	1 357 961	1 044 335	
Annen kortsiktig gjeld + betalbar skatt							1 492 080
Sum kortsiktig gjeld	3 054 736	3 514 666	3 595 974	3 944 715	5 557 200	5 234 617	4 666 470
Sum gjeld	9 899 036	11 220 160	10 983 892	12 183 156	16 788 583	16 137 485	16 280 956
Sum egenkapital og gjeld	20 018 830	22 684 356	23 343 998	25 793 964	35 001 403	35 309 224	37 546 736

Figur 5.4 Tabulert presentasjon av AUSS sin egenkapital og gjeld i perioden 2012-2018T

Endringer i egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Egenkapital inngående balanse 01.01	6 685 747	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031	9 248 217	9 786 467
Årets totalresultat (FNR)	276 506	812 106	988 860	1 116 951	1 543 928	1 044 934	1 537 191
Betal utbytte	-	202 717	-	324 348	-	405 435	-
Ny egenkapital			1 044			174 000	
Driftsrelatert "dirty surplus"	-	11 339	12 557	1	3 446	-	86 723
Finansielt "dirty surplus"							1 013
Omarbeidingsdifferanse		325 912					
Egenkapital utgående balanse 31.12	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031	9 248 217	9 786 467	10 865 298

Figur 5.5 Endring i egenkapital til AUSS i perioden 2012-2018T

Vi bemerker oss at det i figur 5.5 framkommer en post kalt «omarbeidingsdifferanse». Egenkapitalen per 31.12.2012 ble rapportert i årsrapportene for 2013 og 2012 med henholdsvis kr 7 074 109 og kr 6 748 197 uten ytterligere forklaring. Årsaken til omarbeidingen kan være knyttet til endring av regnskapsprinsipper for å bedre sammenligningstallene, et såkalt «skjult innskudd av egenkapital» eller lignende. Da det ikke framkommer noen forklaring på hva denne omarbeidingen knytter seg til har vi valgt å tillegge denne posten på en egen linje.

5.2.1 Trailing

Tallgrunnlaget som det er rapportert i 2.kvartalsrapport for 2018 er ufullstendig, og vi ønsker å komme på sporet av regnskapet for hele den inneværende regnskapsperiode. Dette skal gjøres ved å framskrive et løpende finansregnskap med vekstfaktor fra tilsvarende kvartal året før. De kjente regnskapstallene (her første og andre kvartal) tillegges fjorårstallene (for tredje og fjerde kvartal) justert for et veksttillegg.

Et problem som imidlertid oppstår når en skal lage et trailing-regnskap er knyttet til oppspalting av de ulike posteringene da det er gitt begrenset informasjon i kvartalsrapporten. Dette kommer av at det ikke stilles like omfattende krav til kvartalsrapportering som til

årsrapportering. Av denne grunn har ikke alle regnskapspostene i 2018T blitt traillet på bakgrunn av tall gitt i kvartalsrapporten. Finansposter er ikke like detaljerte i kvartalsrapporter og derfor bygger disse regnskapstallene i 2018T på de som ble rapportert i 2017. Vårt beste estimat (2018T) for inneværende regnskapsperiode baseres på kvartalsrapporten (Q2) og «beste skjønn» der den er ufullstendig.

5.2.2 Trailing av resultatregnskapet

I det følgende vil det framskrevne resultatregnskapet for 2018T presenteres. Dette inneholder normale så vel som unormale driftsrelaterte og finansrelaterte poster, samt skattekostnaden. Dette er i tråd med framgangsmåten presentert av Knivsflå (Knivsflå, 2018).

Normale kontra unormale poster behandles ulikt i «trailingen», normale poster er tillagt en vekstjustering noe unormale poster ikke er. Med normale poster menes det at de forventes å være gjentakende, imens unormale ikke forventes å være det. Det er derfor hensiktsmessig for prediksjonsformål å skille disse fra hverandre.

5.2.2.1 Normale driftsrelaterte poster

Traillet resultatregnskap for år 2018 (2018T) av normale driftsrelaterte poster baserer seg på de to første kvartalenes rapporterte tall med et vekstjustert tillegg som tilsvarer størrelsen på de rapporterte tallene fra de to siste kvartalene i 2017.

De normale driftsrelaterte postene framkommer som presentert i formelen under.

Vekstjusteringen (g) er i tråd med den vekst virksomheten har erfart fra første kvartal (Q1) til andre kvartal (Q2) i 2017. Vekstjusteringen overstyres der denne måtte virke urimelig og vi har vurdert etter beste skjønn og benyttet estimater for at trailingen skal bli så nøyaktig som mulig.

$$2018T = (Q1_{17} + Q2_{17}) + ((Q1_{18} + Q2_{18}) * (1 + g)), \text{ hvor } g = \left(\frac{Q1_{18} + Q2_{18}}{Q1_{17} + Q2_{17}} \right) - 1$$

Q1 = rapport første kvartal, Q2 = rapport andre kvartal, g = vekstfaktor

Veksten i driftsinntekter fra det som ble erfart i første til andre kvartal i 2017 og i samme periode året etter er 6%. For å vurdere hvorvidt dette er et rimelig tillegg for den videre vekst for det siste halvåret kan en se til priser på fisk, som ble omtalt i kapittel 2.3.2. Da utviklingen

i prisen på fisk i stor grad påvirker inntjeningen til AUSS kan prognoser på framtidige priser være med på å støtte opp under, eller forkaste, veksttilleggets rimelighet. I andre kvartalsrapport (Q2) for 2018 framheves volatiliteten i lakseprisen som en utfordring (Austevoll Seafood ASA, 2018). Likevel framheves en økende vekst i etterspørselen. DNB Markets gir i sine prognoser et estimat på lakseprisen i tredje og fjerde kvartal til henholdsvis 53 kr og 56 kr per kilo (DNB Markets, 2018). Dette estimatet gir et høyere prisnivå enn året før og støtter opp under veksttillegget. Vi benytter oss av anslaget på 6 % som vekstfaktor for driftsinntekter i 2018T.

Av kostnader må det framskrives estimater for varekostnad, lønn og sosiale kostnader og andre driftskostnader, samt avskrivninger. Dette er innsatsfaktorer i produksjonen og vekstfaktoren til disse må ses i sammenheng med den vekstfaktoren som tillegges driftsinntektene. Vekstfaktoren til varekostnadene er anslått til 3,9% etter formelen over. Første halvår 2018 er allerede mer kostnadsbesparende enn på samme tid i 2017. Lønnskostnadene og andre driftskostnader framskrives med en høyere vekstfaktor, henholdsvis 8,7% og 14,9%. Dette fordi første halvår i 2018 har vist seg å være relativt dyrere enn på samme tid i 2017. Denne kostnadsveksten er for så vidt i stil med den vekstfaktoren som ble tillagt driftsinntektene og det som ble nevnt i kapittel 2.2.3 om bransjens kostnadsstruktur og vi anser vekstfaktorene som pålitelige, anvendelige estimater. Avskrivningene skal reflektere verdifallet eller slitasjen på de eiendeler som brukes i driften. Da summen av driftseiendeler, avskrivningsgrunnlaget, øker fra året før bør det tillegges en positiv vekstfaktor på framskrivningen av avskrivninger, og vekstfaktoren anses å være tilfredsstillende.

5.2.2.2 Unormale drifts- og finansrelaterte poster

Unormale poster, eller transitoriske poster, er engangsposter som bare påvirker en eller et fåtall regnskapsperioder og følgelig vil være lite relevante for framtiden (Knivsflå, 2018). Disse er altså uegnede for prognose- og budsjetteringsformål. Da disse ikke forventes å påløpe ved en senere anledning vil disse ikke framskrives og justeres med en vekstfaktor, men henføres i sin helhet fra første halvår til årsslutt. Poster som anses som unormale omfatter verdijustering av biologiske eiendeler, gevinst ved salg av driftsrelaterte eiendeler, nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler, unormalt nettoresultat fra tilknyttede virksomheter og unormalt finansresultat.

5.2.2.3 Normale finansrelaterte poster

Under normale finansrelaterte poster føres rente- og andre finansinntekter (FI), og rente- og andre finanskostnader (FK). Kvartalsrapportene er vesentlig mindre informative hva angår detaljnivået på disse postene. Finansinntekter og -kostnader er gitt som et nettoresultat. Det gir ikke særlig nyttig informasjon til framskrivingen utover at nettosummen er relativt lik foregående regnskapsperiode. Derfor benyttes informasjonen gitt i årsrapporten som et utgangspunkt for trailingen i 2018T.

Regnskapstallene for de omgrupperte postene finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG), samt en estimert rente for 2018 benyttes til å framskrive et estimat på de normale finansrelaterte postene for 2018T. Under følger formlene benyttet for å estimere disse postene:

$$FI_{2018T} = \frac{FI_{2017}}{FE_{gj.snitt}} \times FE_{2018T}$$

$$FK_{2018T} = \frac{FK_{2017}}{FG_{gj.snitt}} \times FG_{2018T}$$

FI = Finansinntekt,

FK = Finanskostnad,

FE = Finansielle eiendeler,

FG = Finansiell gjeld

Finansinntektene framskrives ved at en multipliserer finansielle eiendeler som er holdt i framskrivingsåret 2018T med en gjennomsnittlig, beregnet rente. Finansinntektene for 2017 divideres på et gjennomsnitt dannet av alle finansielle eiendeler holdt i analyseperioden. Det samme gjøres for finanskostnadene, da med finanskostnadene i 2017 dividert på et snitt av all finansiell gjeld multiplisert med 2018T-tall på finansiell gjeld for å få et estimat på finanskostnad i 2018T.

5.2.2.4 Skattekostnaden

Skattekostnaden for 2018T består av ulike skattesatser for de ulike inntektene. Driftsresultatet beskattes med driftsskattesatsen (dss), finansinntekter og unormalt finansresultat med finansinntektsskattesatsen (fiss) og finanskostnaden med finanskostnadsskattesatsen (fkss).

Kvartalsrapportene gir ikke nok informasjon til å gi et klart skille på hva som er å regne som normal og unormal skattekostnad i trailingåret. De historiske regnskapstallene i

analyseperioden, gitt i årsrapporter, tilsier at en del av skattekostnaden skal klassifiseres som unormal. Av denne grunn trekkes en liten del av det som er rapportert som skattekostnad ut som unormal. Denne delen som trekkes ut for 2018 tilsvarer den samme størrelsesorden i prosent for unormal skattekostnad relativt til den normale skattekostnad i 2017.

Nøyaktigheten på trailingen vil svekkes som følge av den lite detaljerte rapporteringen og behovet for estimering.

$$SK_{2018T} = \left(\left(dss_{2017} \cdot \frac{1}{2} + dss_{2018T} \cdot \frac{1}{2} \right) \cdot DR \right) + f_{iss} \cdot (FI + UFR) - f_{kss} \cdot FK$$

SK = Skattekostnad,

dss = driftsskattesatsen,

DR = Driftsresultat,

fiss = effektiv skattesats finansinntekter, *FI* = Finansinntekter,

UFR = unormalt finansresultat,

fks = effektiv skattesats finanskostnader, *FK* = finanskostnader

5.2.2.5 Minoritetsinteresse og utbytte

Minoritetsinteressen er en justeringspost for de utenforstående aksjonærenes eierandel i konsernet. Historisk sett over analyseperioden tilsvarer denne posten 40-50% av årsresultatet før fratrekk av minoritet. Ved å benytte vekstfaktoren beregnet for denne post vil denne bli betydelig mye større. Vi har derfor valgt å overstyre vekstfaktoren slik at minoritetsinteressen settes til å tilsvare analyseperiodens gjennomsnittlige andel av *årsresultat før minoritet* da vi ikke kan se at eierstruktur og minoritetsinteressen skal endres betydelig i framtiden.

Ved trailing av utbytte er det fornuftig å ta utgangspunkt i normal vekst. En typisk benyttet vekstfaktor vil være vekstfaktoren benyttet for framskriving av driftsinntektene. Denne multipliseres med fjorårets utbytte. AUSS har i sin siste årsrapport uttrykt seg om sin utbyttepolitikk. Utbytte i størrelsesorden 20% til 40% av konsernets nettoresultat (eksklusiv verdijustering av biologiske eiendeler) ønskes det over tid å utbetales (AUSS 2017 årsrapport). Dette for å maksimere verdiskapningen for aksjonærene. Vi benytter oss av vekstfaktoren benyttet til å framskrive driftsinntektene da dette gir et foreslått utbytte som er i tråd med utbyttepolitikken.

TRAILING RESULTATREGNSKAP	2018	2017			2018
Alle tall i 1000 NOK	Q1-Q2	Q1-Q2	Q3-Q4	Vekstfaktor	Trailing
Driftsinntekter	11 754 529	11 094 149	9 704 784	0,060	22 036 991
- Varekostnad	5 760 966	5 547 040	4 942 010	0,039	10 893 569
- Lønn og sosiale kostnader	1 554 754	1 430 714	1 474 642	0,087	3 157 244
- Andre driftskostnader	1 423 875	1 238 931	1 418 347	0,149	3 053 949
- Avskrivning	463 256	458 419	461 010	0,011	929 130
= Driftsresultat før unormale kostnader	2 551 678	2 419 045	1 408 775		4 003 099
+ Verdijustering biologiske eiendeler	1 467 586	-318 864	-1 513 635		1 467 586
+ Gevinst salg av driftsrelaterte eiendeler (Andre gevinster og tap)					0
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	-1 017	-1 812	2 477		-1 017
= Driftsresultat	4 020 281	2 101 993	-107 337		5 469 668
+ Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter - normalt	278 899	266 338	232 452	0,047	522 314
+ Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter - unormalt		0	0		0
+ Finansinntekt - normal				0,007	73 445
- Finanskostnad - normal				0,040	-432 305
Rapportert netto finanskostnad	-145 261	-142 747	-140 126		-358 860
+ Unormalt finansresultat	-6 323	6 903	2 097		-6 323
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	4 147 596	2 517 981	267 338		5 626 799
- Skattekostnad - normal	792 707	-490 882	121 823		1 069 575
- Skattekostnad - unormal	88 079	0	0		126 869
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	3 266 811	3 008 863	145 515		4 430 354
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet					0
- Netto minoritetsresultat - normalt	1 568 652	825 166	821 489	0,50	2 801 718
- Netto minoritetsresultat - unormalt	0	0	0		0
= Årsresultat til majoritet	1 698 159	3 008 863	145 515		1 628 636
+ Andre driftsrelaterte resultatetelementer					-91 446
+ Andre finansrelaterte resultatetelementer					0
= Totalresultat	1 606 713	3 008 863	145 515		1 537 190
Foreslått utbytte			565 107	0,060	598 745

Figur 5.6 Trailing av resultatregnskap for AUSS i 2018T

5.2.3 Trailing av balansen

Som ved trailing av resultatet vil framskrivningen av balansen benytte seg av de ferskeste regnskapstall, nemlig kvartalsrapporten fra 2.kvartal i 2018. Her vil vi likevel ikke foreta noen estimering, men benytte oss av de tallene som er presentert. Dette fordi kvartalsrapporten fra 2.kvartal vil gi det beste estimat på 2018-tallene. Dette kan medføre at kvartalstallene får stor betydning for den videre analyse. Dette kan potensielt representere en stor svakhet. Ved store endringer i dette halvårets balanse vil framtidregnskapet være særdeles preget av dette. Den framskrevne balansen inneholder ikke store avvik i de ulike balansepostene, og estimatene anses ok. Den framskrevne balansen er presentert i figur 5.2 og figur 5.3.

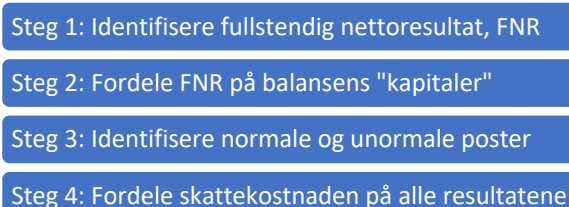
Det knyttes stor usikkerhet til framskrivningen av endringen i egenkapital. Endringen skyldes blant annet endring i totalresultat. Da egenkapitalen for utgående balanse 2018 settes med tallgrunnlaget gitt i 2.kvartalsrapport og totalresultatet inkluderer tall traillet for hele regnskapsperioden vil det oppstå en differanse mellom resultatregnskapet og det den endring som viser i egenkapitalen. Differansen håndterer vi ved å føre den som driftsrelatert dirty surplus, det vil si direkte mot egenkapitalen.

5.3 Omgruppering for analyse

Omgrupperingens siktemål er å skreddersy årsregnskapet, herunder regnskapsoppstillingene, for analyse. Regnskapsinformasjonen skal følgelig være bedre egnet for en investors analyseformål. IFRS-regnskapet fokuserer i stor grad på risiko, herunder likviditet og soliditet, og rentedekning. Dette kan en se i de forskjellige oppstillingene; balanseoppstillingen grupperes etter forfallstidspunkt i omløps- og anleggsmidler; resultatoppstillingen fokuserer på om verdiskapningens størrelse overgår kostnaden ved bruk av gjeld; kontantstrømoppstillingen gir ytterligere informasjon om endringen i kontantekvivalenter, såkalte «hyperlikvide» midler (Knivsflå, 2018) Omgrupperingen skal ta sikte på å beholde risikofokuset intakt, men samtidig fremme fokuset på kilder til den normale inntjeningen, verdiskapningen og utdelingen (Penman, 2013). Normaliseringen av oppstillingene og skillet mellom drifts- og finansposter gjennom omgruppering vil tydeliggjøre nettopp dette.

5.3.1 Omgruppering av resultatet

Omgruppering vil bidra til å gjøre regnskapstallene mer presise og skreddersydd for analyse (Gjesdal, 2007). For å skreddersy regnskapsoppstillingene for analyseformål starter vi med omgrupperingen av resultatet. Dette gjøres stegvis. Stegene i omgrupperingen følger i figur 5.7 (Knivsflå, 2018).



Figur 5.7 Steg i omgrupperingen av resultatet

Disse stegene vil resultere i en omgruppert resultatoppstilling og stegene omtales separat i delkapitlene under.

5.3.1.1 Identifisere fullstendig nettoresultat

Første steg på veien mot et omgruppert resultat er å identifisere det fullstendige nettoresultatet, FNR. FNR er den resultatandel som tilfaller majoritetseierne i selskapet. Med

resultatandel menes summen av det rapporterte årsresultatet (RES), annet fullstendig resultat (AFR) og dirty surplus (DSP) (Penman, 2013).

AUSS fører regnskap etter IFRS-standarder som nevnt innledningsvis i kapittel 5. Standarden IAS 1 regulerer hvordan selskapene skal presentere regnskapene sine og tillater bruk av enten en samlet oppstilling over resultat og annet fullstendig resultat eller to separate oppstillinger. I AUSS sine årsrapporter framkommer «RES» og «AFR» separat, henholdsvis under resultatregnskapet og totalregnskapet. «Dirty surplus» er derimot ingen post i regnskapet.

Inntekter og kostnader inngår etter kongruensprinsippet i resultatregnskapet såfremt andre standarder krever/tillater at postene rapporteres under annet fullstendig resultat, AFR. Unntakene, som omtales som annet fullstendig resultat føres derimot mot det fullstendige resultatet som inngår i totalresultatet. Eksempler på typiske AFR-poster er reklassifiseringer og kontantstrømsikringer.

«Dirty surplus» framkommer ikke eksplisitt i regnskapet. Dette er inntekter og kostnader som føres direkte mot egenkapitalen, noe som er i brudd med kongruensprinsippet. «Dirty surplus» favner til eksempel emisjonskostnader eller verdiregulering som følge av justeringer og prinsippendringer i regnskapsføringen. «Dirty surplus» vil være en residualpost, dvs. etter å ha tatt hensyn til både rapportert årsresultat og annet fullstendig resultat vil differansen fra årets utgående balanse og neste års inngående balanse tilsvare summen av «dirty surplus». Vi har sett på selskapets rapportering av endringer i egenkapital og tilhørende noter for å finne det eventuelle «dirty surplus». Figur 5.8 viser det fullstendige nettoresultatet.

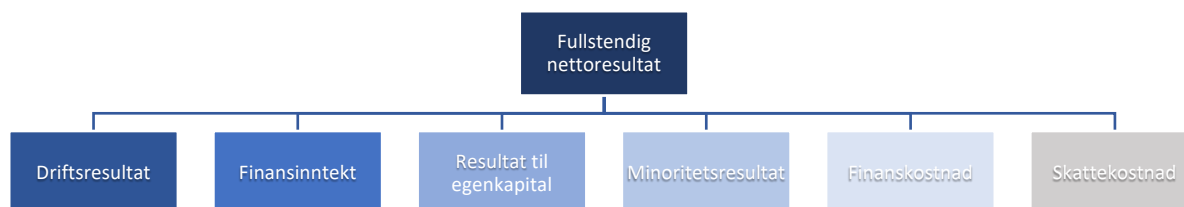
Fullstendig nettoresultat	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Rapportert årsresultat	RES	425 601	698 788	555 110	722 243	1 644 905	1 009 467	1 628 637
Andre driftsrelaterte resultatelement	DAFR	- 140 048	112 309	433 750	390 708	- 104 977	34 467	- 91 446
Andre finansielle resultatelement	FAFR	- 9 047	1 009	-	4 000	4 000	1 000	-
Rapportert totalresultat		276 506	812 106	988 860	1 116 951	1 543 928	1 044 934	1 537 191
Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	- 11 339	12 557	1	3 446	- 86 723	-	106 747
Finansielt dirty surplus	FDSP	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig nettoresultat	FNR	265 167	824 663	988 861	1 120 397	1 457 205	1 044 934	1 643 938

Figur 5.8 Fullstendig nettoresultat for AUSS i perioden 2012-2018T

5.3.1.2 Fordeling av fullstendig nettoresultat

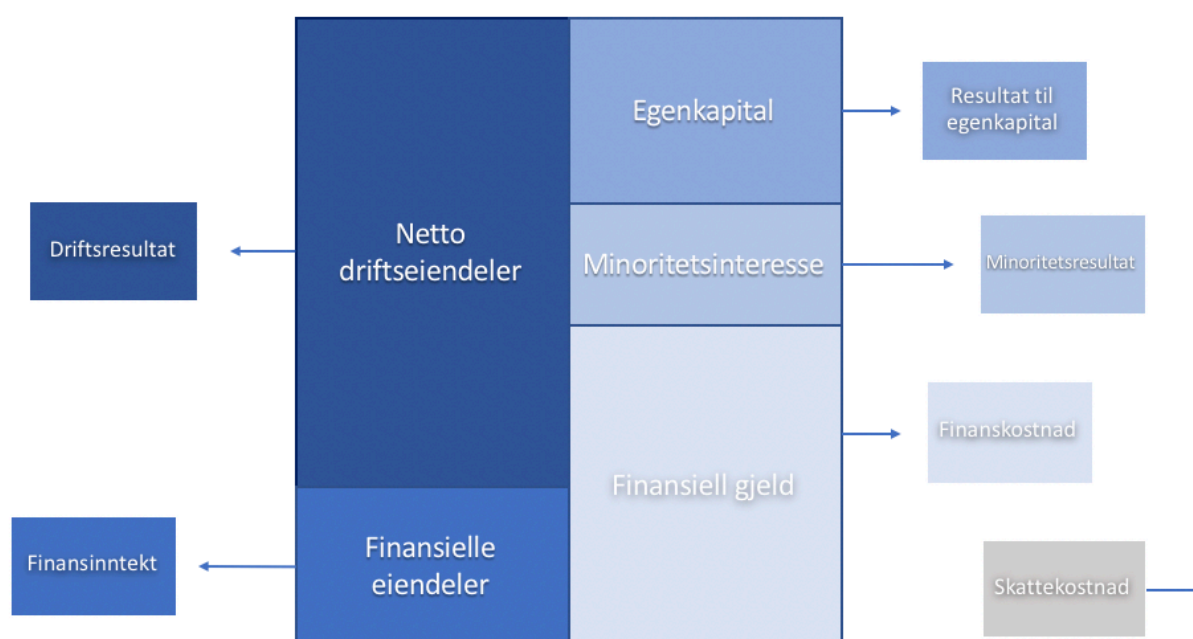
Fullstendig nettoresultat kan så fordeles inn i driftsrelaterte og finansielle poster, for så å tildele disse til de forskjellige kapitalene i balansen (Gjesdal, 2007). Ved å gjøre dette vil en kunne belyse avkastningen knyttet til de ulike kapitalene, dvs. verdiskapningen i

virksomheten. Hver kapital vil få tildelt sin andel av det fullstendige nettoresultatet før skatt. Et viktig moment ved denne fordelingen er at den er konsistent med de klassifiseringer som gjøres for balansepostene. Figur 5.9 viser de ulike kapitalene FNR fordeles på, samt tilhørende resultat.



Figur 5.9 Fordeling av det fullstendige nettoresultat

I kapittel 5.3.2 vil den omgrupperte balansen som følger i figur 5.10 forklares. Skillet som ble gjort i resultatet mellom drift og finans tilrettelegger for å analysere delene av resultatet sammen med de tilhørende delene av balansen (Knivsfå, 2018). Dette øker informasjonsverdien og vil gi et bedre inntrykk av hvor verdiskapningen skjer i AUSS.



Figur 5.10 Omgruppert balanse med tilhørende resultat

Driftsresultatet består av poster som inngår i driften og er følgelig avkastningen knyttet til kapitalen netto driftseiendeler. I figur 5.11 presenteres det fullstendige normale driftsresultatet. Nettoresultat tilknyttede selskaper er inntekter som er regnskapsført etter

egenkapitalmetoden. Resultatet fra tilknyttede virksomheter er ofte investeringer som knytter seg til driften i eierselskapet og bør følgelig inngå i driftsresultatet (Gjesdal, 2007). Dette medfører at balanseposten som favner tilknyttede selskap blir en driftseiendel. Hadde investeringen vært en ren pengeplassering ville den vært klassifisert som en finansiell eiendel, og da ville det tilhørende resultatet derfor vært å regne som finansinntekt. De tilknyttede selskapene som er av vesentlig betydning for konsernet i analyseperioden er Pelagia, og datterdatterselskapene Norskott Havbruk AS, Seistar Holding AS og Seafood Danmark AS. Disse er alle tett knyttet til driften i eierselskapet og nettoandelen av resultatet regnes som en del av driftsresultatet. I figur 5.2 ble nettoresultat tilknyttede selskaper rapportert som en finanspost, men er i det omgrupperte regnskapet flyttet til driftsresultat.

Annet fullstendig resultat består av poster som kan klassifiseres som finansielle og driftsrelaterte poster. Denne må følgelig spaltes opp. Vurderingen fattes etter å ha sett på det som framkommer av informasjon i notene. Vi anser *verdiendringer knyttet til kontantstrømsikring, omregningsdifferanser, og andeler av utvidet resultat i tilknyttet selskap* som driftsrelaterte poster.

Det samme gjelder dirty surplus – posten kan bestå av både finansielle og driftsrelaterte poster. Driftsrelatert dirty surplus anser vi å omfatte konsernetableringer og «annet». Det som spesifiseres som «annet» i regnskapet er ikke omtalt særlig videre i notene, så det tillegges drift. I figur 5.11 presenteres det fullstendige normale driftsresultatet før skatt.

Fullstendig driftsresultat	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	DI	11 465 614	13 486 717	13 964 419	15 520 061	20 460 972	18 966 434	23 504 577
Driftskostnader	DK	- 10 534 851	- 10 946 489	- 12 488 409	- 13 887 058	- 15 998 612	- 16 971 778	- 18 034 909
Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	930 763	2 540 228	1 476 010	1 633 003	4 462 360	1 994 656	5 469 668
Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	DI	35 855	194 328	217 381	264 279	459 498	498 790	522 314
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	DAFR	- 140 048	112 309	433 750	390 708	- 104 977	34 467	- 91 446
Driftsrelatert dirty surplus	DDSP	- 11 339	12 557	1	3 446	- 86 723	-	106 747
Fullstendig driftsresultat før skatt	FDR	815 231	2 859 422	2 127 142	2 291 436	4 730 158	2 527 913	6 007 283

Figur 5.11 Fullstendig driftsresultat før skatt for AUSS i perioden 2012-2018T

Resultat fra diskontinuerlig virksomhet er nettoresultatet fra eiendeler som skal selges eller avvikles (Knivsflå, 2018). Selv om det historisk sett har vært knyttet til drift har det lite med framtidig drift å gjøre. Derfor bør en spesifisere resultat fra diskontinuerlig virksomhet som finansresultat. Den diskontinuerlige virksomheten klassifiseres som finansiell eiendel i balansen. Netto resultat fra eiendeler holdt for salg i 2013 kommer fra fusjonen som ledet til etableringen av Pelagia. Dette føres i sin helhet i finansresultatet.

Som nevnt kan enkelte poster i annet fullstendig resultat (AFR) klassifiseres som finansielle poster. *Verdiendring knyttet til finansielle eiendeler tilgjengelig for salg, aktuaravvik i forbindelse med pensjonsforpliktelser og verdiendringer fra investeringer i tilknyttede selskaper* anses som finansrelaterte poster. I figur 5.12 presenteres det fullstendige finansresultat.

Fullstendig finansresultat	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Finansinntekt	FI	70 146	53 115	63 599	40 317	49 356	58 127	73 445
Finanskostnad	FK	- 278 744	- 282 373	- 264 517	- 274 462	- 311 000	- 360 558	- 432 305
Unormalt finansresultat	UFR	57 276	40 862	146 000	91 000	22 367	9 000	6 323
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	FI	59 085	238 699	-	-	-	-	-
Andre finansielle resultatelement	FAFR	- 9 047	1 009	-	4 000	4 000	1 000	-
Finansrelatert dirty surplus	FDSP	-	-	-	-	-	-	-
Fullstendig finansresultat før skatt	FFR	- 101 284	- 507 810	- 346 918	- 321 145	- 235 277	- 292 431	- 365 183

Figur 5.12 Fullstendig finansresultat før skatt for AUSS i perioden 2012-2018T

5.3.1.3 Identifisere normale og unormale poster

Det tredje steget omhandler identifiseringen av normale og unormale poster i drift, finans og skatt. Da det er postene som er å anse som gjentakende som er av relevans i vurderingen av selskapets verdiskapning skal de unormale postene trekkes ut. Det er de normale postene som benyttes i framskrivingen av framtidresultatet etterhvert. Skillet mellom normale og unormale poster bygger på subjektive vurderinger av den som verdsetter, og følgelig vil dette øke risikoen for feilestimering. Det vil tas forutsetninger der det ikke framgår klart hva postene inneholder.

Vurderingene gjøres post for post, med tilhørende noter. Vanligvis vil en velge å klassifisere poster som normale etter om de har en stabil trend og er av gjentakende karakter. De typiske eksemplene på normale poster er salgsinntekter og varekostnader. Unormale poster har gjerne en mer labil trend og er ikke å forvente som gjentakende. Nedskrivninger og verdijustering av biologiske eiendeler er eksempler på unormale poster. Under presenteres de poster som vurderes som unormale drifts- og finansrelaterte poster.

Unormale driftsposter:

I det følgende vil unormale driftsposter omtales. *Nedskrivninger/reversering av varige og immaterielle driftsmidler* er å anse som en unormal post. Dette kommer av at nedskrivninger forekommer som følge av uforutsette hendelser. Det kan argumenteres for at posten er gjentakende, på akkumulert nivå, men uten en klar trend. Det er når uforutsette, separate

hendelser inntreffer at en må nedskrive, og følgelig er nedskrivninger å anse som en unormal post.

Verdijustering biologiske eiendeler ser også ut til å gjentas i vår analyseperiode. Som på samme måte som nedskrivninger kan en likevel ikke finne en klar trend på denne størrelsen. Verdijusteringen knytter seg til både den volatile prisen på fisk og slaktevolumet av denne fisken. Verdijusteringen vil tilføre unødvendig mye støy i regnskapet, og da det ikke er noen klar trend for posten anses den som unormal.

Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler og *Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader* er typiske poster som trekkes ut fra det normale driftsresultat. Førstnevnte er av gjentakende karakter over analyseperioden, men denne er også uten en særlig trend. Sistnevnte forekom kun i 2012 og består av diverse engangshendelser. Begge klassifiseres som unormale poster. I figur 5.13 presenteres det unormale driftsresultatet.

Unormalt driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Nedskrivninger av varige og immaterielle driftsmidler -	25 858 -	89 541 -	30 114 -	107 886 -	122 794 -	665 -	1 017
Verdijustering biologiske eiendeler	294 735	828 834 -	379 758	246 567	1 549 449 -	1 832 499	1 467 586
Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler -	24 890	115 170	115 751	34 000	7 000	2 000	-
Netto andre unormale driftsinntekter/-kostnader	190 860	-	-	-	-	-	-
Andre driftsrelaterte resultatelement	- 140 048	112 309	433 750	390 708 -	104 977	34 467 -	91 446
Driftsrelatert dirty surplus	- 11 339	12 557	1	3 446 -	86 723	-	106 747
Unormalt driftsresultat før skatt	283 460	979 329	139 630	566 835	1 241 955 -	1 796 697	1 481 870

Figur 5.13 Unormalt driftsresultat før skatt for AUSS i perioden 2012-2018T

Unormale finansrelaterte poster:

Valutagevinster og -tap, agio/disagio, nedskrivning av finansielle eiendeler og provisjoner anses alle som unormale finansrelaterte poster. Dette kommer av at postene er labile og ikke har noen merkbar trend. I posten andre finansielle resultatelementer finner vi enkelte unormale poster. I figur 5.14 presenteres det unormale finansresultatet.

Unormalt finansresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Unormalt finansresultat	57 276 -	40 862 -	146 000 -	91 000	22 367	9 000 -	6 323
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	59 085 -	238 699	-	-	-	-	-
Andre finansielle resultatelement	- 9 047	1 009	-	4 000	4 000	1 000	-
Finansrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt finansresultat	107 314 -	278 552 -	146 000 -	87 000	26 367	10 000 -	6 323

Figur 5.14 Unormalt finansresultat for AUSS i perioden 2012-2018T

5.3.1.4 Fordele skattekostnaden på alle resultatene

Det siste steget innebærer å fordele skattekostnaden til de forskjellige resultatene. Av dette får en nettoresultatene tilhørende hver kapital. Skattekostnaden skal fordeles på både drifts- og finansinntekter/kostnader. I det følgende delkapittel vil skattesatsene omtales og skattekostnaden fordeles. I figur 5.15 illustreres de ulike satsene som er benyttet.

År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Gj.snitt	Median
Selskapsskattesats	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %	23 %		
Finansinntektsskattesats	18,7 %	18,7 %	18,0 %	18,0 %	16,7 %	16,0 %	15,3 %		
Driftsskattesats	29,8 %	29,6 %	29,5 %	23,0 %	26,9 %	24,4 %	21,2 %	26,4 %	26,9 %

Figur 5.15 Utviklingen av skattesatsene

Den rapporterte skattekostnaden inneholder flere ulike komponenter som følge av at ulike poster skattlegges forskjellig. Det er de gjeldende skatteregler og tilhørende satser som må følges til enhver tid, og på grunn av dette vil en kunne finne avvik fra selskapsskattesatsen i både finans- og driftsdelene. Effektiv skattesats vil av denne grunn kunne være enten høyere eller lavere enn selskapsskattesatsen (Knivsfå, 2018).

Skatt på finansresultatet kan fordeles på normalt netto finansresultat og unormalt finansresultat (Knivsfå, 2018). Skattekostnaden til normale finanskostnader framkommer ved benyttelse av selskapsskattesatsen da majoriteten av finanskostnadene er rentekostnader. Selskapsskattesatsen i Norge er per 2018 på 23% (Finansdepartementet, 2017). I analyseperioden 2013-2018T varierer selskapsskattesatsen, denne satsen er oppsummert i figur 5.15. Hva angår finansinntekten benyttes en annen skattesats, finansinntektsskattesatsen (fiss). Skattlegging av finansinntekten til en lavere sats ble omtalt i delkapittel 5.2.2.4, og benyttelsen av en lavere sats begrunnes med at en del av finansinntektene omfattes av fritaksmodellen. Fritaksmodellen, som følger av skattelovens §2-38, fritar aksjegevinst og utbytter fra beskatning på selskapsnivå og påvirker på den måte den effektive skattesatsen. En rimelig antakelse for beregning av fiss er at den er to tredjedeler av selskapsskattesatsen (Knivsfå, 2018). Unormalt finansresultat skattlegges også med denne satsen.

Driftsresultatet skattlegges ved benyttelse av driftsskattesatsen. Driftsskattesatsen er selskapets normaliserte driftsskattesats (ndss). Vi benytter oss av den minst ekstreme satsen, dvs. den som avviker minst fra selskapsskattesatsen. I valget mellom gjennomsnitt og median faller dette på gjennomsnittet, uthevet med grønn farge i figur 5.15. Utrekningen

framkommer i formelen under, og den normaliserte satsen er gjennomsnittet av driftsskattesatsen over analyseperioden.

$$d_{SS} = \frac{NSK - f_{iss} \times (FI + UFR) + f_{kss} \times FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

D_{SS} = driftsskattesats, *NSK* = normal skattekostnad, *f_{iss}* = effektiv finansinntektsskattesats, *FI* = Finansinntekter, *UFR* = unormalt finansresultat, *f_{kss}* = effektiv finanskostnadsskattesats, *DR* = Driftsresultat, *UDR* = Unormalt driftsresultat

Figur 5.16 viser fordelingen av skattekostnader til de forskjellige resultatene.

Fordeling skattekostnad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Normal driftsskattekostnad	130 681	444 222	466 454	384 815	798 106	1 008 156	1 054 872
Skatt på finansinntekt	13 094	9 915	11 448	7 257	8 226	9 300	11 262
Skatt på finanskostnad	- 78 048	- 79 064	- 71 420	- 74 105	- 77 750	- 86 534	- 99 430
Skatt på unormalt driftsresultat	129 759	252 860	86 668	39 706	386 148	447 667	310 683
Unormal driftsskatt på normal drift	17 301	54 643	55 146	49 028	17 662	72 854	206 842
Skatt på unormalt finansresultat	20 032	51 996	26 280	15 660	4 395	1 600	970
Unormal skattekostnad	658	7 908	2 878	3 955	162 180	42 943	126 869
Rapportert skattekostnad	233 476	622 671	345 802	289 031	974 607	369 059	1 196 444

Figur 5.16 Fordeling av skattekostnader i perioden 2012-2018T

Som det framgår i figur 5.16 er skattekostnaden svært varierende i sammensetningen.

Trenden for den normale driftsskattekostnaden er økende, som naturligvis følger av et økende driftsresultat. Skatt på både finansinntekter og -kostnader holder et relativt stabilt nivå. De unormale skattekostnadene har følgelig ingen trend å spore da de er knyttet til et fåtall enkelthendelser.

5.3.2 Omgruppering av balansen

Balanseoppstillingen, som den presenteres i AUSS sine årsrapporter, er i stor grad kreditororientert da de følger IFRS-rapportering. Balanseoppstillingen fokuserer på likviditeten til eiendelene og forfallstiden på gjelden (Penman, 2013). På samme måte som med omgrupperingen av resultatet som ble gjort i kapittel 5.3.1 skal balansen omgrupperes slik at den er mer hensiktsmessig for vår videre verdivurdering. Fordelingen skal enklere belyse hvilke eiendeler som benyttes i drift og hvilken kapital som finansierer disse driftseiendelene. Dette vil synliggjøre verdiskapningen som følger av å sette kapitalen i drift, altså det å sysselsette kapitalen (Penman, 2013). Omgruppering av balansen gjennomføres over fire steg. Figur 5.17 presenterer de ulike stegene, og delkapitlene i det følgende utdyper hvert steg separat.

Steg 1: Overføre avsatt utbytte til egenkapital

Steg 2: Skille drift og finans i totalbalansen

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Figur 5.17 Steg i omgruppering av balansen

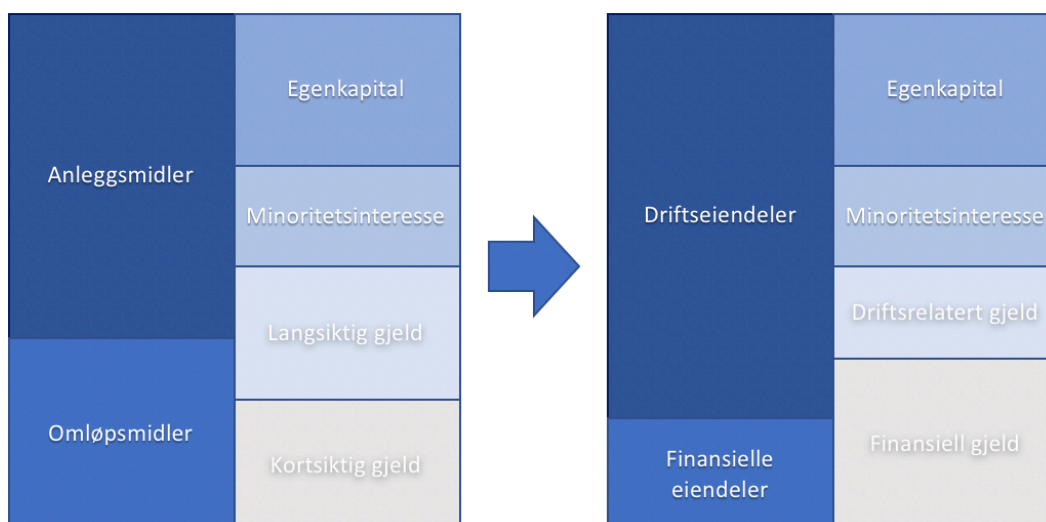
5.3.2.1 Overføring av utbytte til egenkapital

Første steg tar for seg klassifiseringen av avsatt utbytte. IFRS avsetter utbytte først når generalforsamlingen vedtar det, i motsetning til norske regnskapsregler (NRS) som krever avsatt utbytte ført som kortsiktig gjeld. Utbyttet, etter IFRS, vil altså være ført som egenkapital når den endelige avgjørelsen er fattet, og balansen vil dermed ikke inneholde noen avsetning av utbytte per 31.12. Dette betyr at det ikke vil være nødvendig å omklassifisere denne posten i vår omgruppering av balansen til AUSS.

5.3.2.2 Klargjøring av drift og finans i totalbalansen

I omgrupperingen av balansen bør det komme klart fram hva som er å regne som drift og hva som er å regne som finans, både på eiendelssiden og gjeldssiden (Penman, 2013).

Driftseiendeler knytter seg direkte til den daglige driftssyklusen eller infrastrukturen knyttet til den. De finansrelaterte eiendelene er rene pengeplasseringer eller andre driftsfremmede eiendeler (Knivsflå, 2018). Gjeldssiden vil også få et slikt skille mellom drift og finans. Som det ble påpekt i delkapittel 5.3.1.2 er det her viktig at klassifiseringen mellom drift og finans av balanseoppstillingen er konsistent med den klassifiseringen som ble gjort ved omgruppering av resultatregnskapet. I figur 5.18 belyses sammenhengen mellom oppstillingen som benyttes ved IFRS-rapportering og oppstillingen som skiller mellom drift og finans.



Figur 5.18 Sammenheng mellom IFRS og omgrupperingen

Driftseiendeler

Immaterielle eiendeler, det vil si *konsesjoner, varemerke, goodwill* og *andre rettigheter*, tilhører driften og klassifiseres følgelig som driftsrelaterte i balansen. Utsatt skattefordel knyttes til driften og klassifiseres som driftseiendel. Varige driftsmidler som *tomter, skip, bygninger* og *annen fast eiendom* er også eiendeler som inngår i den daglige drift.

Investeringer i tilknyttede selskaper og felleskontrollerte selskaper vil også klassifiseres som driftseiendeler da de bidrar i verdikjeden til AUSS. Varer, det vil si *Varelager* og *Biologiske eiendeler*, inngår i den daglige drift og klassifiseres som driftseiendeler. *Kundefordringer* og *andre fordringer* er driftseiendeler.

Finansielle eiendeler

Investeringer i aksjer og andeler er å regne som pengeplasseringer og klassifiseres som finansielle eiendeler. *Andre langsiktige fordringer* omfatter lån til aksjonærer og nærstående og har ikke noe med driften å gjøre, disse er finansielle eiendeler. *Eiendeler klassifisert som holdt for salg* følger føring etter IFRS 5 og er å regne som finansielle eiendeler da de er forventet å bli solgt innen kort tid. *Konter og kontantekvivalenter* kan klassifiseres som både drifts og finansielle eiendeler. For å drive en virksomhet kreves det en forsvarlig likviditet og av den grunn burde en bit av beholdningen klassifiseres som driftseiendeler. Den bit som kan omtales som overskuddslikviditet vil derimot være finansiell.

Overskuddslikviditet vil prinsipielt være en plassering av kapital med avkastning (ved forrentning). Da det vil være utfordrende å skille mellom drifts- og overskuddslikviditet, selv

om dette ville vært optimalt, tas det ikke til etterfølge. Vi klassifiserer kontanter og kontantekvivalenter som finansielle eiendeler.

Driftsrelatert gjeld

Pensjonsforpliktelser, utsatt skatt og andre forpliktelser er klassifisert som langsiktig driftsrelatert gjeld da det er poster som framkommer av driftsrelaterte aktiviteter.

Leverandørgjeld, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld klassifiseres som driftsrelatert gjeld da det er ikke-rentebærende gjeld som knytter seg til driften.

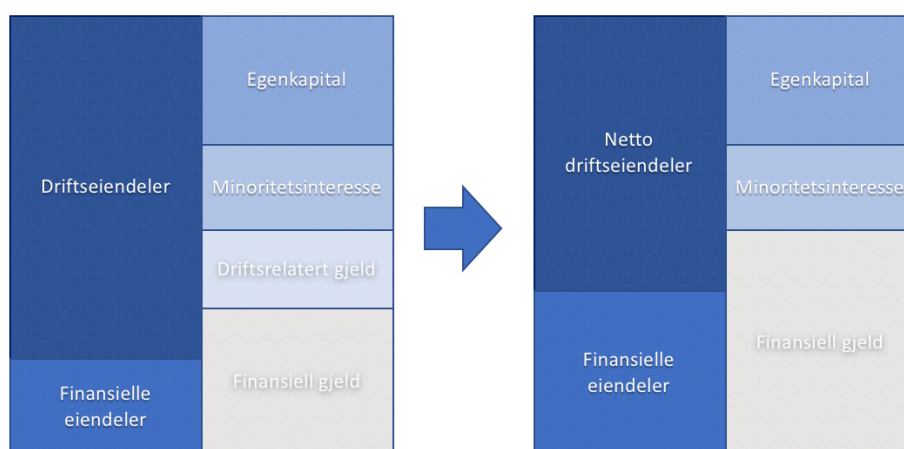
Finansiell gjeld

Langsiktig gjeld og kortsiktig finansiell gjeld er rentebærende gjeld og klassifiseres følgelig som finansiell gjeld.

5.3.2.3 Omgjøring av total kapital til sysselsatt kapital

I det tredje steget omgrupperes total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2018). Total kapital omfatter egenkapital, minoritetsinteresser, driftsrelatert og finansiell gjeld. Dette gjøres fordi driftsrelatert gjeld er en del av total kapitalen og således gir ikke total kapitalen et riktig bilde av den investerte kapitalen i virksomheten. Det gjør derimot den sysselsatte kapitalen.

Sysselsatt kapital er den kapital eiere og finansielle långiver skyter inn. Denne kapitalen korrigerer for den driftsrelaterte gjelden som ikke er hentet i kapitalmarkedet, og det er den sysselsatte kapitalen som er relevant for vår investororienterte analyse. I figur 5.19 illustreres det tredje steg som i det følgende utdypes.



Figur 5.19 Total kapital omgjort til sysselsatt kapital

Den sysselsatte kapitalen består av egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld på gjeldssiden og netto driftseiendeler og finansielle eiendeler på eiendelssiden. Netto driftseiendeler er driftseiendeler fratrukket driftsrelatert gjeld. I figur 5.20 presenteres de sysselsatte eiendelene og den sysselsatte kapital over analyseperioden, med tillegget av år 2012 for endringstall.

Sysselsatt kapital - balanse	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	11 500 817	12 287 572	13 993 042	15 412 995	20 147 971	21 334 422	21 797 799
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	5 193 436	7 076 038	7 052 260	7 815 987	10 953 381	8 668 081	10 722 126
Driftsrelaterte eiendeler	DE	16 694 253	19 363 610	21 045 302	23 228 982	31 101 352	30 002 503	32 519 925
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	2 223 858	2 446 167	2 576 892	2 886 113	4 132 265	3 542 014	3 843 282
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	1 513 631	2 216 969	2 232 882	1 988 488	3 418 050	3 383 064	2 934 640
Driftsrelatert gjeld	DG	3 737 489	4 663 136	4 809 774	4 874 601	7 550 315	6 925 078	6 777 922
Netto driftseiendeler	NDE	12 956 764	14 700 474	16 235 528	18 354 381	23 551 037	23 077 425	25 742 003
Finansielle anleggsmidler	FAM	84 782	84 191	100 548	94 587	154 663	231 846	180 629
Finansielle omløpsmidler	FOM	3 239 795	3 236 555	2 198 148	2 470 395	3 745 388	5 074 875	4 846 182
Finansielle eiendeler	FE	3 324 577	3 320 746	2 298 696	2 564 982	3 900 051	5 306 721	5 026 811
SYSSELSATTE EIENDELER	SSE	16 281 341	18 021 220	18 534 224	20 919 363	27 451 088	28 384 146	30 768 814
Egenkapital	EK	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031	9 248 217	9 786 467	10 865 298
Minoritetsinteresser	MI	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777	8 964 603	9 385 272	10 400 482
Finansiell gjeld	FG	6 161 547	6 557 024	6 174 118	7 308 555	9 238 268	9 212 407	9 503 034
SYSSELSATT KAPITAL	SSK	16 281 341	18 021 220	18 534 224	20 919 363	27 451 088	28 384 146	30 768 814

Figur 5.20 Sysselsatt kapital til AUSS i perioden 2012-2018T

5.3.2.4 Omgjøring av sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste steg i omgrupperingen av balansen er å gjøre om sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2018). Netto driftskapital viser den investerte kapital som kun knytter seg til driftseiendelene, og ikke de finansielle eiendelene. For å finne netto driftskapital må altså de finansielle eiendelene trekkes ut fra eiendelssiden og føres over på gjeldssiden. På denne måten består netto driftskapital av egenkapitalen, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld kan utregnes ved å trekke de finansielle eiendelene fra den finansielle gjelden. Figur 5.21 gir utregningen av netto driftskapital og oppsummerer omgrupperingen så langt.

	Symbol	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftseiendeler	NDE	12 956 764	14 700 474	16 235 528	18 354 381	23 551 037	23 077 425	25 742 003
Sum netto driftskapital	NDE	12 956 764	14 700 474	16 235 528	18 354 381	23 551 037	23 077 425	25 742 003
Egenkapital	EK	7 074 109	7 656 556	8 321 069	9 036 031	9 248 217	9 786 467	10 865 298
Minoritetsinteresser	MI	3 045 685	3 807 640	4 039 037	4 574 777	8 964 603	9 385 272	10 400 482
Finansiell gjeld	FG	6 161 547	6 557 024	6 174 118	7 308 555	9 238 268	9 212 407	9 503 034
Finansielle eiendeler	FE	3 324 577	3 320 746	2 298 696	2 564 982	3 900 051	5 306 721	5 026 811
Netto finansiell gjeld (FG-FE = NFG)	NFG	2 836 970	3 236 278	3 875 422	4 743 573	5 338 217	3 905 686	4 476 223
Sum netto driftskapital	NDK	12 956 764	14 700 474	16 235 528	18 354 381	23 551 037	23 077 425	25 742 003

Figur 5.21 Utregning av netto driftskapital

5.3.3 Omgruppering av kontantstrømoppstillingen

Kontantstrømoppstillingen er tradisjonelt utarbeidet med fokus på likviditet etter rapportering i henhold til IFRS. Oppstillingen er spaltet etter hvor likvid kontantstrømmene til virksomheten er, og gjør et skille mellom drift, investering og finansiering. Denne oppstillingen ønsker vi også å tilpasse vårt investorperspektiv og omgrupperingen vil ta sikte på å finne de kontanter som driften genererer, og dermed er frie til utdeling til investorer. Denne omtales som «fri kontantstrøm». Dette er kontantstrømmen generert av kapital etter å ha tatt hensyn til de nødvendige ny- og reinvesteringer i driften (Knivsflå, 2018). Den frie kontantstrømmen til egenkapital vil være lik netto betalt utbytte (Betalt utbytte med fratrukk av kapitalinnskudd) etter omgrupperingen.

Den frie kontantstrømmen er ikke normalisert. Den skiller altså ikke mellom normale og unormale resultat. Dette følger av at det er vanskelig å skille mellom normale og unormale poster i endringene til kapitalene (Δ kapital). Kontantstrømoppstillingen deles derfor opp i drift og finans som den presenteres i figur 5.22.

Omgruppert kontantstrømoppstilling	Symbol	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsresultat	NDR	1 435 871	1 521 058	1 339 786	2 690 097	3 316 454	3 470 541
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	679 734	174 030	580 111	1 000 324	- 1 233 233	1 251 160
Økning/reduksjon i netto driftseiendeler	Δ NDE	- 1 743 710	- 1 535 054	- 2 118 853	- 5 196 656	473 612	- 2 664 578
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	371 895	160 034	- 198 956	- 1 506 235	2 556 832	2 057 123
Netto finansinntekt	NFI	43 200	52 151	33 060	41 130	48 827	62 183
Unormalt netto finansresultat	UNFR	- 226 556	- 119 720	- 71 340	21 973	8 400	- 5 353
Endring i finansielle eiendeler	Δ FE	3 831	1 022 050	- 266 286	- 1 335 069	- 1 406 670	279 910
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	192 371	1 114 515	- 503 522	- 2 778 201	1 207 389	2 393 863
Netto finanskostnad	NFK	- 203 309	- 193 097	- 200 357	- 233 250	- 274 024	- 332 875
Endring i finansiell gjeld	Δ FG	395 477	- 382 906	1 134 437	1 929 713	- 25 861	290 627
Netto minoritetsresultat	NMR	- 904 278	- 445 561	- 560 863	- 2 063 069	- 821 489	- 2 801 718
Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0
Endringer i minoritetsinteresser	Δ MI	761 955	231 397	535 740	4 389 826	420 669	1 015 210
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	242 216	324 348	405 435	1 245 019	506 684	565 107

Figur 5.22 Omgruppert kontantstrøm til AUSS i analyseperioden

5.4 Analyse av målefeil og justering

Siktemålet med finansiell rapportering er å gi brukerne av regnskapene, spesielt investorer og kreditorer, nyttig informasjon om de underliggende økonomiske formål (Knivsflå, 2018). AUSS utarbeider og rapporterer sine regnskap etter det konseptuelle rammeverket IFRS. Rammeverket gir føringer for hvilke regnskapsprinsipper som skal benyttes for utarbeidelse og rapportering, men det vil likevel kunne forekomme avvik mellom rapporterte og faktiske forhold. Målefeil foreligger om en har avvik i det rapporterte tallmaterialet fra de virkelige

regnskapstallene til virksomheten (Palepu, et al., 2013). For å øke informasjonsverdien i verddivurderingen vil analyse av målefeil være en viktig del av regnskapsanalysen.

Ved eventuelle justeringer av målefeil er det knyttet risiko til at en tilfører ytterligere støy i tallmaterialet (Penman, 2013). Dette kommer av at justeringene bygger på subjektive vurderinger gjort av eksterne aktører. Hvis en justerer for disse legger en til grunn at disse vurderinger gir mer utfyllende informasjon om de faktiske underliggende økonomiske forhold enn de vurderinger gjort av de som utarbeider regnskapene internt. Justeringen av målefeil kan dog forsvares hvis gevinsten ved å få fram de faktiske tallene overstiger risikoen for å tilføre ytterligere målestøy til tallmaterialet.

Målefeil kan deles inn i tre ulike kategorier. Målefeil av *type en* («the good») forekommer der egenkapitalrentabiliteten med «god» måling (ekr^*) er høyere enn egenkapitalkravet. Dette er med andre ord en strategisk fordel, som ble omtalt i kapittel 4. Denne typen målefeil justeres det ikke for da den reflekterer selskapets strategiske fordel. Målefeil av *type to* («the bad») finnes der god regnskapsskikk, herunder både GRS og IFRS, tilsier en «feilmåling». De to viktigste kildene til slik feilmåling er feilperiodisering og balanseføring. *Type tre*-målefeil («the ugly») kommer av kreativ regnskapsføring. Dette er intenderte, rapporterte feil med formål om å gi et bedre bilde av virksomheten enn det som kommer fram ved føring etter god regnskapsskikk. AUSS, som alle andre børsnoterte selskaper, er underlagt revisjonsplikt. Det vil derfor ikke være grunnlag for å anta at det finnes målefeil av *type tre* i regnskapene. I formelen under illustreres sammenhengen av de tre typer målefeil.

$$MF = ekr^* - ekk + ekr_{GRS} - ekr^* + ekr - ekr_{GRS}$$

MF1 «the good» MF2 «The bad» MF3 «The ugly»

Disse målefeilene i regnskapsføringen tilfører rentabilitetsmålingen støy og dermed også feil i målt strategisk fordel (Knivsflå, 2018). Det finnes ingen klar konsensus blant analytikerne hva angår justering, og faglitteraturen er delt på området. Penman omtaler ikke justering, imens Palepu setter av et helt kapittel til å omtale justeringer.

Fokuset i dette kapittelet vil være på målefeil av *type en* og *type to*. Vi vil kun gjøre justeringer av *type to*, med hovedvekt på justering av netto driftseiendeler. Netto driftseiendeler føres etter IFRS etter virkelig verdi, og vurderingene gjøres opp mot føring etter historisk kost. Det presiseres at analysen og justeringene er konsentrert rundt de

regnskapspostene som er å anse som viktigst, og at det antakeligvis foreligger flere mulige justeringer av målefeil enn de som er belyst i den videre utredning. Dette gjøres av hensyn til oppgavens omfang og at postene i årsregnskapet enkelte steder er mindre spesifiserte.

5.4.1 Biologiske eiendeler

Biologiske eiendeler, herunder levende fisk, reguleres av IAS 41 (IAS, u.d.). Virksomheter som er underlagt IFRS-rapportering fører biologiske eiendeler til virkelig verdi. Standarden gir føringer for balanseføring såfremt det finnes en aktiv markeds plass for disse eiendelene. Dette gir at AUSS og andre aktører i bransjen hvert år må justere de biologiske eiendelene til markedsverdi.

Måling til virkelig verdi kan være utfordrende i oppdrettsbransjen da den er svært utsatt for volatile laksepriser og utfordringer knyttet til sykdom og rømming, som omtalt i kapittel 2.3. Virkelig verdi på tidspunktet for verdivurdering er ikke nødvendigvis den samme som på salgstidspunktet som følge av den varierende lakseprisen. Dette gjør målingen etter virkelig verdi svært kompleks og følgelig går det utover påliteligheten til målingen. For at de biologiske eiendelene skal kunne sammenlignes på tvers av virksomhetene i bransjen må de subjektive vurderingene som virkelig verdi-vurdering bygger på fjernes. Vi velger derfor å justere de biologiske eiendelene fra virkelig verdi til historisk kost. Dette gjøres for AUSS så vel som de komparative selskapene omtalt i kapittel 2.2.6.

IAS 41 tillater balanseføring til historisk kost for fisk under 1 kilo da det ikke er observerbare markedspriser for slik fisk. Fisk mellom 1-4 kilo skal justeres etter vekstsyklusen. Dette medfører at både driftsresultatet og eiendelens verdi påvirkes og følgelig skaper dette problemer for rentabilitetsmåling. Justeringen fra virkelig verdi til historisk kost vil gi et mer rettviseende bilde på lønnsomheten på den investerte kapitalen.

Verdijustering av biologiske eiendeler anses som en *type to*-målefeil og denne reverseres. I kapittel 5.3.1 ble *verdijustering av biologiske eiendeler* klassifisert som en unormal driftsrelatert post, og justeringen må følgelig føres mot det unormale driftsresultatet. Figur 5.23 viser effektene av justeringen av målefeil i resultatet og i balansen.

Oppsummering - justering av unormal drift	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Påvirkning på resultat							
Virkning på unormalt driftsresultat	-	534 099	1 208 592	- 626 325	- 1 302 882	3 381 948	- 3 300 085
skatt (ndss)		140 742	- 318 481	165 045	343 327	- 891 190	869 618
Virkning på unormalt netto driftsresultat	-	393 357	890 111	- 461 280	- 959 555	2 490 758	- 2 430 467
Påvirkning på balanse							
Virkning på driftseiendeler	-	294 735	- 828 834	379 758	- 246 567	- 1 549 449	1 832 499
Virkning på utsatt skatt		77 667	218 409	- 100 071	64 974	408 301	- 482 889
Virkning på Netto driftseiendeler (NDE)	-	217 068	- 610 425	279 687	- 181 593	- 1 141 148	1 349 610
Virkning på EK	-	217 068	- 610 425	279 687	- 181 593	- 1 141 148	1 349 610

Figur 5.23 Effekt av justering av målefeil i resultatregnskapet og balansen

5.5 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Avslutningsvis presenteres det fullstendige, omgrupperte og justerte resultatregnskap i figur 5.24, den justerte sysselsatte kapital i figur 5.25 og den justerte netto driftskapital i figur 5.26.

Omgruppert og justert resultatregnskap i hele 1000 NOK	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Driftsinntekter	12 542 713	14 228 426	15 239 494	18 904 523	20 796 933	22 036 991
Varekostnad	- 7 478 855	- 8 529 316	- 9 373 171	- 10 522 582	- 10 489 050	- 10 893 569
Lønnskostnader	- 1 477 965	- 1 607 412	- 1 797 059	- 2 229 746	- 2 905 356	- 3 157 244
Andre driftskostnader	- 1 320 972	- 1 691 260	- 1 859 188	- 2 278 364	- 2 657 278	- 3 053 949
Avskrivninger	- 579 156	- 630 307	- 749 754	- 845 126	- 919 429	- 929 130
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 685 765	1 770 131	1 460 322	3 028 705	3 825 820	4 003 099
Driftsrelatert skattekostnad	- 444 222	- 466 454	- 384 815	- 798 106	- 1 008 156	- 1 054 872
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 241 543	1 303 677	1 075 507	2 230 599	2 817 664	2 948 227
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	194 328	217 381	264 279	459 498	498 790	522 314
Netto driftsresultat	1 435 871	1 521 058	1 339 786	2 690 097	3 316 454	3 470 541
Netto finansinntekt	43 200	52 151	33 060	41 130	48 827	62 183
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 479 071	1 573 209	1 372 846	2 731 227	3 365 280	3 532 725
Netto finanskostnad	- 203 309	- 193 097	- 200 357	- 233 250	- 274 024	- 332 875
Netto minoritetsresultat	- 904 278	- 445 561	- 560 863	- 2 063 069	- 821 489	- 2 801 718
Normalt nettoresultat til egenkapital	371 484	934 551	611 626	434 908	2 269 767	398 131
Unormalt netto driftsresultat	286 378	1 064 142	118 832	40 770	1 257 525	- 1 179 307
Unormalt netto finansresultat	- 226 556	- 119 720	- 71 340	21 973	8 400	- 5 353
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	431 306	1 878 972	659 117	497 650	3 535 692	- 786 529
Netto betalt utbytte	- 242 216	- 324 348	- 405 435	- 1 245 019	- 506 684	- 565 107
Endring i egenkapital	189 090	1 554 624	253 682	- 747 369	3 029 008	- 1 351 636

Figur 5.24 Omgruppert og justert resultatregnskap AUSS over analyseperioden 2013-2018T

Sysselsatt kapital - balanse etter justering i hele 1000 NOK	Symbol	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	9 230 980	11 695 837	12 345 289	14 874 558	19 142 018	16 873 660
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	4 859 069	4 819 378	5 827 499	7 535 331	5 285 017	7 787 486
Netto driftseiendeler	NDE	14 090 049	16 515 215	18 172 788	22 409 889	24 427 035	24 661 146
Finansielle eiendeler	FE	3 320 746	2 298 696	2 564 982	3 900 051	5 306 721	5 026 811
Sysselsatte eiendeler	SSE	17 410 795	18 813 911	20 737 770	26 309 940	29 733 756	29 687 957
Egenkapital	EK	7 046 131	8 600 756	8 854 438	8 107 069	11 136 077	9 784 441
Minoritetsinteresser	MI	3 807 640	4 039 037	4 574 777	8 964 603	9 385 272	10 400 482
Finansiell gjeld	FG	6 557 024	6 174 118	7 308 555	9 238 268	9 212 407	9 503 034
Sysselsatt kapital	SSK	17 410 795	18 813 911	20 737 770	26 309 940	29 733 756	29 687 957

Figur 5.25 Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) AUSS over analyseperioden 2013-2018T

Netto driftskapital etter justering - balanse i hele 1000 NOK	Symbol	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	9 841 405	11 416 150	12 526 882	16 015 706	17 792 408	17 954 517
Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	4 248 644	5 099 065	5 645 906	6 394 183	6 634 627	6 706 629
Netto driftseiendeler	NDE	14 090 049	16 515 215	18 172 788	22 409 889	24 427 035	24 661 146
Egenkapital	EK	7 046 131	8 600 756	8 854 438	8 107 069	11 136 077	9 784 441
Minoritetsinteresser	MI	3 807 640	4 039 037	4 574 777	8 964 603	9 385 272	10 400 482
Netto finansiell gjeld	NFG	3 236 278	3 875 422	4 743 573	5 338 217	3 905 686	4 476 223
Netto driftskapital	NDK	14 090 049	16 515 215	18 172 788	22 409 889	24 427 035	24 661 146

Figur 5.26 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) AUSS over analyseperioden 2013-2018T

Til slutt vises endringen i egenkapital etter justering for analyseperioden i figur 5.27.

Endring i egenkapital - etter justering	Symbol	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Inngående EK	IB EK	6 857 041	7 046 131	8 600 756	8 854 438	8 107 069	11 136 077
Fullstendig nettoresultat	FNR	431 306	1 878 972	659 117	497 650	3 535 692	786 529
Netto betalt utbytte	NBU	- 242 216	- 324 348	- 405 435	- 1 245 019	- 506 684	- 565 107
Utgående EK	UB EK	7 046 131	8 600 756	8 854 438	8 107 069	11 136 077	9 784 441

Figur 5.27 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) AUSS over analyseperioden 2013-2018T

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

I de påfølgende tre kapitlene vil det historiske regnskapsmaterialet presentert i kapittel 5 benyttes i en forholdstallsanalyse. Formålet med en slik analyse er å vurdere lønnsomheten og selskapet sin finansielle posisjon (Penman, 2013). Forholdstallsanalysen vil altså belyse AUSS sin finansielle stilling og lønnsomheten relativt til bransjen som ble omtalt i kapittel 2.2.6. Analyse av risiko, både på kort og lang sikt gjennomføres i kapittel 6. Kortsiktig risiko analyseres ved en likviditetsanalyse og langsiktig risiko ved en soliditetsanalyse. Disse analysene vil gi grobunn for å sette en syntetisk rating for både AUSS og den relative bransje. I kapittel 7 utarbeides avkastningskrav til både AUSS og bransjen. Disse forholdstallsanalysene inngår i rentabilitetsanalysen som framkommer i kapittel 8. Der vil rentabiliteten til AUSS sammenlignes med bransjen. Kildene til eventuelle superrentabiliteter vil også dekomponeres.

Før vi analyserer regnskapstallene som er presentert i kapittel 5 bør det tas stilling til om av de presenterte data bør tidsvektes. Dette kan være hensiktsmessig om AUSS har endret seg stort den senere tid. Oppdrettsnæringen er en særdeles konjunkturutsatt næring. Av denne grunn bør en være varsom med å tidsvekte tallene for analyseperioden. Likevel har AUSS, og bransjen generelt, vært utsatt for integrasjon de senere år. Dette ble omtalt i kapittel 2.2.2 og taler for en tidsvekting med større vekting på de senere år. Vektingen vi benytter oss av i det videre er presentert i figur 5.28.

Periode	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Tidsvektning	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %

Figur 5.28 Tidsvektning av regnskapstallene til AUSS over analyseperioden 2013-2018T

6 Analyse av risiko

Den totale risikoen ved en investering består av både markedsrisiko og selskapsrisiko, der markedsrisikoen er en form for systematisk risiko og selskapsrisikoen er en form for usystematisk risiko. Profesjonelle investorer vil ofte ikke la seg påvirke av den usystematiske risikoen da denne kan diversifiseres bort i investeringsporteføljen. Den systematiske risikoen kan derimot ikke reduseres, det vil dermed være svært viktig å få god innsikt i denne risikoen gjennom analyse (Kaldestad & Møller, 2016).

Vi skal nå ta for oss kredittrisikoen til AUSS. Dette er risikoen for at låntaker misligholder betalingen av avdrag og renter (Penman, 2013). Dette er altså risiko for kreditorer representert ved faren for å tape penger, gjerne med et sannsynlighetsestimert på konkurs eller tapsprosent på lån. Kredittrisikoen blir regnet som en systematisk risiko da den ikke kan diversifiseres vekk. Denne risikoen framgår av analyser på både kort og lang sikt, henholdsvis likviditetsanalyse, som vi ser nærmere på i kapittel 6.1, og soliditetsanalyse, som vi ser nærmere på i kapittel 6.2. Disse analysene sier noe om selskapets risiko for å gå konkurs på kort sikt eller på lengre sikt. Formålet er å kunne fastsette denne kredittrisikoen som vi skal benytte til videre utregninger i kapittel 7. Til sist gir vi selskapet en syntetisk rating, en bokstavkarakter basert på likviditetsanalysen og soliditetsanalysen.

I forkant av risikoanalysene vil det være hensiktsmessig å avklare enkelte sentrale forhold vedrørende de komparative selskapene. De komparative selskapene, som også presenterer årsregnskapene sine etter IFRS, har fått de samme justeringer og omgrupperinger som AUSS. Dette er gjort for å få et mest mulig konsistent sammenligningsgrunnlag. De justerte og omgrupperte tallene er normaliserte og gir et bedre bilde av framtidige forhold. Dessuten er de normaliserte tallene bedre egnet for konkursprediksjon, kreditt- og verdivurdering, og for å danne framtidspregninger.

Bransjegjennomsnittet må vektas, gjerne etter de markedsandeler selskapene besitter, for å gi et rettvise bilde av bransjen. Vi har benyttet driftsinntektene som grunnlag for

bransjevektingen. Dette fordi vi mener driftsinntektene gir en sterk indikator for de markedsandeler selskapene besitter i oppdrettsbransjen.

Vekting av bransjegjennomsnitt	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Austevoll Seafood ASA	29 %	27 %	26 %	27 %	27 %	27 %
Salmar ASA	14 %	13 %	13 %	13 %	14 %	14 %
Norway Royal Salmon ASA	6 %	5 %	6 %	6 %	6 %	7 %
Grieg Seafood ASA	6 %	8 %	8 %	9 %	9 %	10 %
Marine Harvest ASA	45 %	47 %	48 %	46 %	44 %	42 %
SUM	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Figur 6.1 Vekting av bransjegjennomsnittet over analyseperioden 2013-2018T

Vi bemerker at Marine Harvest byttet presentasjonsvaluta fra NOK til EUR i 2016, av denne grunn var vi nødt til å regne om de seneste år i analyseperioden. Vi benyttet den gjennomsnittlige valutakursen i resultatregnskapet, og valutakurs per utgangen av året (31.12) ved beregning av balanseposter. Valutadifferanser som eventuelt måtte oppstå ble klassifisert som finansielt unormalt resultat.

Formlene presentert i dette kapittelet er hentet fra kurset *Regnskapsanalyse og verdivurdering* (MRR413A) avholdt ved Norges Handelshøyskole (Knivsflå, 2018).

6.1 Analyse av kortsiktig risiko –Likviditetsanalyse

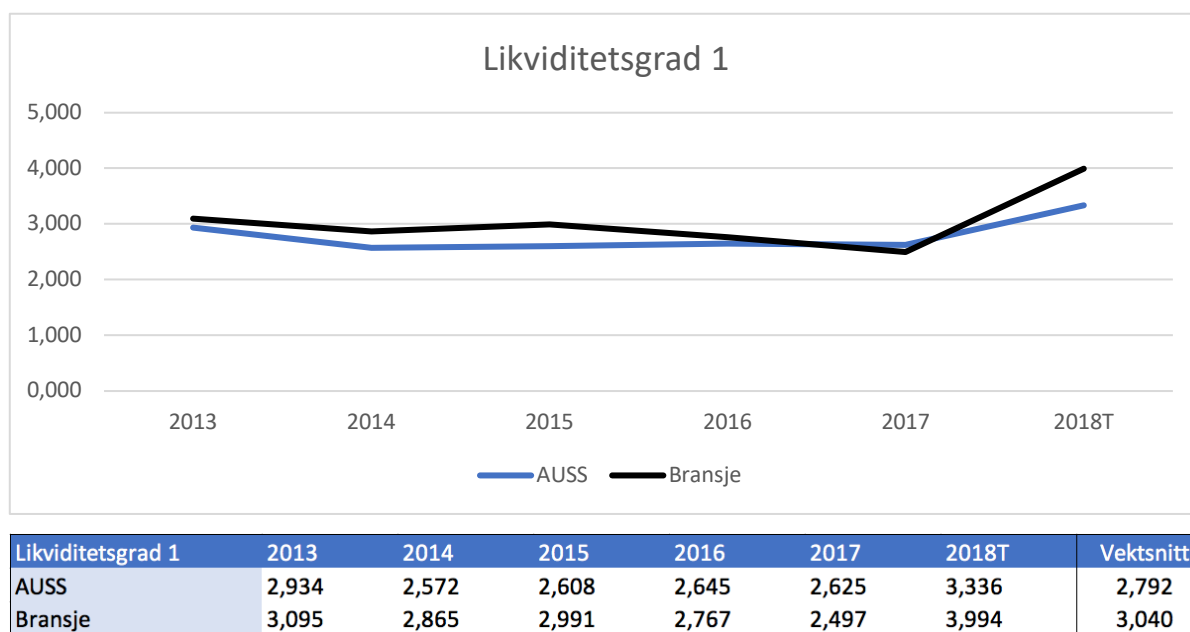
Likviditetsanalysen har til formål å vurdere om selskapet har tilstrekkelig med likvide midler til å dekke sine løpende kostnader på kort sikt (Penman, 2013). Dersom dette ikke er tilfelle, arbeider selskapet under en risiko for å ikke kunne gjøre opp økonomiske krav etter hvert som de forfaller og dette vil videre føre til en underliggende risiko for konkurs i nær framtid. Helt overordnet går analysen ut på å sammenligne de likvide midlene mot krav som forfaller på kort sikt. Dersom de likvide midlene er større enn kortsiktige krav gir dette en lav likviditetsrisiko og omvendt. Videre i likviditetsanalysen skal vi presentere tall og formler for likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell gjeldsdekningsgrad, gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad, samt en analyse av fri kontantstrøm til egenkapitalen. For å få en forståelse av hvordan selskapet presterer vil vi gi en sammenligning mot bransjen, representert ved de komparative selskapene. Resultatene vi får fra likviditetsanalysen vil bli en av faktorene som er med på å danne en syntetisk rating i kapittel 6.3.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 ser på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, dette gir et svar på omløpsmidlene sin evne til å dekke over den kortsiktige gjelden. Vi skal se på om selskapet evner å betjene sine kortsiktige krav i nær framtid, om selskapet risikerer noe form for manglende betalingsevne, og i verste fall konkurs, over analyseperiode. Formelen er som følger:

$$\begin{aligned} \text{Likviditetsgrad 1} &= \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \\ &= \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}} \end{aligned}$$

En høy likviditetsgrad viser til høy grad av likviditet i selskapet. Det er ingen fasitsvar på hva som er et akseptabelt høyt resultat da dette kan ha en naturlig variasjon for ulike selskaper og bransjer. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være minimum 2. Avveiningen knyttet til dette forholdstallet går på kapitalbindingen; selskap med høy likviditetsgrad har lavere kapitalbinding. Ved å sammenligne med bransjesnittet vil en svare på om likviditetsgraden er god.



Figur 6.2 Likviditetsgrad 1 for AUSS og bransje med illustrerende graf

Figur 6.2 viser likviditetsgrad 1 for AUSS sammenlignet med bransjesnittet over analyseperioden. Både AUSS og bransjesnittet oppnår en likviditetsgrad 1 over

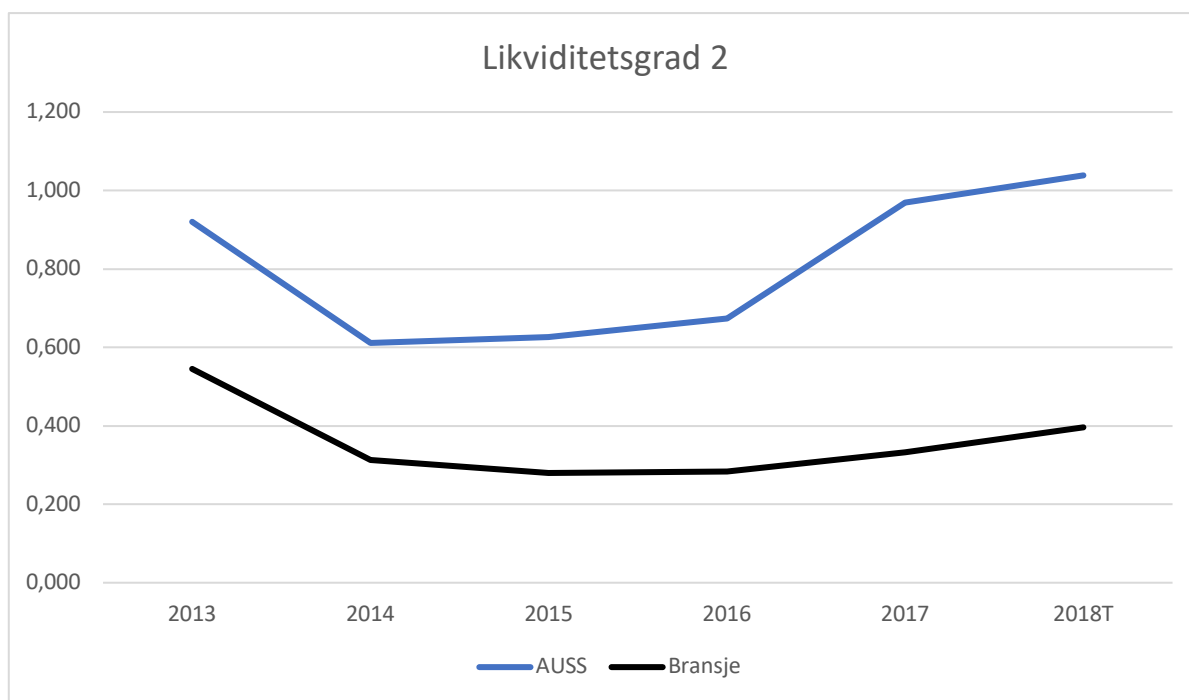
tommelfingerregelen. AUSS har en stabilt god likviditetsgrad som følger bransjen godt slik grafen viser. Vi merker oss likevel at bransjen øker fra 2017 til trailingåret 2018, men vi ser også samme tendensen for AUSS bare i mindre grad. Det tidsvektede gjennomsnittet over perioden ender med en likviditetsgrad på 2,8 for AUSS og 3,0 for bransjen.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 ser på forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld, dette gir et svar på om de mest likvide midlene er i stand til å dekke for den kortsiktige gjelden. Dette blir på samme måte som ved likviditetsgrad 1, men med enda mer spesifiserte poster vedrørende likviditeten. Formelen er som følger:

$$\begin{aligned} \text{Likviditetsgrad 2} &= \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \\ &= \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}} \end{aligned}$$

Vurderingen av denne likviditetsgraden gjøres på samme måte som ved likviditetsgrad 1. En høy likviditetsgrad viser til høy grad av likviditet i selskapet. Det er ingen fasitsvar på hva som er et akseptabelt høyt resultat da dette kan ha en naturlig variasjon for ulike selskaper og bransjer. For å svare på om likviditetsgraden er god, bør en derfor sammenligne med bransjesnittet. En tommelfingerregel er likevel at likviditetsgrad 2 minimum bør være 1.



Likviditetsgrad 2	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
AUSS	0,921	0,611	0,626	0,674	0,969	1,039	0,814
Bransje	0,545	0,312	0,280	0,284	0,333	0,396	0,346

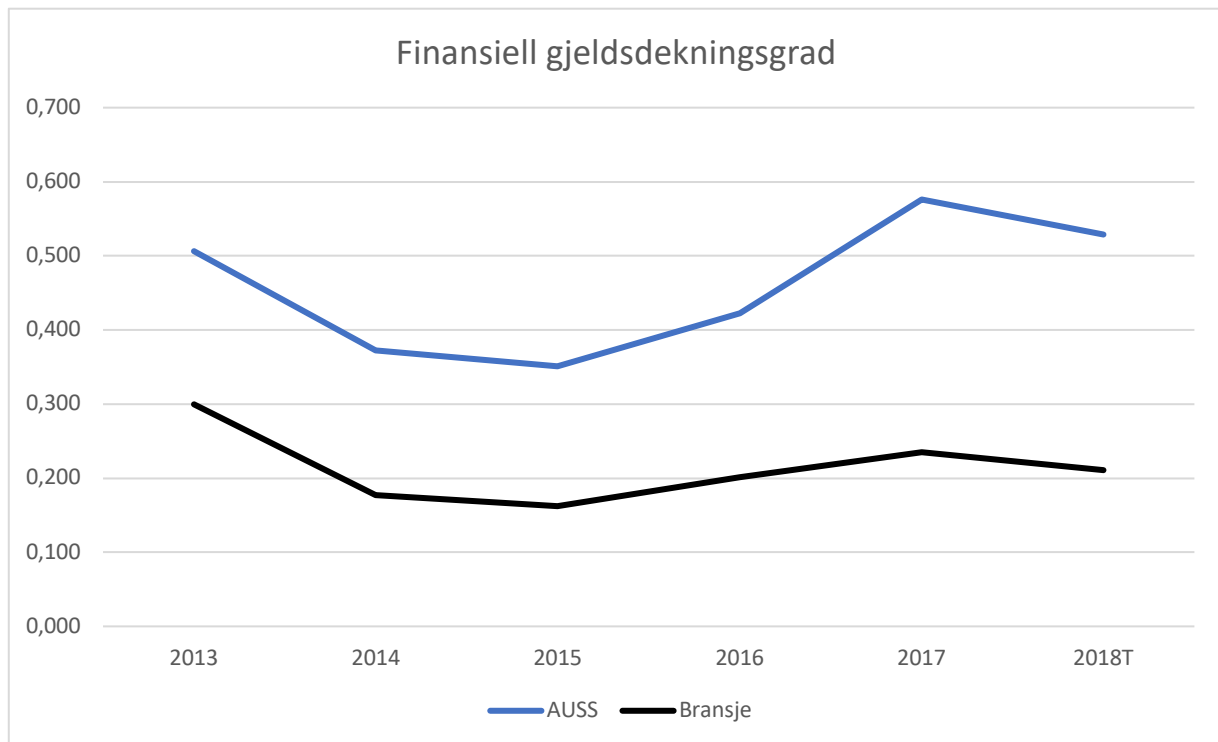
Figur 6.3 Likviditetsgrad 2 for AUSS og bransje med illustrerende graf

Figur 6.3 viser likviditetsgrad 2 for AUSS sammenlignet mot bransjesnittet over analyseperioden. Verken AUSS eller bransjesnittet oppnår en likviditetsgrad 2 over tommelfingerregelen. Det kan tolkes som et lite rødt flagg, men sammenlignet med bransjen har AUSS en god margin. Det tidsvektede snittet over perioden ender med en likviditetsgrad 2 på 0,81 for AUSS og 0,35 for bransjen. Vi merker oss også at AUSS i 2016 økte sin margin mot bransjen. De har i dag sammenlignet med bransjen en trygg likviditetsgrad 2.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Den finansielle gjeldsdekningsgraden uttrykker et størrelsesforhold mellom de finansielle eiendelene og den finansielle gjelden. Dersom den finansielle gjeldsdekningsgraden er større enn 1 viser det til at selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke over den finansielle gjelden, altså at selskapet har netto finansielle verdier større enn 0. Dess mer finansielle eiendeler selskapet besitter, dess mindre er den likvide risikoen i selskapet. Dette tyder på at den finansielle gjeldsdekningsgraden bør være størst mulig, men også her er det individuelle forskjeller mellom bransjene. Resultatet av denne utregningen bør derfor også sammenlignes med bransjesnittet. Formelen er som følger:

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



Finansiell gjeldsdekningsgrad	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
AUSS	0,506	0,372	0,351	0,422	0,576	0,529	0,465
Bransje	0,300	0,177	0,162	0,201	0,235	0,211	0,210

Figur 6.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad for AUSS og bransje med illustrerende graf

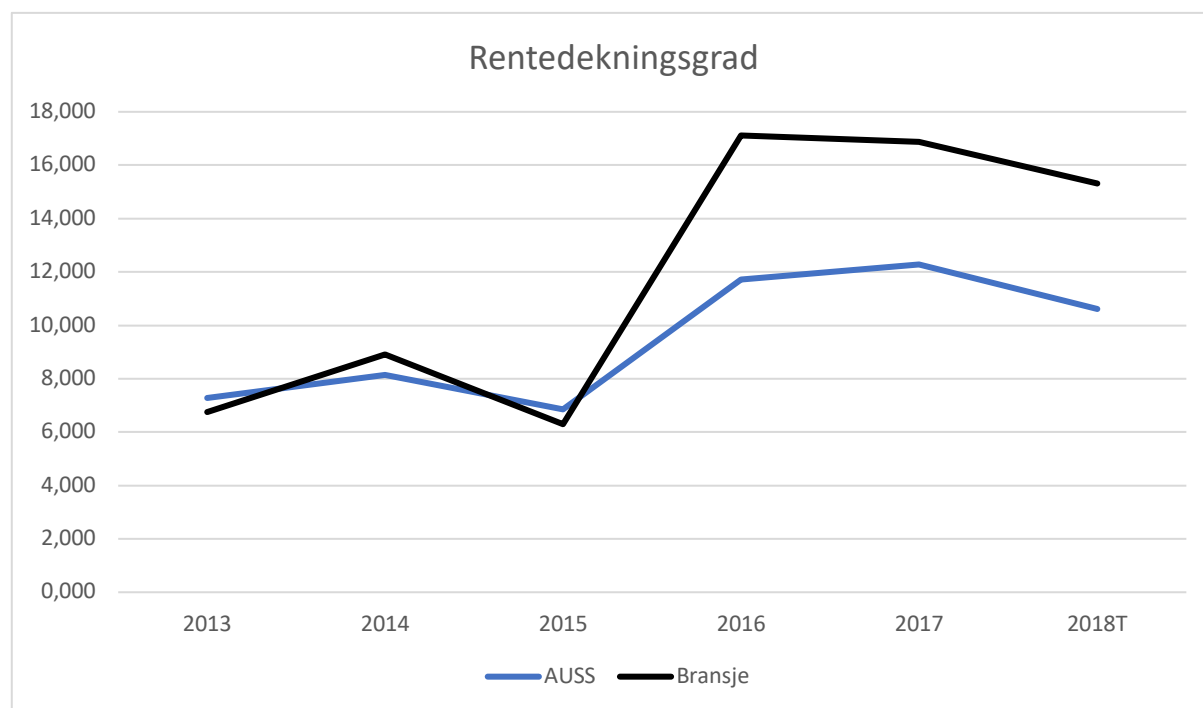
Figur 6.4 viser den finansielle gjeldsdekningsgraden for AUSS sammenlignet med bransjesnittet over analyseperioden. AUSS har et vektet snitt over analyseperioden på 0,47 og bransjen har 0,21.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser hvordan forholdet mellom nettoresultatet fra sysselsatt kapital dekker for finanskostnadene. Rentedekningsgraden indikerer selskapets evne til å dekke finanskostnader ved hjelp av nettoresultatet. Det normaliserte nettoresultatet blir benyttet i beregningen av rentedekningsgraden for å få et bedre syn på selskapets konkursutsikter (Knivsfå, 2018). Ved nedgangstider i økonomien kan nettoresultatet fra sysselsatt kapital falle raskt. Dersom bransjen er ekstra utsatt for slike nedgangstider kan altså ulike selskaper ha samme rentedekningsgrad, men svært ulikt risikobilde (Damodaran, 2012). Derfor er det

nødvendig å vurdere rentedekningsgraden i sammenheng med de andre nøkkeltallene i likviditetsanalysen. Formelen er som følger:

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



Rentedekningsgrad	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
AUSS	7,275	8,147	6,852	11,709	12,281	10,613	9,898
Bransje	6,744	8,909	6,296	17,114	16,878	15,326	12,819

Figur 6.5 Rentedekningsgrad for AUSS og bransje med illustrerende graf

Figur 6.5 viser rentedekningsgraden for AUSS sammenlignet med bransjesnittet over analyseperioden. Både AUSS og bransjen har høy rentedekningsgrad. Dette taler for en god evne til å dekke finanskostnadene med nettoresultatet fra den sysselsatte kapitalen. AUSS har en svak rentedekningsgrad relativt til bransjen, men den anses likevel som god. Uromomentet ved rentedekningsgraden kan likevel knyttes til at AUSS de siste årene har tapt terreng mot bransjesnittet.

6.1.5 Fri kontantstrøm-analyse

Fri kontantstrøm-analyse vurderer den frie kontantstrømmen til egenkapital. Det vil si at en med en slik analyse vil undersøke selskapets evne til å generere kontanter (Knivsflå, 2018).

Omgruppert kontantstrømoppstilling	Symbol	2013	2014	2015	2016	2017	2018T
Netto driftsresultat	NDR	1 435 871	1 521 058	1 339 786	2 690 097	3 316 454	3 470 541
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	679 734	174 030	580 111	1 000 324	- 1 233 233	1 251 160
Økning/reduksjon i netto driftseiendeler	ΔNDE	- 1 743 710	- 1 535 054	- 2 118 853	- 5 196 656	473 612	- 2 664 578
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	371 895	160 034	- 198 956	- 1 506 235	2 556 832	2 057 123
Netto finansinntekt	NFI	43 200	52 151	33 060	41 130	48 827	62 183
Unormalt netto finansresultat	UNFR	- 226 556	- 119 720	- 71 340	21 973	8 400	- 5 353
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	3 831	1 022 050	- 266 286	- 1 335 069	- 1 406 670	279 910
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	192 371	1 114 515	- 503 522	- 2 778 201	1 207 389	2 393 863
Netto finanskostnad	NFK	- 203 309	- 193 097	- 200 357	- 233 250	- 274 024	- 332 875
Endring i finansiell gjeld	ΔFG	395 477	- 382 906	1 134 437	1 929 713	- 25 861	290 627
Netto minoritetsresultat	NMR	- 904 278	- 445 561	- 560 863	- 2 063 069	- 821 489	- 2 801 718
Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0
Endringer i minoritetsinteresser	ΔMI	761 955	231 397	535 740	4 389 826	420 669	1 015 210
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	242 216	324 348	405 435	1 245 019	506 684	565 107

Figur 6.6 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Som vi ser i figur 6.6 AUSS hatt en positiv kontantstrøm til egenkapitalen over hele perioden. Dette kommer hovedsakelig som en følge av de gode driftsresultatene. Vi merker oss likevel 2016 som et år som skiller seg ut med en unormalt stor kontantstrøm til egenkapitalen i sammenheng med en større endring i minoritetsinteresser. Dette skyldes trolig at AUSS solgte seg ned i datterselskapet Lerøy dette året. Basert på de siste års gode resultater ser vi ingen stor grunn til at de gode resultatene skal avta de kommende år. Vi mener derfor at AUSS har en god evne til å dekke sine løpende forpliktelser basert på de siste årenes historikk.

6.1.6 Oppsummering likviditetsanalyse

Formålet med likviditetsanalysen er å undersøke om selskapet besitter nok likvide midler til å dekke finansielle krav etter hvert som de forfaller. Vi har nå sett på analyseperioden 2013 til 2018T med tall fra likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell gjeldsdekningsgrad, rentedekningsgrad og fri kontantstrøm til egenkapitalen. De ulike forholdstallsanalysene har også blitt sammenlignet med bransjesnittet fra de komparative selskapene.

AUSS har en betryggende høy likviditetsgrad 1. Denne er godt innenfor tommelfingerregelen ved minimum 2. AUSS har en tidsvektet likviditetsgrad 1 på 2,8 for analyseperioden. Den komparative bransjen har i samme periode en tidsvektet gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 3,0. AUSS sin likviditetsgrad 2 var under tommelfingerregelen ved minimum 1. AUSS sin

tidsvektede gjennomsnittlige likviditetsgrad 2 var på 0,81 for analyseperioden. Den komparative bransjen har i samme periode en tidsvektet gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 på 0,35. AUSS ligger altså like under anbefalingen men over bransjen, med god margin. Vi anser likviditetsgraden 2 derfor ikke som problematisk.

Den finansielle gjeldsdekningsgraden for AUSS er også god. Det tidsvektede gjennomsnittet for analyseperioden viser en finansiell gjeldsdekningsgrad på 0,47 noe som svarer til at de finansielle midlene er i stand til å dekke om lag 47% av den finansielle gjelden. Den komparative bransjen gir en finansiell gjeldsdekningsgrad for samme periode på 0,21. AUSS har dermed en klart bedre finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen, noe som også støtter opp om AUSS sin gode likviditet.

Rentedekningsgraden til AUSS er betryggende. Den tidsvektede gjennomsnittlige rentedekningsgraden til AUSS for analyseperioden er 9,9. Den frie kontantstrøm-analysen gir heller ingen kritiske momenter som tilsier at resultatene skal avta de kommende årene. På grunnlag av disse analyser mener vi at AUSS har gode forutsetninger for å kunne dekke sine framtidige krav.

Den samlede likviditetsrisikoen til AUSS kan på dette grunnlaget vurderes som liten. Dette betyr at AUSS har en god evne til å håndtere de kortsiktige forpliktelsene. Selskapet har betryggende forholdstall sammenlignet med bransjen. Unntaket er ved de siste årene av analyseperioden ved rentedekningsgraden, der bransjen er litt høyere. Rentedekningsgraden til AUSS anses likevel som god. Vi konkluderer dermed med at det er liten sannsynlighet for at AUSS vil støte på likviditetsproblemer de nærmeste årene.

6.2 Analyse av langsiktig risiko –Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse vil vise om selskapet har tilstrekkelig med likvide midler til å dekke sine løpende forpliktelser på lang sikt (Penman, 2013). Et slikt fokus på den langsiktige kredittrisikoen er en undersøkning om selskapet er finansiert på en slik måte at det har en evne til å takle dårlige tider med lengre perioder med tap. På denne måten blir egenkapitalen svært sentral ved at denne utgjør en buffer mot framtidige tap og vil likeså redusere konkurrisikoen ved dårlige tider. Videre i soliditetsanalysen skal vi presentere tall og formler for egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, samt en oversikt over finansieringsstrukturen til selskapet. For å få en forståelse på hvordan selskapet presterer vil vi også her gi en sammenligning mot bransjen og de komparative selskapene. Resultatene vi

får fra soliditetsanalysen vil bli en av faktorene som er med på å danne en syntetisk rating i kapittel 6.3.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er et forholdstall mellom egenkapitalen og totalkapitalen i selskapet. Dette blir dermed egenkapitalen sin prosentmessige del av totalkapitalen.

Egenkapitalprosenten regnes som å være den viktigste formelen ved en soliditetsanalyse (Knivsflå, 2018). Dette kommer av at egenkapitalen er en viktig økonomisk «buffer» mot eventuelle dårlige perioder i framtiden. En høy egenkapitalprosent tyder på at selskapet er bedre stilt til å tåle dårlige perioder. Dette gir en lavere kredittrisiko og lavere konkursrisiko. Egenkapitalprosenten kan også være avgjørende for selskapets finansiering av drift. Ved utlån fra kreditorer vil de kunne stille krav til egenkapitalprosenten i form av covenants. Dersom egenkapitalprosenten skulle falle under det den avtalte betingelse har satt kan det i verste fall føre til at selskapet må innløse hele lånet på dette tidspunktet. Formelen er som følger:

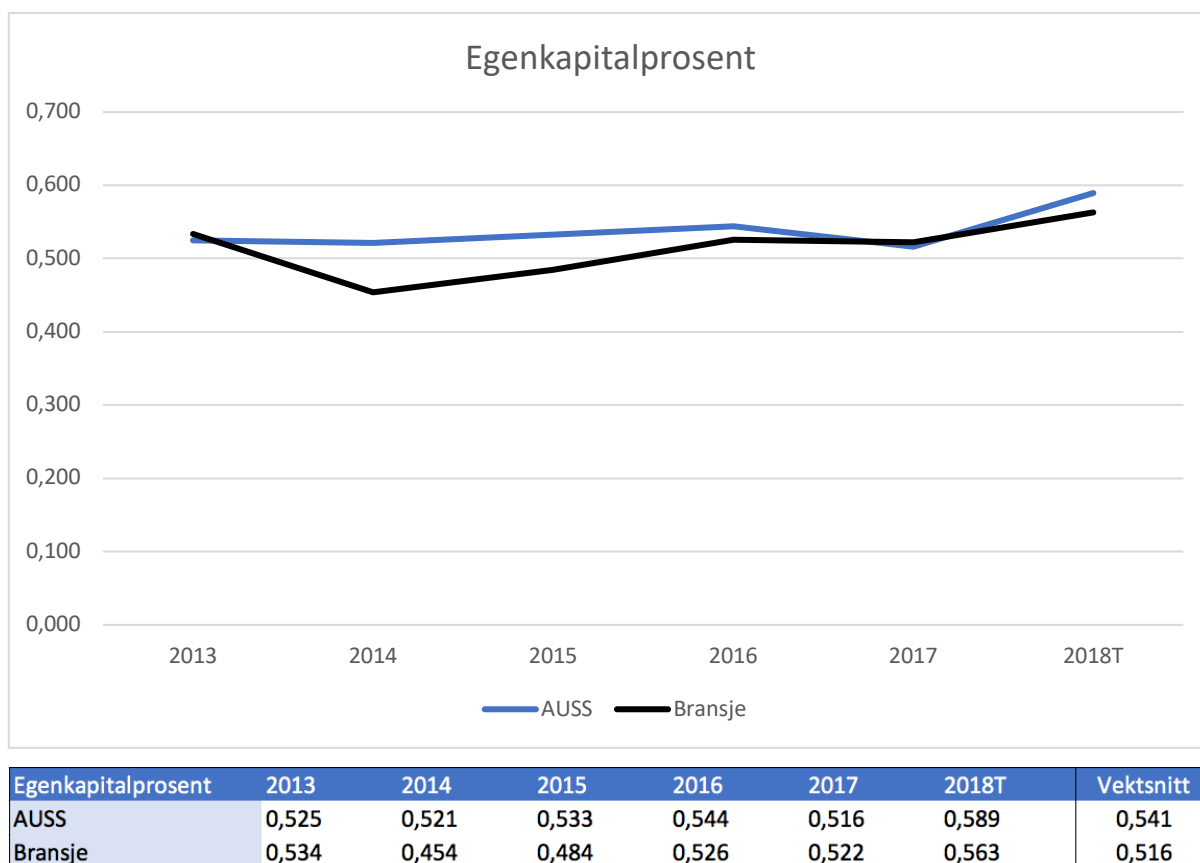
$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalen er en sikring mot tap, eller en buffer for å dekke over tap (Knivsflå, 2018).

Formelen under illustrerer dette (t = år 1):

$$\text{Egenkapitalen}_t \downarrow = \text{Egenkapitalen}_{t-1} + \text{Fullstendig nettoresultat}_t \downarrow - \text{Netto betalt utbytte}_t$$

Forrige års egenkapital tillagt et negativt fullstendig nettoresultat fratrukket netto betalt utbytte gir nedgang ved årets egenkapital. Dårlig lønnsomhet påvirker dermed egenkapitalen.



Figur 6.7 Egenkapitalprosent for AUSS og bransje med illustrerende graf

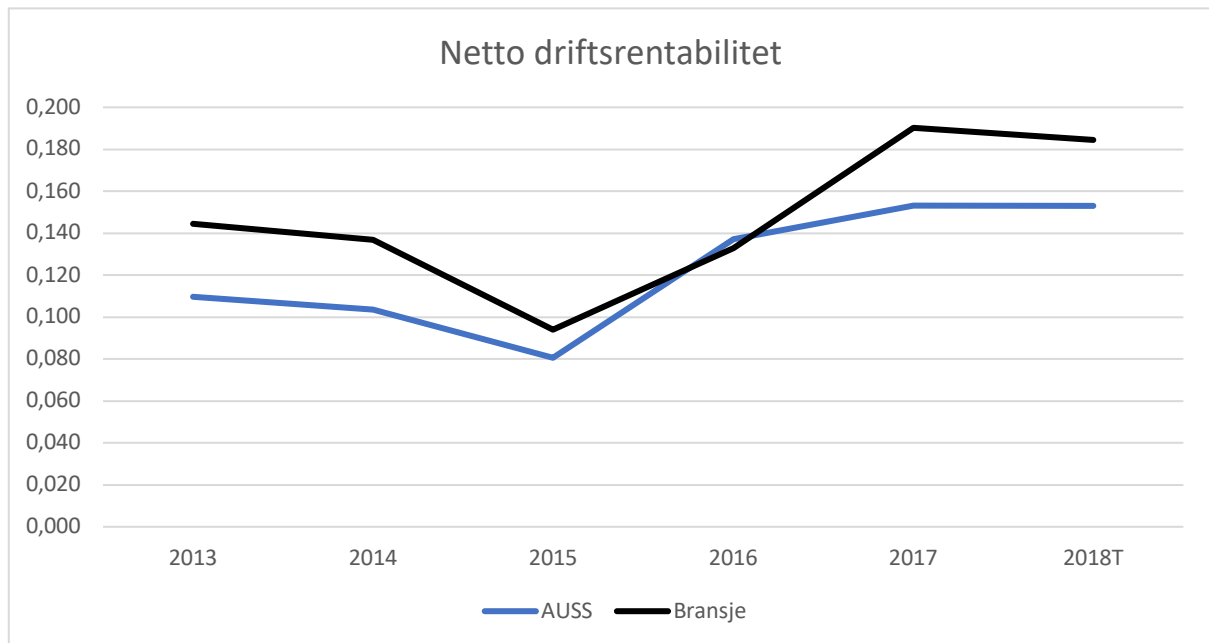
Figur 6.7 viser egenkapitalprosenten til AUSS sammenlignet med bransjesnittet over analyseperioden. Egenkapitalen for både AUSS og bransje er i overkant av 50% av total kapitalen for analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet for perioden på egenkapitalprosent er 54% for AUSS og 52% for bransjen. AUSS har altså en marginalt høyere egenkapitalprosent enn sin relative bransje. AUSS har en betryggende egenkapitalprosent og er godt rustet til å tåle eventuelle dårlige tider.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser selskapet sitt netto driftsresultat sett i forhold til gjennomsnittlig netto driftseiendeler. Dette viser altså prosentvis avkastning av selskapets netto driftseiendeler. Svak netto driftsrentabilitet tyder altså på svak lønnsomhet. Som nevnt i kapittel 6.2.1 vil en dårlig lønnsomhet kunne tære på egenkapitalen. Netto driftsrentabilitet har på denne måten sammenheng med utviklingen til egenkapitalrentabiliteten og er således en viktig faktor i soliditetsanalysen. Formelen er som følger:

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

ΔNDE = Endring i netto driftseiendeler



Netto driftsrentabilitet	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
AUSS	0,110	0,103	0,081	0,137	0,153	0,153	0,127
Bransje	0,144	0,137	0,094	0,133	0,190	0,184	0,151

Figur 6.8 Netto driftsrentabilitet for AUSS og bransje med illustrerende graf

Figur 6.8 viser netto driftsrentabilitet for AUSS sammenlignet med bransjesnittet over analyseperioden. AUSS hadde en tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet på 12,7%, bransjen hadde en tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsrentabilitet på 15,1%. Netto driftsrentabilitet for både AUSS og bransje virker å være høye, men AUSS har nesten til enhver tid en lavere netto driftsrentabilitet enn bransjen. Dette tilsier at AUSS raskere vil måtte benytte seg av egenkapitalen ved dårlige perioder enn det bransjen må. Netto driftsrentabilitet vil være utslagsgivende ved beregning av fordeler i kapittel 8.

6.2.3 Finansieringsstruktur

Finansieringsstrukturen er en framstilling av hvordan selskapet er finansiert (Knivsflå, 2018). I et slikt oppsett blir eiendeler rangert etter hvor likvide de er og kapitalen blir rangert etter hvor langsiktig den er. Finansieringsstrukturen blir presentert i en figur som plasserer tall

forholdsmessig etter nevnte likviditet og langsiktighet og danner en nedgående kurve. Dess raskere kurven når bunn, dess bedre er finansieringen og dess mindre er risikoen. Egenkapitalen er den minst risikable finansieringsformen da dette er midler selskapet selv besitter. Det er videre knyttet størst risiko til den kortsiktige finansielle gjelden siden denne er regnet som den mest kostbare. Av eiendeler er det omløpsmidlene som anses å være mest likvide og de finansielle regnes som mer likvide enn de driftsrelaterte. Finansieringsstrukturen er pr. 31.12.17 da den er basert på årsregnskapet 2017.

AUSS 31.12.2017 Hele tall	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	11 136 077	9 385 272	2 645 572				23 166 921
Finansielle AM			231 846				231 846
Driftsrelaterte OM			1 147 485	7 360 854	159 742		8 668 081
Finansielle OM					3 223 322	1 851 553	5 074 875
Totalkapital	11 136 077	9 385 272	4 024 903	7 360 854	3 383 064	1 851 553	37 141 723

Figur 6.9 Finansieringsstrukturen til AUSS med hele tall

Som vi ser i figur 6.9 vil hele egenkapitalen, hele minoritetsinteressen og om lag halvparten av den langsiktige driftsgjelden representere beløpet som skal til for å dekke de driftsrelaterte anleggsmidlene. Videre dekker den resterende langsiktige gjelden opp for både driftsrelaterte anleggsmidler og de finansielle anleggsmidlene før de driftsrelaterte omløpsmidlene må fordeles mellom den resterende driftsrelaterte gjelden, langsiktig finansiell gjeld og den kortsiktige driftsrelaterte gjelden. Matrisen når ikke bunnen før den kortsiktige finansielle gjelden. Dette gir en negativ indikator for finansieringens risikobilde.

AUSS 31.12.2017 Prosentatser	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	48,07 %	40,51 %	11,42 %				62,37 %
Finansielle AM			100,00 %				0,62 %
Driftsrelaterte OM			13,24 %	84,92 %	1,84 %		23,34 %
Finansielle OM					63,52 %	36,48 %	13,66 %
Totalkapital	29,98 %	25,27 %	10,84 %	19,82 %	9,11 %	4,99 %	100,00 %

Figur 6.10 Finansieringsstrukturen til AUSS i prosent

Bransje 31.12.2017 Prosentatser	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	84,02 %	14,31 %	1,68 %				56,24 %
Finansielle AM			100,00 %				0,27 %
Driftsrelaterte OM			23,59 %	48,26 %	28,15 %		38,07 %
Finansielle OM					18,97 %	81,03 %	5,42 %
Totalkapital	47,25 %	8,05 %	10,19 %	18,37 %	11,74 %	4,39 %	100,00 %

Figur 6.11 Finansieringsstrukturen til bransjen i prosent

Figur 6.10 og 6.11 viser samme matrise for både AUSS og bransjen. Tallene er regnet i prosent for å bedre kunne sammenlignes med bransjen. Egenkapitalen til AUSS er nok til å dekke 48% av de driftsrelaterte anleggsmidlene mens egenkapitalen til bransjesnittet dekker hele 84% av samme middel. Da egenkapitalen er den minst risikable finansieringsformen taler dette negativt for AUSS. De redder seg likevel litt inn igjen ved minoritetsinteressen som dekker for 40 % av de driftsrelaterte anleggsmidlene, for bransjen dekkes kun 14%. Det må til med langsiktig driftsrelatert gjeld, og noe kortsiktig driftsrelatert gjeld, for å dekke for de resterende driftsrelaterte anleggsmidlene. Den langsiktige finansielle gjelden dekker 85% av de driftsrelaterte omløpsmidlene og tilsvarende 48% for bransjen. Den kortsiktige driftsrelaterte gjelden tar også en del av de finansielle omløpsmidlene både for AUSS og bransjen. De resterende finansielle omløpsmidlene dekkes av kortsiktig finansiell gjeld, 36% for AUSS og 81% for bransjen. Bransjen har altså en større andel dekket av kortsiktig finansiell gjeld. Dette er positivt for AUSS da denne typen finansieringsform regnes som den dyreste. Vi merker oss at både selskapet og bransjen ender på samme sted i matrisen, nemlig ved den kortsiktige finansielle gjelden. Dette er ikke ideelt, men gir et relativt mål for AUSS ved at finansieringen er i tråd med resten av bransjen.

6.2.4 Oppsummering soliditetsanalyse

Formålet med en soliditetsanalyse er å undersøke om selskapet besitter nok likvide midler til å dekke finansielle krav på lengre sikt. Vi har nå sett på analyseperioden 2013 til 2018T med tall fra egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og en finansieringsstruktur. Vi har sett disse forholdstallene opp mot et bransjesnitt av de komparative selskapene.

Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av totalkapitalen egenkapitalen utgjør. AUSS har en tilnærmet lik egenkapitalprosent som bransjen. Det tidsvektede gjennomsnittet ender på 54% for AUSS og 52% for bransjen. Verdt å merke seg ved denne beregningen er at egenkapitalen inkluderer minoritetsinteressene, for AUSS sin del utgjør dette omlag 20% sammenlignet med bransjen som har om lag 0,1% minoritetsinteresser. Det er tydelig at AUSS her reddes inn av en solid konsernstruktur. Netto driftsrentabilitet sier noe om selskapets inntjeningssevne ved benyttelse av sine netto driftseiendeler. Den tidsvektede gjennomsnittlige netto driftsrentabiliteten til AUSS og bransjen er henholdsvis 12,7% og 15,1% over analyseperioden. AUSS sin netto driftsrentabilitet er altså lavere enn bransjens og ved dårlige perioder vil AUSS tidligere måtte ta i bruk sin egenkapital.

Finansieringsmatrisene for både AUSS og bransjen er relativt like over samme periode.

Matrisene viser at AUSS og sin relative bransje benytter seg av alle de ulike finansieringsformene for sine omløps- og anleggsmidler. AUSS avviker ikke særlig fra sin relative bransje, men det er noen forskjeller å nevne. Bransjen har en større ren egenkapitalfinansiering, men AUSS sine minoritetsinteresser finansierer en større del enn det minoritetene i bransjen gjør. AUSS har også en mindre kortsiktig finansiell gjeldsfinansiering enn sin relative bransje, dette er en positiv indikator.

Den samlede soliditetsrisikoen til AUSS kan på dette grunnlaget vurderes til liten. Dette innebærer at AUSS er rustet til å dekke sine løpende forpliktelser på lengre sikt. Selskapet har en soliditet nært likt sin relative bransje. Vi konkluderer med at det er liten sannsynlighet for at AUSS vil ha store likviditetsproblemer på lengre sikt.

6.3 Syntetisk rating

Syntetisk rating er en felles oppsummering av likviditetsanalysen og soliditetsanalysen. Nøkkeltall fra disse analysene skaper sammen en bokstavkarakter, en syntetisk rating, som sier noe om konkurrisikoen (Penman, 2013). For å finne bokstavkarakteren benytter vi en rating-modell med input av de ulike nøkkeltallene som kreves. Modellen vi benytter tar utgangspunkt i et profesjonelt kredittvurderingsselskap, «Standard & Poor's», sine rating-klasser. Denne lager en syntetisk rating basert på input av nøkkeltall fra likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. De ulike nøkkeltallene får hver sin bokstavkarakter ut fra modellen som sammen skaper en samlet gjennomsnittskarakter som representerer konkurrisikoen for det kommende året. Karakter AAA er beste karakter og gir en konkurssannsynlighet lik 0%. Karakter D er dårligste karakter og gir en konkurssannsynlighet lik 86%. Figur 6.12 viser modellen med en oversikt over de ulike bokstavkarakterene sammen med tilhørende talltilpasning for nøkkeltallene. Grenseverdiene er gitt i normal skrift og medianverdiene er markert med **fet** skrift.

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

Figur 6.12 Nøkkelverdier og konkurssansynlighet for den syntetiske rating (Knivsflå, 2018).

Modellen vi har benyttet ble presentert i kurset *Regnskapsanalyse og verdivurdering* (MRR413A) ved Norges Handelshøyskole (Knivsflå, 2018). Modellen inneholder fire av nøkkeltallene fra risikoanalysen. Det kan likevel være greit å inkludere de andre nøkkeltallene presentert i risikoanalysen ved en samlet vurdering, da disse ikke er medregnet i den syntetiske rating. En samlet vurdering vil derfor også inneholde de andre nøkkeltallene sammen med en vurdering av funnene vi ble kjent med gjennom den strategiske analysen i kapittel 4. Resultatene fra den syntetiske rating presenteres i figur 6.13.

Syntetisk rating	2013		2014		2015		2016		2017		2018T		Vektsnitt	
	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating
Likviditetsgrad 1														
AUSS	2,934	A	2,572	A	2,608	A	2,645	A	2,625	A	3,336	A	2,792	A
Bransje	3,095	A	2,865	A	2,991	A	2,767	A	2,497	A	3,994	A	3,040	A
Rentedekningsgrad														
AUSS	7,275	AA	8,147	AA	6,852	AA	11,709	AAA	12,281	AAA	10,613	AA	9,898	AA
Bransje	6,744	AA	8,909	AA	6,296	AA	17,114	AAA	16,878	AAA	15,326	AAA	12,819	AAA
Egenkapitalprosent														
AUSS	0,525	BBB	0,521	BBB	0,533	BBB	0,544	BBB	0,516	BBB	0,589	A	0,541	BBB
Bransje	0,534	BBB	0,454	BBB	0,484	BBB	0,526	BBB	0,522	BBB	0,563	A	0,516	BBB
Netto driftsrentabilitet														
AUSS	0,110	BBB	0,103	BBB	0,081	BB	0,137	A	0,153	A	0,153	A	0,127	BBB
Bransje	0,144	A	0,137	A	0,094	BBB	0,133	A	0,190	A	0,184	A	0,151	A
Totalvurdering														
AUSS		A		A		A		A		A		A		A
Bransje		A		A		A		AA		A		AA		A

Figur 6.13 Syntetisk rating for AUSS og bransje

Figur 6.13 presenterer en syntetiske rating for både AUSS og bransjen for analyseperioden. Den syntetiske rating baserer seg på likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent

og netto driftsrentabilitet. Dette fører til at den syntetiske rating representerer et forslag til rating siden den ikke inneholder alle nøkkeltallene vi har utarbeidet tidligere i dette kapitlet. Modellen foreslår en vektet rating for AUSS gjennom analyseperioden på A, den foreslår også A til bransjen. Rating klasse A tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,08% etter figur 6.12. AUSS har hatt samme rating stabilt gjennom hele analyseperioden, men bransjen var i 2016 opp på AA og vi estimerer at den vil oppnå AA på ny i 2018T. Dette skulle tilsi at bransjen har potensial til å oppnå rating AA om få år om utviklingen fortsetter.

Modellen presenterer som sagt bare et forslag til syntetisk rating grunnet et lite utvalg av nøkkeltall i vurderingen. Den totale vurderingen bør derfor inkludere flere nøkkeltall og en helhetsvurdering av risikobildet til selskapet. Vi vil derfor supplere med nøkkeltall fra likviditetsgrad 2 og den finansielle gjeldsdekningsgraden i den totale vurderingen. Både AUSS sin likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekningsgrad er bedre enn bransjen. Disse faktorene underbygger forslaget til den syntetiske rating på A.

Kontantstrømanalysen viste også gode resultater i analyseperioden. Finansieringsstrukturen til AUSS var også i tråd med -strukturen til den relative bransje. Dette taler for en rating tilsvarende bransjens rating.

For å danne en helhetlig vurdering av selskapets risikobilde vil vi også inkludere momenter fra den strategiske analysen i kapittel 4. Den strategiske analysen peker på en bransjefordel som er stor, men synkende inn mot framtiden. Den viste også en liten historisk ressursulempe, som på lang sikt blir en liten ressursfordel. Dette er videre underbygget i SWOT-analysen som presenterer en rekke styrker og svakheter for selskapet og muligheter og trusler for bransjen. Analysen viser trusler for bransjen knyttet til usikkerheten rundt etterspørsel, politiske og teknologiske utfordringer, sykdom og andre miljømessige forhold. Disse truslene kan begrense veksten i bransjen, noe som tyder på at bransjens rating vil være lik dagens nivå, karakter A. Hvis bransjen imøtekommer truslene på en tilfredsstillende måte, hvis den teknologiske utviklingen går i retning av en mer effektiv drift uten at det går på bekostning av andre fordeler vil dette medføre økt vekst.

Vi mener at vår analyse av AUSS sin likviditetsrisiko og soliditetsrisiko, i sammenheng med de funn gjort i kapittel 4 gir grunnlag for å holde ved den syntetiske rating med karakter A. Det faktum at den syntetiske rating fra vår modell over hele perioden har vært stabil underbygger også dette. Vi konkluderer derfor med at den syntetiske rating med karakter A

blir vår totale rating. AUSS får dermed en historisk rating med karakter A, med en tilhørende konkurrisiko på 0,08%.

6.4 Oppsummering risikoanalyse

Likviditetsanalysen viste at AUSS har en lik utvikling med sin relative bransje. AUSS sin likviditetsgrad og finansielle gjeldsdekningsgrad var noe høyere, og rentedekningsgraden noe under den relative bransje. AUSS vil på betryggende vis kunne håndtere sine kortsiktige forpliktelser. Soliditetsanalysen viste at AUSS og bransjen hadde en relativt lik egenkapitalprosent, omtrent 50% over hele analyseperioden. AUSS har relativt til sin bransje en lavere rentedekningsgrad. Finansieringsmatrisen for både AUSS og bransjen viste en litt ugunstig bruk av kortsiktig finansiell gjeld. Soliditetsanalysen viste at AUSS på betryggende vis vil kunne håndtere sine langsiktige forpliktelser. Den syntetiske rating ga at AUSS og bransjen får en gjennomsnittlig tidsvektet rating gitt ved karakter A. Totalvurderingen av risikoanalysen inkluderte også momenter fra den strategiske analysen i kapittel 4. De trusler og muligheter som her ble trukket fram var knyttet til politiske, miljømessige og teknologiske utfordringer. Etter en helhetlig vurdering konkluderte vi med at AUSS har en lav kredittrisiko og en lav konkurrisiko. Vi gir AUSS en syntetisk rating med karakter A med tilhørende konkurrisiko på 0,08%.

7 Historisk avkastningskrav

Et selskap skal gi investorene noe tilbake for kapitalen som er investert. Dette er avkastning som bør dekke for inflasjon, tidsverdi og risikoen på investeringen. Avkastningskravet gir dermed investorene en pekepinn på hvor mye de kan forvente å få igjen mot hvilken risiko de går inn i investeringen med (Kaldestad & Møller, 2016). Historisk sett er det mulig å se en relativ sammenheng mellom selskaper med høy historisk avkastning mot selskaper som opplever god framtidig avkastning, uten at dette gir noe form for fasit. Det historiske avkastningskravet vil på denne måten gi oss en vurdering av rentabiliteten. En slik analyse av rentabiliteten starter med å utvikle en målestokk for hva som vil være god lønnsomhet og derav avkastningskravet på kapitalen. Dersom avkastningen er større enn kravet vil følgelig investeringen være lønnsom (Knivsflå, 2018).

I dette kapitlet skal vi dermed utarbeide det historiske avkastningskravet, som vi videre skal benytte til sammenligning i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 og som diskonteringsrente ved framtidskravet i kapittel 10. Videre benytter vi kapitalverdimodellen Capital Asset Pricing

Model, CAPM, for å bestemme egenkapitalkravet. CAPM beskriver forholdet mellom den systematiske risikoen og forventet avkastning (Berk & DeMarzo, 2017). Egenkapitalbetaen blir funnet ved informasjonen tilhørende aksjekursen til både selskapet og markedet før vi gjennomfører en regresjonsanalyse av avkastningen fra aksjekurser mot hovedindeksen til Oslo Børs. Til slutt vil vi fastsette netto finansielt gjeldskrav og netto driftskrav. Netto driftskrav blir et vektet snitt (WACC) mellom egenkapitalkravet, netto finansielt gjeldskrav og minoritetskravet. De benyttede vektingene er basert på de gjennomsnittlige balanseførte verdiene.

7.1 Avkastningskrav teori

Når en fastsetter et avkastningskrav er det flere faktorer som påvirker dette kravet. Avkastningskravet bør minimum kompensere for tidsverdien, inflasjonen og risikoen (Kaldestad & Møller, 2016). Avkastningen bør også være på nivå med tilsvarende investeringer med tilsvarende risiko, ellers vil investorene trekke mot investeringer med større avkastning og mindre risiko. Når vi nå snakker om risiko, er det spesielt den systematiske risikoen som har størst innvirkning på avkastningskravet. Dette er fordi den usystematiske risikoen enkelt kan diversifiseres bort av en erfaren investor. Dette ble omtalt i kapittel 6. Utrekningene av avkastningskravet vil derfor bare inneholde den systematiske risikoen en finner i markedet. Kapitalverdimodellen, CAPM, vil følgelig også bare inneholde denne systematiske risikoen for markedet, men vi iligger modellen en illikviditetspremie da dette vil framstå mer pålitelig. Modellen inneholder følgende formler:

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

r_f = Risikofri rente etter skatt,

β_{EK} = Egenkapitalbetaen,

r_m = avkastningen på markedsporteføljen, $(r_m - r_f)$ = Markedsrisikopremie (mrp), ilp = Illikviditetspremien

$$\text{Minoritetsintressekrav (mik)} = \text{egenkapitalkrav (ekk)} + \text{ilikviditetspremie}_{\text{Minor.}}$$

Minoritetskravet består av egenkapitalkravet og justeres for en illikviditetspremie. Denne premien justeres om investeringen festes til en illikvid aksje (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)} = f_{gk} \cdot \frac{FG}{NFG} - f_{ek} \cdot \frac{FE}{NFG}$$

f_{gk} = finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld,
 NFG = netto finansiell gjeld, f_{ek} = finansielt eiendelskrav, FE = finansielle eiendeler

Netto finansielt gjeldskrav er et vektet krav mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav.

$$\text{Netto driftskrav (ndk)} = E_{kk} \cdot \frac{EK}{NDK} + m_{ik} \cdot \frac{MI}{NDK} + n_{fgk} \cdot \frac{NFG}{NDK}$$

E_{kk} = Egenkapitalkravet,
 EK = egenkapital, NDK = netto driftskapital, m_{ik} = minoritetskrav,
 MI = minoritetsinteresse, n_{fgk} = Netto finansielt gjeldskrav, NFG = netto finansiell gjeld,

Netto driftskrav (ndk) er beregnet ved å vekte kravet til avkastningen til netto driftskapital. Dette er selskapets gjennomsnittlige kapitalkostnad, omtalt som «Weighted Average Cost of Capital», WACC. Dette er altså den vektete kostnaden av de forskjellige komponentene av finansiering benyttet av selskapet (Damodaran, 2012; Penman 2013). Netto driftskrav er et vektet krav mellom egenkapitalkravet (ek), minoritetskravet (mik) og netto finansielt gjeldskrav (nfgk). Vektingen reflekterer risikoen og avkastningen knyttet til de ulike finansieringskildene. En kan si at WACC er den gjennomsnittlige risikoen til selskapets finansiering (Berk & DeMarzo, 2017). Den benyttede vektingen er basert på de gjennomsnittlige balanseførte verdiene. Vi vil beregne rentabiliteten i kapittel 8 med de samme vektene før vektene oppdateres til virkelig verdi i del 3.

7.2 Risikofri rente, beta og risikopremie

Vi skal nå gå inn på de ulike komponentene i kapitalverdimodellen. Videre følger forklaringer og fastsettelse for analyseperioden.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente symboliserer en tenkt avkastning på en investering uten konkurs- eller mislighetsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). Dette representerer altså et minimum av avkastningen en investor bør forvente. Den risikofrie renten blir dermed lagt til grunn i

utregningen av avkastningskravet. Det finnes ulike måter å måle den risikofrie renten på. En kan ta utgangspunkt i bankenes rente seg imellom eller statsobligasjoner. Det er fordi dette representerer investeringer med et minimum av risiko, en må likevel justere en liten del for den risikoen som eksisterer. I disse tilfellene kan det gjøres med den syntetiske rating der norske finansinstitusjonene gis en gjennomsnittlig rating på AA og den norske stat gis en rating på AAA (Knivsflå, 2018).

Risikofri rente kan sies å være en hypotetisk avkastning på et verdipapir uten tilknyttet konkurs- eller mislighetsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). Vi måler den risikofrie renten etter en 3 måneders effektiv NIBOR-rente (Norwegian Interbank Offered Rate), dette er den kortsiktige renten bankene seg imellom benytter. Gjennomsnittlig NIBOR-rente er utregnet på et snitt av rentekursen siste dagen i måneden gjennom perioden. Vi gjør fratrukk for den kortsiktige risikopremien og skattesatsen. Bankene, herunder norske finansinstitusjoner, har en gjennomsnittlig syntetisk rating på AA tilsvarende en kort kredittrisikopremie etter skatt på 0,004 (Knivsflå, 2018). Vi omgjør til kredittrisikopremie før skatt ved formelen:

$$KRP \text{ før skatt} = \frac{KRP \text{ etter skatt}}{(1 - \text{skattesats})}$$

Dette gir oss en kredittrisikopremie før skatt fra 0,006

synkende til 0,005 i takt med synkende skattesats fra 28% til 23%. NIBOR-renten med fratrukk for kredittrisikopremien før skatt gir oss risikofri rente før skatt, når vi da tar hensyn til skatten finn vi risikofri rente etter skatt. Den risikofrie renten etter skatt er presentert i følgende figur 7.1.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
NIBOR-rente (3mnd)	0,018	0,017	0,013	0,011	0,009	0,010	0,012
- Kort kredittrisikopremie	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,012	0,012	0,008	0,006	0,004	0,005	0,007
- Skatt (28% → 23%)	0,003	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001	0,002
= Risikofri rente etter skatt	0,009	0,008	0,005	0,004	0,003	0,004	0,005

Figur 7.1 Risikofri rente etter skatt

Figur 7.1 viser resultatet av utregningen av den risikofrie renten vi har estimert for analyseperioden. I 2017 var den risikofrie renten lavest med 0,28% ($\approx 0,003$) og vi venter at den vil stige til omlag 0,37% ($\approx 0,004$) i takt med styringsrenta for 2018T. Det vektete snittet er likevel på 0,5% grunnet høyere rente tidlig i analyseperioden.

7.2.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien er meravkastningen en forventer å få utover den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2016). Risikopremien kan dermed sies å være avkastningen en

diversifisert investor krever for å bære markedsrisikoen. Kapitalverdimodellen måler risikopremien etter historiske resultater basert på avkastningen utover risikofri rente. Risikopremien er utsatt for store svingninger, den er liten i gode tider og følgelig stor i dårlige tider. Dette fører til at risikopremien kan være utfordrende å tallfeste. Kompetansehuset PwC forsøker likevel gjennom en årlig undersøkelse i det norske markedet. For 2017 mener de markedsrisikopremien er på 5%, noe som er uendret fra 2016 (PwC, 2017).

Det finnes likevel ulike forslag til å tallfeste en slik risikopremie, i kurset *Regnskapsanalyse og verdivurdering* (MRR413A) ved Norges Handelshøyskole ble det benyttet en vektet risikopremie mellom lang og kort tidshorison basert på tall hentet fra Oslo Børs. Den kortsiktige tidshorisonen baserer seg på risikopremier fra 1995 og ble vektlagt med 1/3. Den langsiktige tidshorisonen baserer seg på risikopremier fra 1958 og ble vektlagt med 2/3. Den ulike vektleggingen er til for å inkludere de tidligere svingningene i kombinasjon med dagens situasjon der markedet stadig endrer seg. Basert på denne metoden presenteres markedsrisikoen i figur 7.2 (Knivsflå, 2018).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Årlig risikopremie 95-t	0,042	0,041	0,042	0,041	0,042	0,042	0,042
• Vekting 2/3	0,028	0,027	0,028	0,027	0,028	0,028	0,028
+ Årlig risikopremie 58-t	0,067	0,066	0,066	0,067	0,069	0,069	0,068
• Vekting 1/3	0,022	0,022	0,022	0,022	0,023	0,023	0,023
= Risikopremie	0,050	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,050

Figur 7.2 Risikopremie for analyseperioden (Knivsflå, 2018)

Som vi ser i figur 7.2 er det tidsvektede gjennomsnittet godt i tråd med PwC sin undersøkelse. Basert på våre utregninger mener vi likevel at risikopremien for 2017 bør være 5,1%. Trailing-tall av risikopremien for 2018 blir likevel vanskelig å fastsette da vi ikke har de faktiske regnskapstall fra Oslo Børs for dette året. Vi fastsetter derfor en risikopremie for 2018T til å være \approx risikopremien 2017. I tråd med undersøkelsen utarbeidet av PwC beholder vi våre tall.

7.2.3 Egenkapitalbeta

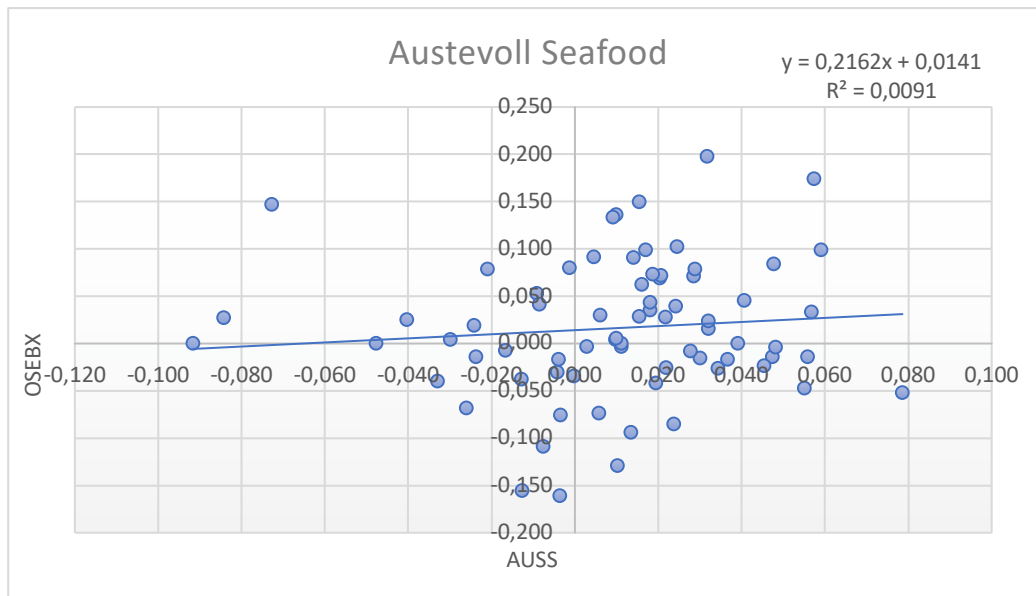
Beta er et mål på den enkelte aksje sin risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert aksjen er for den generelle markedsrisikoen som tidligere nevnt (Kaldestad & Møller, 2016). Betaen sier dermed noe om aksjen sine kursbevegelser målt opp mot aksjemarkedets kursbevegelse. Egenkapitalbetaen kan dermed si noe om den systematiske risikoen ved å

investere i et selskap sin egenkapital. Størrelsen på betaen avhenger av samvariasjonen mellom avkastningen og avkastningsvolatiliteten til selskapet målt mot markedet. Dette sier noe om hvordan og hvor mye selskapet sin aksjekurs svinger målt mot markedet, typisk OSEBX. OSEBX er et gjennomsnitt av aksjene notert på Oslo Børs, denne ble omtalt i kapittel 2.1.3. Dersom beta $\beta = 1$ vil det si at aksjekursen svinger i takt med gjennomsnittskursen i markedet. Er tallet større enn 1 vil aksjen svinge mer og følgelig om tallet er mindre enn 1 vil aksjen svinge mindre. Dersom betaen skulle være negativ vil aksjen svinge i motsetning av markedets svingninger. Formelen for beta blir som følger:

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \rho \cdot \frac{\sigma_r}{\sigma_m} = \text{samvariasjon} \cdot \text{relativ risiko}$$

Siden AUSS er børsnotert benytter vi historisk kurs-data for å finne den historiske avkastningen (Damodaran, 2012). Vi velger å gjennomføre en utregning av betaen selv. På denne måten får vi kontroll på input og utregninger. Vi får også oversikt over hvilket tidsrom betaen gjelder for, noe vi ikke hadde fått om vi hadde benyttet en beta hentet fra en analytiker. Vi henter tall fra programvaren Datastream gjennom nettverket til Norges Handelshøyskole og ser i denne sammenheng på en tidshorisont tilbake til 2012 med månedlige avkastninger. På denne måten inkluderer vi både gode og dårlige tider når vi ser på samvariasjonen. Perioden vil også være kort nok til at den er relevant for dagens situasjon og lang nok til å utelukke selskapsspesifikke hendelser.

Som et gjennomsnitt av markedet benytter vi Oslo Børs sin hovedindeks, OSEBX. Kritikken mot å benytte denne indeksen er imidlertid at indeksen har en unormalt stor vektning mot oljerelatert industri, noe som fører til at det blir mer likt en oljeindeks (Kaldestad & Møller, 2016). Vi velger fremdeles å beholde OSEBX som referanseindeks da AUSS også er representert her gjennom sin børsnotering. Da det er manglende alternativer tilgjengelig er OSEBX vårt beste alternativ på referanseindeks. En utregning basert på disse inndata gir oss følgende resultater for egenkapitalbetaen:



Figur 7.3 Regresjonsanalyse

Figur 7.2 viser en utskrift fra regresjonsanalysen utarbeidet i Excel. Trendlinjen gir oss funksjonen $Y = 0,2162x + 0,0141$ noe som svarer til en egenkapitalbeta for AUSS på 0,2162. Siden betaen er under 1 vil altså AUSS være en mindre volatil aksje enn gjennomsnittsmarkedet, når markedet endres 1% vil AUSS endres 0,2162%. En kan dermed si at AUSS har mindre risiko enn markedet.

En plausibel grunn til de funn gjort i regresjonsanalysen kan knyttes til vår referanseindeks. Som nevnt er denne knyttet til overvekten av oljerelaterte selskaper på Oslo Børs. Den varierende oljeprisen markedet har opplevd siden høsten 2014 kan ha påvirket OSEBX stort. Lakseprisen og oljeprisen er to priser med negativ samvariasjon, dette betyr at når oljeprisen går ned går lakseprisen opp (Melkevik, 2018). En annen faktor kan være at laks er å anse som et hverdagslig produkt. Luksusvarer innebærer ofte en større risiko og selskaper som driver med disse har gjerne en betaverdi over 1. Selskaper som driver med hverdagslige produkter har ofte lavere risiko og følgelig en mindre betaverdi enn 1.

$R^2 = 0,0091$ står for markedsrisikoen ved avkastningen, dette vil si at 0,91% av avkastningen kan relateres til systematisk risiko og de gjenværende 99,09% relateres til den diversifiserbare usystematiske risikoen. Markedsrisikoen står her for en svært lav andel, noe som kan gjøre betaestimaten noe usikkert. Likevel kan den lave markedsrisikoen forsvares med en lav beta, noe som er tilfellet. Forklaringen til en så lav markedsrisiko kan også trolig grunngis med en oljerelatert OSEBX og det faktum at olje og laks har negativ samvariasjon.

Når den analyserte perioden har vært dårlig for oljemarkedet med synkende priser har den vært nærmest tilsvarende positiv for oppdretterne med stigende priser som følgelig gir lav risiko og beta.

Vi har gjennomført samme prosess for de komparative selskapene for å finne betaverdier til disse. Egenkapitalbetaen er imidlertid ikke egnet for direkte sammenligning siden betaen påvirkes av gjeldsgraden (Kaldestad & Møller, 2016). Dette betyr at to selskaper med ulik gjeldsgrad som ellers er identiske ikke oppnår samme beta. En sammenligning mellom betaene skal derfor gjøres med forsiktighet slik de er nå, en bedre løsning kunne vært å korrigere for effekten av gjeldsgraden mellom selskapene. Vi forenkler dette ved å normalisere betaen (Knivsflå, 2018). Egenkapitalbetaen vil uansett bevege seg opp mot gjennomsnittet med et tidsperspektiv mot horisonten (Kaldestad & Møller, 2016). Gjennomsnittet er i denne sammenheng representert ved OSEBX som har beta 1. For å ta hensyn til dette blir betaen justert med 1/3 av gjennomsnittet 1 og 2/3 med utregnet beta 0,216 for å normalisere resultatet (Kaldestad & Møller, 2016). Betaen og tilhørende justeringer for de komparative selskapene presenteres her følgende:

	Austevoll Seafood ASA	Marine Harvest ASA	Greig Seafood ASA	Salmar ASA	Norway Royal Salmon ASA
Beta β	0,216	0,396	0,650	0,334	0,810
Vekting 2/3 β	0,144	0,264	0,433	0,222	0,540
+ Vekting 1/3 OSEBX	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Justert beta β^*	0,477	0,597	0,766	0,556	0,873

Figur 7.4 Utregnet og justert beta for AUSS og komparative selskaper.

Figur 7.4 viser de utregnede betaene til AUSS og alle de komparative selskapene sammen med den justerte betaen. I det videre er det den justerte betaen vi benytter. AUSS sin beta er lavest, gitt ved 0,48, og NRS sin er størst, gitt ved 0,87.

Vi har ingen forutsetninger for å kunne uttale oss om hva som skylder forskjellen på betaen i disse selskapene da vi ikke har fordypet oss på samme måte i de komparative selskapene til AUSS. Til sammenligning for våre resultater har vi også sett på betaberegninger i papirutgaven av Finansavisen datert 16.10.18. Avisen viser følgende betaer: AUSS -0,17, Marine Harvest 0,07, Grieg 0,65, SalMar 0,04, og NRS 0,49. Som vi ser er dette vesentlig lavere enn våre beregninger. Faktorer som her kan begrunne dette er at Finansavisen baserer sine betaer på en annen periode, for eksempel kun det siste året. Vi vet heller ikke om denne betaen er justert. Dette var også noe av begrunnelsen til at vi valgte å regne ut betaen selv, da vi ikke kan vite hva andre finanseksperter legger i sine utregninger, samt at de fleste baserer

seg på det siste året. Nå har vi en beta som strekker seg over den totale analyseperioden og vi vet med sikkerhet hva utregningen inneholder. Vi holder derfor på at AUSS har en justert beta på 0,48 for den analyserte perioden.

7.2.4 Årlig egenkapitalbeta

Vi har til nå estimert den justerte egenkapitalbetaen for AUSS til å være 0,48 for analyseperioden, dette tilsvarer gjennomsnittlig egenkapitalbeta for perioden. Vi skal nå finne den årlige egenkapitalbetaen for AUSS ut ifra gjennomsnittsbetaen. Miller og Modigliani hevder at verdien av selskapet ikke avhenger av hvordan selskapet er finansiert, dette fører til at β_{NDK} heller ikke avhenger av hvordan selskapet er finansiert (Knivsfå, 2018). Man kan dermed si at β_{NDK} er konstant, men dette forutsetter at man ser vekk fra skattefordelen ved gjeldsrenten og eventuelle finansielle krisekostnader (Knivsfå, 2018). Gjennom risikoanalysen i kapittel 6 fant vi ingen tegn til noe form for finansiell krise, tvert imot er selskapet solid finansiert. Vi mener derfor at det er svært liten sannsynlighet for at det skal oppstå en finansiell krise i AUSS, og vi kan dermed si at β_{NDK} er konstant. Den årlige egenkapitalbetaen kan dermed beregnes ved følgende formel:

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

β_{EK} = Egenkapitalbeta	β_{NDK} = netto driftsbeta,
β_{NFG} = netto finansiell gjeldsbeta	$nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad

Netto finansiell gjeldsbeta og netto driftsbeta hentes fra kapittel 7.3.2.1 og 7.4 og vi står da igjen med en ukjent faktor; årlig egenkapitalbeta. Årlig egenkapitalbeta for analyseperioden utregnes og presenteres i figur 7.5.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Netto driftsbeta	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346
+ $\beta_{NDK} - \beta_{NFG}$	0,826	0,604	0,351	0,350	0,349	0,349	0,436
• Netto finansiell gjeldsgrad	0,281	0,299	0,332	0,317	0,247	0,207	0,277
= Årlig justert egenkapitalbeta	0,578	0,526	0,462	0,457	0,432	0,418	0,468

Figur 7.5 Årlig egenkapitalbeta for AUSS

7.2.5 Illikviditetspremie

I utgangspunktet består kapitalverdimodellen bare av risikofri rente og markedsrisikopremien. Dette forutsetter et perfekt marked. I virkeligheten er det ikke alltid et perfekt marked, så investorer og kreditorer vil kunne kreve en ekstra risikopremie (Knivsfå,

2018). Vi vil derfor ilegge egenkapitalkravet en ekstra illikviditetspremie, også med et tillegg for minoritetene for å dekke opp om dette. Illikviditetspremien skal gi kompensasjon for fastlåste ressurser ved illikvide plasseringer for investorene og kreditorene. Dette blir for å kompensere for investeringer som kan være kostbare å fratre (Kaldestad & Møller, 2016). Dette er en typisk problemstilling for aksjer som ikke er noterte på børs, men det kan likevel være greit å ta ei vurdering om det finnes vanskeligheter ved å selge en AUSS aksje til tross for at den er notert på børs. Det finnes ingen opplagt metode for å beregne en slik illikviditetspremie, så normalen for å beregne denne baserer seg på skjønn. Størrelsen avhenger av selskapsrisikoen, graden av innelåst kapital og graden av markedssvikt (Knivsflå, 2018).

Aksjer som er notert på børs er normalt mer likvide og dermed er kapitalen enklere å løse fra investeringen enn hva den hadde vært for selskaper uten børsnotering. AUSS er som kjent notert på børs noe som taler for at aksjen er greit omsettelig. Det eksisterer likevel en tydelig eierspredning da den største aksjonæren er familieselskapet Laco AS som eier 55,55%. De resterende aksjeeierne er minoriteter med mindre enn 2,61% av andelen. Minoritetene har dermed svært liten og ingen innvirkning på utbytte fra selskapet. Likevel har AUSS fastsett et utbyttmål i årsrapportene tilsvarende 20-40% av resultatet etter biologisk justering. Ser vi på Oslo Børs sin oversikt over de mest omsatte aksjene finner vi AUSS på en 38. plass som svarer til en omsetningsverdi på 4,87 MRD, dette tilsvarer 0,45% av den omsatte verdien på Oslo Børs i 2017 (Oslo Børs, 2017). Dette skulle også underbygge påstanden om at en AUSS-aksje er greit omsettelig og ikke særdeles illikvid. Illikviditetsrisikoen fastsettes dermed skjønnsmessig til 1% basert på argumentasjonen over. Det vil også bli lagt til et tillegg for minoritetene på grunn av majoriteten sin dominans, denne fastsettes skjønnsmessig til 2%.

7.3 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

Vi skal nå ta for oss kravene til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. Disse kravene baserer seg den risikofrie rente, risikopremien og betaen funnet i kapittel 7.2. For å beregne kravet ved netto finansiell gjeld er vi også avhengige av å beregne det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet.

7.3.1 Egenkapitalkrav

Som nevnt innledningsvis i kapittel 7 blir egenkapitalkravet utregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen, CAPM, med følgende formel:

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

r_f = risikofri rente, β_{EK} = egenkapitalbeta,
 Risikopremie = $(r_m - r_f)$, ilp = likviditetspremie

Egenkapitalkravet for analyseperioden er presentert i figur 7.6.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
NIBOR-rente (3mnd)	0,018	0,017	0,013	0,011	0,009	0,010	0,012
- Kort kreditrisikopremie	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,012	0,012	0,008	0,006	0,004	0,005	0,007
- Skatt (28% → 24%)	0,003	0,003	0,002	0,001	0,001	0,001	0,002
= Riskofri rente etter skatt	0,009	0,008	0,005	0,004	0,003	0,004	0,005
+ Justert EK beta	0,578	0,526	0,462	0,457	0,432	0,418	0,468
• Risikopremie etter skatt	0,050	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,050
+ Illikviditetspremie majoritet	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav	0,048	0,044	0,039	0,037	0,035	0,035	0,039
+ Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,068	0,064	0,059	0,057	0,055	0,055	0,059

Figur 7.6 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Vi merker oss en trend med fallende krav over analyseperioden, dette har sammenheng med en fallende risikofri rente som igjen kan begrunnes med fallende styringsrente i perioden. Det vektete egenkapitalkravet for perioden ender på 3,9%. Figuren viser også det endelige minoritetskravet for perioden der egenkapitalkravet er ilagt illikviditetspremie for minoriteter. Det ender på et tidsvektet gjennomsnitt for minoritetskravet over perioden på 5,9%.

7.3.2 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir et vektet krav mellom det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet, dette blir utregnet med følgende formel:

$$\text{Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)} = fgk \cdot \frac{FG}{NFG} - fek \cdot \frac{FE}{NFG}$$

fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld, NFG = netto finansiell gjeld,
 fek = finansielt eiendelskrav, FE = finansielle eiendeler

Finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav er utregnet og presentert i påfølgende delkapitler, henholdsvis 7.3.2.1 og 7.3.2.2. Utregningen av netto finansiell gjeldskrav er vist i figur 7.7.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,018	0,015	0,014	0,013	0,014	0,015
• Finansiell gjeldsvekt	2,094	1,790	1,564	1,641	1,996	2,233	1,887
- Finansielt eiendelskrav	0,031	0,025	0,006	0,005	0,003	0,004	0,010
• Finansiell eiendelsvekt	1,094	0,790	0,564	0,641	0,996	1,233	0,887
= Netto finansielt gjeldskrav	0,005	0,013	0,021	0,020	0,022	0,025	0,019

Figur 7.7 Netto finansielt gjeldskrav

Etter dette beregner vi netto finansiell gjeldsbeta som er en vektet beta mellom finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta med følgende formel:

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

Finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta er utregnet og presentert i påfølgende delkapitler, henholdsvis 7.3.2.1 og 7.3.2.2. Utregningen av netto finansiell gjeldsbeta er vist i figur 7.8.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
• Finansiell gjeldsvekt	2,094	1,790	1,564	1,641	1,996	2,233	1,887
- Finansiell eiendelsbeta	0,442	0,331	0,014	0,010	0,007	0,006	0,101
• Finansiell eiendelsvekt	1,094	0,790	0,564	0,641	0,996	1,233	0,887
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,480	-0,258	-0,005	-0,004	-0,004	-0,003	-0,090

Figur 7.8 Netto finansiell gjeldsbeta

7.3.2.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav består av risikofri rente etter skatt med et tillegg for kredittrisikopremien, det gir følgende formel:

$$\text{Finansiell gjeldskrav} = \text{Risikofri rente etter skatt} + \text{Kredittrisikopremie}$$

Risikofri rente etter skatt ble beregnet til å være 0,5% over analyseperiode i kapittel 7.2.1. Kredittrisikopremien er delt opp for langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld, der langsiktige lån er estimert til å være mer enn 5-7 års gjenværende løpetid tilsvarende som kortsiktige lån er

mindre en 5-7 år gjenværende løpetid. Basert på den syntetiske rating fra kapittel 6.3 finner vi kredittrisikopremien i figur 7.9.

Rating	Kort KRP	Lang KRP
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

Figur 7.9 Kredittrisikopremie (Knivsflå, 2018)

Av den finansielle gjelden består 75% av langsiktig gjeld. Med overvekt på langsiktig finansiell gjeld blir den langsiktige kredittrisikopremien, KRP, benyttet. Med en syntetisk rating med karakter A får vi kredittrisikopremie på 0,01. Den risikofrie renten vist i figur 7.1 tillegges altså en kredittrisikopremie på 0,01 hvert år. I figur 7.10 vises utregningen av det finansielle gjeldskravet.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Risikofri rente etter skatt	0,009	0,008	0,005	0,004	0,003	0,004	0,005
+ Lang kredittrisikopremie etter skatt	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav	0,019	0,018	0,015	0,014	0,013	0,014	0,015

Figur 7.10 Finansielt gjeldskrav

Etter at risikopremien er beregnet, vist i figur 7.1, er vi i stand til å beregne gjeldsbetaen, dette er også en faktor vi er avhengige av for å beregne netto finansiell gjeld i kapittel 7.3.2. Gjeldsbetaen beregnes med følgende formel:

$$\beta_{FG} = \frac{\text{lang kredittrisikopremie} \cdot \text{markedsrisiko}}{\text{markedsrisikopremie}}$$

Vi benytter her den langsiktige kredittrisikopremien på samme grunnlag som tidligere. Den årlige risikopremien hentes fra kapittel 7.2.2 og markedsrisikoen er den systematiske risikoen som tidligere ble omtalt i kapittel 6. Denne fant vi et tall på under regresjonsanalysen der den ble presentert som $R^2 = 0,0091$.

Med den ulike inndata som her er presentert gir dette følgende resultat for den finansielle gjeldsbetaen presentert i figur 7.11.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A
Lang kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
+ Risikopremie	0,050	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,050
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,199	0,203	0,200	0,201	0,196	0,196	0,199
• Markedsrisikodel	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
= Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002

Figur 7.11 Finansiell gjeldsbeta

7.3.2.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav er et krav bestående av kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet med ulike prosentvektinger i det finansielle eiendelskravet basert på de finansielle eiendelene. Formelen til det finansielle eiendelskravet er som følger:

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

De ulike underkravene av de finansielle eiendelene består av ulike avkastningskrav. Dette kommer av at de har ulike risikopremier. Vi ilegger denne utregningen følgende realistiske forutsetninger;

- Kontantene er å anse som risikofrie, derav 0 i risikopremie
- Fordringene gis samme rating som AUSS, altså A, derav en kort risikopremie på 0,006%.
- Investeringene er å anse som godt diversifisert og har derfor en beta på 1 som svarer til en likviditetspremie på 0.

Basert på disse forutsetningen for kontantene, fordringene og investeringene gir dette finansielle eiendelskrav som presentert i figur 7.12.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Kontantkrav	0,0090	0,0084	0,0055	0,0043	0,0028	0,0037	0,005
• Kontantvekt	0,5435	0,6480	0,9599	0,9614	0,9580	0,9601	0,871
+ Fordringskrav	0,0150	0,0144	0,0115	0,0103	0,0088	0,0097	0,011
• Fordringsvekt	0,0141	0,0209	0,0259	0,0282	0,0349	0,0340	0,028
+ Investeringskrav	0,0593	0,0577	0,0555	0,0539	0,0538	0,0547	0,055
• Investeringsvekt	0,4424	0,3311	0,0142	0,0104	0,0071	0,0059	0,101
= Finansielt eiendelskrav	0,0313	0,0249	0,0064	0,0049	0,0034	0,0042	0,010

Figur 7.12 Finansielt eiendelskrav

Den finansielle eiendelsbetaen er avhengig av en fordringsbeta. Fordringsbetaen fastsettes ved følgende formel:

$$\beta_{FOR} = \frac{\text{kort kredittrisikopremie} \cdot \text{markedsrisiko}}{\text{markedsrisikopremie}}$$

Her benytter vi den kortsiktige kredittrisikopremien siden fordringer er å anse som kortsiktige. Den årlige risikopremien er den samme og markedsrisikoen er fremdeles $R^2 = 0,0091$ som vi beregnet i regresjonsanalysen. Beregninger av fordringsbetaen er presentert i figur 7.13.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A
Kort kredittrisikopremie	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
÷ Risikopremie	0,050	0,049	0,050	0,050	0,051	0,051	0,050
= Fordringsbeta når mrd = 1	0,119	0,122	0,120	0,121	0,118	0,118	0,119
• Markedsrisikodel	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
= Fordringsbeta	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001

Figur 7.13 Fordringsbeta

Sammen med forutsetningene som tidligere forklart i dette delkapittel har vi nå alle de nødvendige tallene for å videre beregne den finansielle eiendelsbetaen. Resultatet presenteres i figur 7.14.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
• Kontantvekt	0,544	0,648	0,960	0,961	0,958	0,960	0,871
+ Fordringsbeta	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
• Fordringsvekt	0,014	0,021	0,026	0,028	0,035	0,034	0,028
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
• Investeringsvekt	0,442	0,331	0,014	0,010	0,007	0,006	0,101
= Finansiell eiendelsbeta	0,442	0,331	0,014	0,010	0,007	0,006	0,101

Figur 7.14 Finansiell eiendelsbeta

7.4 Krav til netto driftskapital

Krav til netto driftskapital viser selskapet sitt avkastningskrav på totalkapitalen. Dette finner en ved å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet og krav til netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2018). Beregningene er presentert i figur 7.15.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Egenkapitalkrav	0,048	0,044	0,039	0,037	0,035	0,035	0,039
• Egenkapitalvekt	0,533	0,516	0,502	0,436	0,408	0,423	0,460
+ Minoritetskrav	0,068	0,064	0,059	0,057	0,055	0,055	0,059
• Minoritetsvekt	0,248	0,254	0,249	0,323	0,394	0,405	0,325
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,005	0,013	0,021	0,020	0,022	0,025	0,019
• Netto finansiell gjeldsvekt	0,220	0,230	0,249	0,241	0,198	0,172	0,216
= Netto driftskrav	0,044	0,042	0,039	0,039	0,040	0,041	0,041

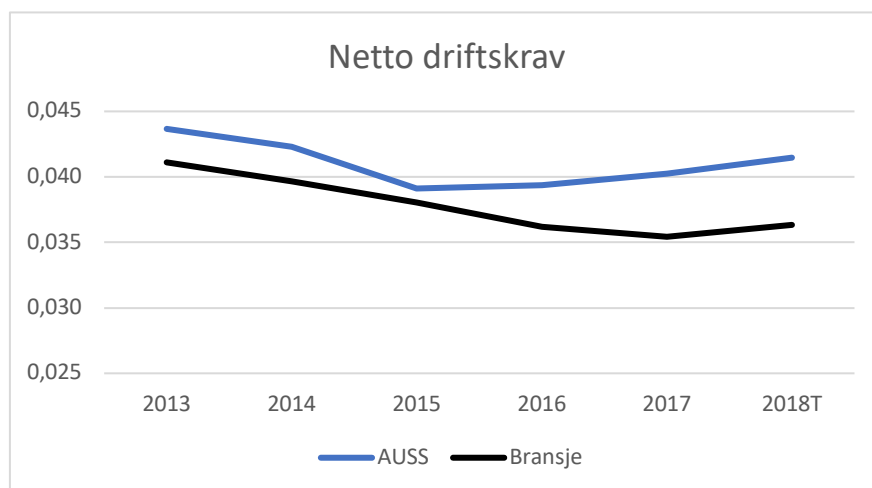
Figur 7.15 Netto driftskrav

Vi kan nå beregne netto driftsbeta, som er den siste faktoren vi benyttet for å beregne årlig egenkapitalbeta i kapittel 7.2.4. Netto driftsbeta er som nevnt konstant over tid. Utrengningen for netto driftsbeta er presentert i figur 7.16.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Egenkapitalbeta	0,578	0,526	0,462	0,457	0,432	0,418	0,468
• Egenkapitalvekt	0,533	0,516	0,502	0,436	0,408	0,423	0,460
+ Minoritetsbeta	0,578	0,526	0,462	0,457	0,432	0,418	0,468
• Minoritetsvekt	0,248	0,254	0,249	0,323	0,394	0,405	0,325
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,480	-0,258	-0,005	-0,004	-0,004	-0,003	-0,090
• Netto finansiell gjeldsvekt	0,220	0,230	0,249	0,241	0,198	0,172	0,216
= Netto driftsbeta	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346

Figur 7.16 Netto driftsbeta

Figur 7.17 presenterer utviklingen til netto driftskravet for AUSS sammenlignet med de komparative selskapene.



Figur 7.17 Grafisk sammenligning mellom AUSS og bransjen ved netto driftskrav

Som vi ser av figuren over viser den et relativt stabilt netto driftskrav for både AUSS og bransjen over analyseperioden. Vi merker oss likevel at AUSS jevnt over har et større netto driftskrav enn bransjen.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Egenkapitalkrav AUSS	0,048	0,044	0,039	0,037	0,035	0,035	0,039
Egenkapitalkrav bransje	0,051	0,049	0,047	0,044	0,040	0,041	0,045
Minoritetskrav AUSS	0,068	0,064	0,059	0,057	0,055	0,055	0,059
Minoritetskrav bransje	0,071	0,071	0,067	0,064	0,060	0,061	0,065
Netto finansielt gjeldskrav AUSS	0,005	0,013	0,021	0,020	0,022	0,025	0,019
Netto finansielt gjeldskrav bransje	0,015	0,017	0,019	0,016	0,015	0,016	0,017
Netto driftskrav AUSS	0,044	0,042	0,039	0,039	0,040	0,041	0,041
Netto driftskrav bransje	0,041	0,040	0,038	0,036	0,035	0,036	0,037

Figur 7.18 Dekomponerte krav

Figur 7.18 oppsummerer driftskravet med dekomponeringer til egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav for AUSS sammen med sammenligningstall til bransjen. Vi ser av figuren at egenkapitalkravet og minoritetskravet har vært synkende for analyseperioden både for selskapet og bransjen. Netto finansielt gjeldskrav har vært stabilt for bransjen mens AUSS har hatt et økende krav fra 0,5% til 2,5% for analyseperioden.

8 Analyse av lønnsomhet – strategisk fordel

Vi skal nå gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse for å se om AUSS besitter en strategisk fordel. For å måle virksomhetens lønnsomhet skal vi måle rentabiliteten opp mot avkastningskravet fra forrige kapittel. Rentabiliteten er et forholdstall som viser prosentvis avkastning på den investerte kapitalen (Damodaran, 2012). Rentabilitetsanalyser vil kunne gi sammenligningsgrunnlag for lønnsomheten til selskaper over tid og en vil kunne sammenligne en virksomhets lønnsomhet med andre virksomheter. Rentabilitetsmålinger målt mot avkastningskravet vil altså kunne gi svar på om driften i selskapet er lønnsom. Ved en rentabilitet større enn kravet til avkastning oppnår selskapet det som omtales som superrentabilitet.

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

Resultatet til kapitalen kan både være det fullstendige nettoresultat og det normaliserte nettoresultat (Knivsflå, 2018). Som nevnt i kapittel 6 benytter vi normaliserte tall da disse er bedre egnet for å danne framtidsprognoser. Vi benytter oss også av etterskuddsrentabilitet, det vil si kapital justert for opptjent kapital i året. Dette gir et mål på (etterskudds)rentabilitet.

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Inngående balanse} + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Etterskuddsrentabilitet kan sammenlignes med etterskuddsavkastningskravene som framkom i kapittel 7. Analysen av etterskuddsrentabilitet og avkastningskravene vil kunne kvantifisere de strategiske elementene omtalt i kapittel 4.

Vi ønsker først å finne virksomhetens strategiske fordel/ulempe. Deretter ønsker vi å dekomponere denne i en finansierings- og en drifts-fordel/ulempe. Disse vil videre dekomponeres for å finne de underliggende kilder til superrentabiliteten til AUSS.

8.1 Superrentabilitet til egenkapital - strategisk fordel

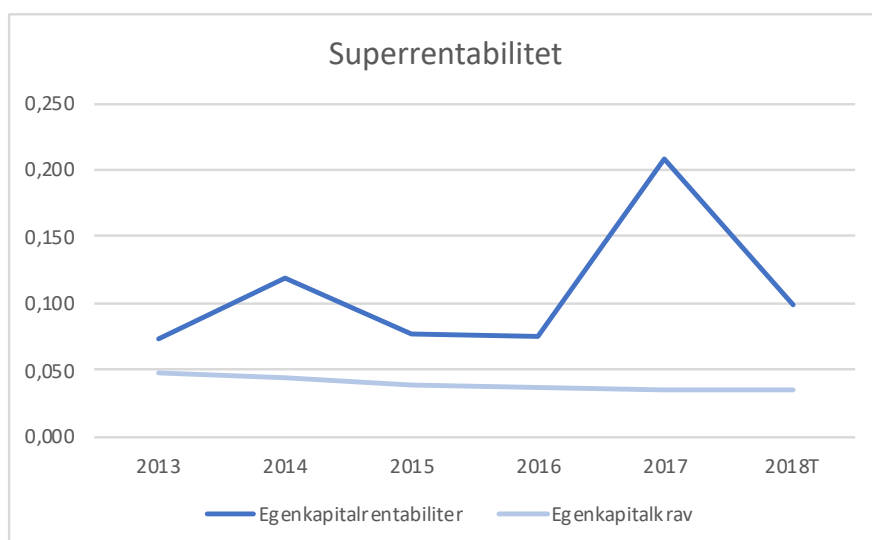
Første del i å avdekke om AUSS genererer en rentabilitet utover avkastningskravet - en superrentabilitet - er å beregne egenkapitalrentabiliteten. Formelen for beregning av egenkapitalrentabilitet, ekr , er gitt under.

$$ekr = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Egenkapital}_{IB} + \frac{\Delta\text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital}}{2}}$$

Avkastningskravet til egenkapital ble utledet i kapittel 7. I det videre tar vi for oss superrentabiliteten til AUSS og til bransjen.

Ved å måle egenkapitalrentabiliteten opp mot avkastningskravet kan en belyse en eventuell superrentabilitet som AUSS måtte ha, og på denne måte finne ut om de har vært i besittelse av strategiske fordeler. Hvis så er tilfellet er selskapet å anse som lønnsomt (Knivsflå, 2018). Egenkapitalrentabiliteten alene er ikke et godt mål på lønnsomhet, og vi benytter derfor egenkapitalkravet som målestokk for å avdekke en eventuell superrentabilitet.

Egenkapitalkravet ble beregnet i kapittel 7.3.1. Superrentabiliteten til Austevoll Seafood framkommer som differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet i figur 8.1.



Figur 8.1 Superrentabilitet for AUSS over analyseperioden

Egenkapitalrentabiliteten til AUSS er høyere enn kravet over hele analyseperioden. Dette gir AUSS en strategisk fordel, superrentabilitet, over hele analyseperioden. Som det framgår av figuren varierer egenkapitalrentabiliteten. Selskapet har nytt godt av høye laksepriser over analyseperioden. Lakseprisen var, relativt til de andre årene i analyseperioden, på et lavt nivå i 2013, og i 2017 var den på sitt høyeste – dette reflekteres i egenkapitalrentabiliteten i figur 8.1. Den høye egenkapitalrentabiliteten er positivt korrelert med lakseprisen. Da vi benytter oss av normaliserte tall vil svingningene i realiteten være enda mer utslagsgivende, og ikke-normalisert egenkapitalrentabilitet ville vært enda høyere. Det bemerkes at egenkapitalrentabiliteten i 2016 er særdeles påvirket av netto minoritetsresultatet. Dette er relativt høyt i 2016 da den vesentligste delen av konsernets verdiskapning skjedde i LSG, hvor AUSS solgte seg ned i sin aksjeandel. Egenkapitalrentabiliteten ville vært høyere og korrelert bedre med lakseprisen uten dette momentet.

Figur 8.2 viser egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet til henholdsvis AUSS og bransjen over analyseperioden:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Egenkapitalrentabilitet <small>Bransje</small>	0,136	0,157	0,105	0,210	0,207	0,152	0,167
- Egenkapitalkrav <small>Bransje</small>	0,051	0,049	0,047	0,044	0,040	0,041	0,045
= Superrentabilitet <small>Bransje</small>	0,085	0,108	0,058	0,166	0,167	0,111	0,122
Egenkapitalrentabilitet	0,073	0,119	0,077	0,075	0,208	0,099	0,115
- Egenkapitalkrav	0,048	0,044	0,039	0,037	0,035	0,035	0,040
= Superrentabilitet	0,025	0,075	0,038	0,038	0,173	0,064	0,075

Figur 8.2 Superrentabilitet for AUSS og bransjen over analyseperioden

Det framkommer i figuren at AUSS har en tidsvektet superrentabilitet på 7,5% over analyseperioden, samtidig som bransjen har en tidsvektet superrentabilitet på 12,2%. Egenkapitalkravene over analyseperioden for AUSS ligger jevnt opp mot bransjesnittet, men er til enhver tid lavere. Det er altså egenkapitalrentabiliteten til AUSS som er utslagsgivende for superrentabiliteten, som er lavere enn den relative bransjen foruten 2017.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

Superrentabiliteten kan dekomponeres ytterligere for å avdekke de faktiske kildene til den historiske superrentabiliteten til AUSS. Dekomponeringen fordeler den strategiske fordelene inn i en driftsfordel og en finansieringsfordel (Knivsflå, 2018).

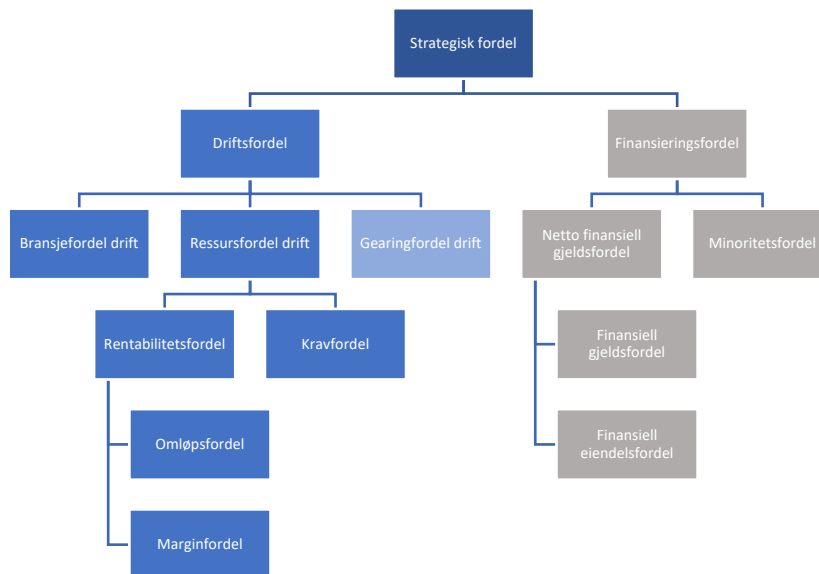
$$\begin{aligned} \text{Strategisk fordel} &= \text{ekr} - \text{ek} \\ &= [(n_{dr} - n_{dk}) \cdot (1 + n_{fgg} + m_{ig})] + [(n_{fgk} - n_{fgr}) + m_{ik} - m_{ir}] \cdot m_{ig} \\ &= \quad \quad \quad [\text{Driftsfordel}] \quad \quad \quad + \quad \quad \quad [\text{Finansieringsfordel}] \end{aligned}$$

*Ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav, nfgg = netto finansiell gjeldsgrad,
m_{ig} = minoritetsgrad, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, nfg_r = netto finansiell gjeldsrente,
m_{ik} = minoritetskrav, mir = minoritetsrentabilitet*

Driftsfordelen og finansieringsfordelen kan splittes ytterligere. Dekomponeringen vil kunne gi bedre innsikt i de underliggende kildene til den strategiske fordelene (Penman, 2013). Inndelingen i drift og finans vil være relevant for en investororientert analyse. Dette fordi man skiller mellom virksomhetens verdiskapning adskilt i drift og finansiering.

Knivsflå anfører at det er urimelig å anta at en i finansmarkedene vil kunne oppnå en unormalt høy avkastning (Knivsflå, 2018). Av denne grunn vil den bit av den strategiske fordelene som tilfaller finansieringen sjelden overgå dets krav. Driftsfordelen tillegges derfor størst vekt i framskrivningen.

Dekomponeringen av den strategiske fordelene er vist i rammeverket for strategisk drifts- og finansieringsanalyse, som vist i figur 8.3.



Figur 8.3 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Knivsfå, 2018)

I delkapitlene som følger dekomponeres den strategiske fordelen. I delkapittel 8.3 omtales driftsfordelen, og i delkapittel 8.4 omtales finansieringsfordelen.

8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing

Den største kilden til et selskaps strategiske fordel knytter seg til selskapets driftsaktiviteter. Dette er forenlig med et investororientert perspektiv da det i all hovedsak er driftsaktivitetene i virksomheten en investor er opptatt av. Driftsfordelen kan deles inn i strategisk driftsfordel og en gearingfordel (Knivsfå, 2018). Den strategiske driftsfordelen omtales som en «ren» driftsfordel, mens gearingfordelen er en skaleringsfaktor for denne. Den «rene» driftsfordelen kan igjen splittes i en bransjefordel og en ressursfordel. Ressursfordelen kan igjen splittes i en rentabilitetsfordel og en kravsfordel.

$$\begin{aligned}
 \text{Driftsfordel} &= ndr - ndk \\
 &= (ndr_B - ndr_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)
 \end{aligned}$$

Figur 8.4 viser driftsfordelen dekomponert i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Bransjefordel drift	0,088	0,086	0,047	0,137	0,117	0,124	0,104
+ Ressursfordel drift	-0,023	-0,025	-0,006	-0,039	-0,005	-0,013	-0,018
= Ren driftsfordel	0,066	0,061	0,041	0,098	0,113	0,112	0,086
+ Gearingfordel drift	0,042	0,039	0,028	0,086	0,085	0,081	0,065
= Driftsfordel	0,108	0,100	0,070	0,184	0,197	0,192	0,151

Figur 8.4 Dekomponert driftsfordel over analyseperioden

Bransjefordelen har et tidsvektet gjennomsnitt på 10,4% og ressursfordelen har et tidsvektet gjennomsnitt på -1,8%. Det er altså bransjefordelen som bidrar til en positiv tidsvektet «ren» driftsfordel på 8,6% og det er denne som er mest avgjørende for den rene driftsfordelen i alle år over analyseperioden. Disse funn er i tråd med det som ble belyst i den kvalitative analysen i kapittel 4, som ga AUSS en bransjefordel og en ressursulempe. Gearingfordelen som har et tidsvektet gjennomsnitt på 6,5% skalerer opp driftsfordelen og gir en samlet tidsvektet driftsfordel på 15,1%. Figur 8.5 viser den «rene» driftsfordelen til AUSS ytterligere dekomponert:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Bransjefordel drift	0,088	0,086	0,047	0,137	0,117	0,124	0,104
+ Rentabilitetsfordel	-0,020	-0,022	-0,005	-0,036	0,001	-0,007	-0,014
+ Kravsfordel	-0,003	-0,002	-0,001	-0,003	-0,005	-0,005	-0,004
= Ren driftsfordel	0,066	0,061	0,041	0,098	0,113	0,112	0,086

Figur 8.5 Dekomponert «ren» driftsfordel over analyseperioden

Tidsvektet gjennomsnittlig «ren» driftsfordel er 8,6% og denne består av en bransjefordel og en ressursulempe. Ressursulempen deles videre inn i en rentabilitetsulempe og en kravulempe. I delkapittel 8.3.1 omtales bransjens driftsfordel, og i delkapittel 8.3.2 omtales rentabilitetsulempen.

8.3.1 Bransjefordel – drift

Den eksterne bransjefordelen avgjør om oppdrettsbransjen har hatt en rentabilitet utover bransjens avkastningskrav. Ekstern bransjefordel framkommer som differansen mellom bransjens egenkapitalrentabilitet og egenkapitalavkastningskravet til bransjen. En ekstern bransjefordel tilsier at bransjen som selskapet opererer i har en strategisk fordel overfor andre bransjer.

I delkapittel 4.1 ble bransjefordelen omtalt i en kvalitativ analyse. PESTEL-analysen trekker fram de økonomiske og politiske faktorene som hovedårsaker til bransjefordelen. Porter-analysen framhever den interne konkurransen og trusselen fra nykommere som er begrenset grunnet konsesjonssystemet i bransjen. Disse forhold gir grobunn for en historisk bransjefordel.

Figur 8.5 kvantifiserer den eksterne bransjefordelen og støtter opp om de konklusjoner gjort i den strategiske analysen i kapittel 4. Bransjefordelen har et tidsvektet gjennomsnitt på 10,5%.

De økonomiske og sosiokulturelle faktorene kan bidra til å opprettholde en bransjefordel i framtiden, men de miljømessige og teknologiske faktorene vil bidra til at både konkurransen og kostnadsbildet øker, slik at bransjefordelen på sikt er å vente å gå mot null på horisonten.

8.3.2 Ressursfordel – drift

Den interne ressursfordelen avgjør om AUSS har hatt en rentabilitet utover bransjens rentabilitet. Ressursfordelen i driften øker hvis virksomheten har sterke sider internt, og minker ved svake sider internt. En negativ ressursfordel omtales som en ressursulempe. Ressursulempen ble i figur 8.6 spaltet opp i en rentabilitetsulempe og en kravulempe. Rentabilitetsulempen kan igjen deles i en marginfordel og en omløpsfordel. Dekomponeringen av rentabilitetsfordelen er vist i figur 8.6.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Marginfordel	-0,013	-0,012	0,004	-0,012	0,022	0,007	0,001
+ Omløpsfordel	-0,007	-0,010	-0,009	-0,024	-0,021	-0,014	-0,015
Rentabilitetsfordel	-0,020	-0,022	-0,005	-0,036	0,001	-0,007	-0,014

Figur 8.6 Dekomponert rentabilitetsulempe til AUSS over analyseperioden

Den tidsvektede marginfordelen er 0,1% samtidig som den tidsvektede omløpsfordelen, som er negativ og representerer en omløpsulempe, er -1,5%. I de påfølgende delkapitlene, 8.3.2.1 og 8.3.2.2 analyseres marginfordelen og omløpsulempen separat.

8.3.2.1 Marginfordel

En marginfordel tilfaller den virksomhet som har bedre netto driftsmargin (ndm) enn den relative bransje (Knivsfå, 2018). Differansen mellom virksomhetens og bransjens netto driftsmargin skaleres opp med omløpet til netto driftseiendeler (onde). Formelen under viser utregningen av marginfordelen.

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

I figur 8.7 presenteres marginfordelen til AUSS over analyseperioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
ndm	0,114	0,107	0,088	0,142	0,159	0,157	0,133
- ndm _B	0,128	0,120	0,084	0,155	0,137	0,150	0,132
= Uvektet marginfordel	-0,014	-0,013	0,004	-0,013	0,022	0,007	0,001
• Onde	0,957	0,967	0,917	0,964	0,960	0,972	0,958
= Vektet marginfordel	-0,013	-0,012	0,004	-0,012	0,022	0,007	0,001

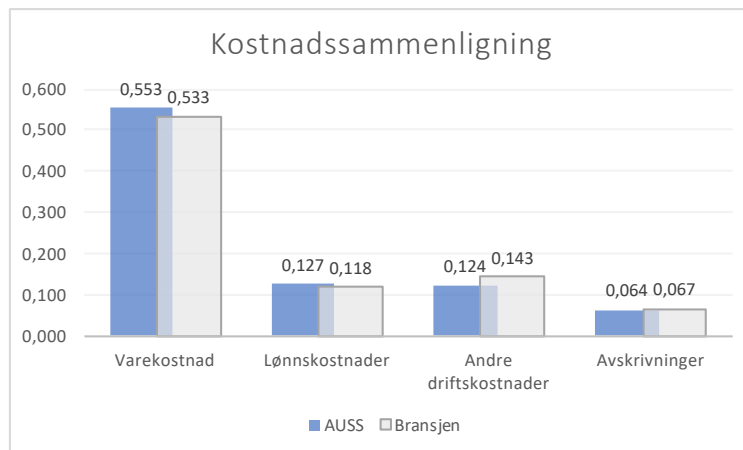
Figur 8.7 Marginfordelen til AUSS over analyseperioden

Marginfordelen, som ble presentert i figur 8.7, er varierende over analyseperioden og gir et tidsvektet gjennomsnitt på 0,1%. For å forklare hva som ligger bak den varierende marginfordelen vil en hensiktsmessig supplerende analyse være en såkalt «common size»-analyse. I en «common size»-analyse uttrykkes alle regnskapspostene i prosent av driftsinntektene (Penman, 2013). Kildene til marginfordelen vil framgå klarere av denne type analyse. Vi har i tillegg utarbeidet en «common size»-analyse av bransjen for å gi et sammenligningsgrunnlag for AUSS. Figur 8.8 gir «Common size»-analysen av Austevoll Seafood ASA med et tidsvektet gjennomsnitt over analyseperioden og et tidsvektet gjennomsnitt for bransjen.

Common size - Austevoll Seafood ASA	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Tidsvektet	Tidsvektet bransje
Tidsvekt	0,1	0,15	0,15	0,2	0,2	0,2		
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnad	0,596	0,599	0,615	0,557	0,504	0,494	0,553	0,527
- Lønnskostnader	0,118	0,113	0,118	0,118	0,140	0,143	0,127	0,116
- Andre driftskostnader	0,105	0,119	0,122	0,121	0,128	0,139	0,124	0,142
- Avskrivninger	0,046	0,050	0,060	0,067	0,073	0,074	0,064	0,068
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,134	0,118	0,085	0,138	0,155	0,150	0,132	0,147
- Driftsrelatert skattekostnad	0,035	0,033	0,025	0,042	0,048	0,048	0,040	0,046
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,099	0,086	0,060	0,095	0,106	0,102	0,092	0,101
+ Netto driftsresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	0,015	0,015	0,017	0,024	0,024	0,024	0,021	0,011
= Netto driftsresultat	0,114	0,101	0,077	0,120	0,130	0,126	0,113	0,112

Figur 8.8 «Common-size»-analyse over analyseperioden

Analysen i figur 8.8 viser at kostnadsnivået til AUSS over analyseperioden er på omtrent samme nivå som den relative bransje. En kan se av analysen at varekostnaden til AUSS er høyere enn den relative bransje. Varekostnaden holder et relativt stabilt nivå. Dette kan tyde på at leverandørene av fôr har en viss forhandlingsmakt, som er i tråd med det som ble argumentert for i Porteranalysen i kapittel 4. Grunnen til den relativt høyere varekostnaden kan komme av at AUSS har dårligere kontrakter hva angår fôr, eller ikke utnytter fôret like effektivt relativt til bransjen. Det kan også være en følge av ulik klassifisering i de forskjellige selskapers årsrapporter, da avviket motsvares i posten andre driftskostnader. Vi kan av denne grunn ikke uten videre konkludere med at den relativt høye varekostnaden kommer som følge av ineffektiv drift. Den tidsvektede marginfordelen er minimal over analyseperioden, og «common size»-analysen støtter opp om dette ved at avviket mellom det tidsvektede gjennomsnittet for AUSS og det tidsvektede gjennomsnittet for bransjen er minimalt. De ulike kostnadene som framkom i «common size»-analysen er presentert i figur 8.9.



Figur 8.9 Sammenligning av driftskostnader i AUSS og den relative bransje

8.3.2.2 Omløpsfordel

En omløpsfordel finnes der en virksomhets omløp av netto driftseiendeler (onde) er høyere enn for den relative bransjen (Knivsflå, 2018). Omløpsfordelen viser virksomhetens evne til å generere driftsinntekter per investerte krone, og er av den grunn et mål på effektivitet.

Differansen mellom selskapets og bransjens «onde» skal videre vektet med bransjens netto driftsmargin. Formelen under viser utregningen av omløpsfordelen.

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

Figur 8.10 viser omløpsfordelen til AUSS over analyseperioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Onde	0,957	0,967	0,917	0,964	0,960	0,972	0,958
- Onde _B	1,012	1,052	1,020	1,119	1,113	1,069	1,072
= Uvektet omløpsfordel	-0,055	-0,085	-0,103	-0,155	-0,153	-0,097	-0,115
• ndm _B	0,128	0,120	0,084	0,155	0,137	0,150	0,132
= Vektet omløpsfordel	-0,007	-0,010	-0,009	-0,024	-0,021	-0,014	-0,015

Figur 8.10 Omløpsfordelen til AUSS over analyseperioden

Den vektete omløpsfordelen er negativ over hele analyseperioden og er følgelig en omløpsulempe relativt til bransjen. Den tidsvektete omløpsulempen er -1,5% noe som tilsier at AUSS besitter en/flere ressurser som gir en dårligere evne til å skape driftsinntekter på den investerte kapitalen. For hver krone investert genererer AUSS altså -1,5% lavere driftsinntekter.

I det påfølgende hadde det vært særdeles interessant å spalte opp omløpsulempen i ytterligere i en prisfordel, *ARPU-fordel*, og en effektivitetsfordel (Knivsflå, 2018). Formelen under viser hvordan dekomponeringen kunne ha kartlagt hvilket forhold omløpsulempen knytter seg til:

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{arpu} - \text{arpu}_B) \cdot \text{eff} \cdot \text{ndm}_B + (\text{eff} - \text{eff}_B) \cdot \text{arpu}_B \cdot \text{ndm}_B$$

Selv om det ikke foretas en kvantitativ analyse av en dekomponert omløpsulempe ønsker vi å belyse hva som kan være årsaken til ulempen. Omløpsulempen vil altså følgelig knytte seg til enten at AUSS får lavere pris på sine produkter, eller at produksjonen krever høyere investeringer enn den relative bransje, eller en kombinasjon av disse. Det kan sies at ulempen er et mål på effektiviteten (Knivsflå, 2018).

Prisfordelen, ARPU (Average revenue per unit), kunne framkommet av inntekt per slaktet tonn fisk, og fordelene relativt til bransjen ville kommet til uttrykk ved høyere inntekt per slaktet tonn fisk. Det er detaljnivået av rapporteringen til de forskjellige selskapene av salgskvantum som skaper hodebry for vår vurdering av prisfordelen. Det sammenfallende målet på antall enheter solgt vil for AUSS ikke være sammenlignbart med bransjen. Vi anser det derfor ikke hensiktsmessig å gjennomføre en kvantitativ analyse av prisfordelen, men vi ønsker likevel å vurdere de forhold som kan ligge til grunn for en svak omløpsulempe.

Forholdstallet vil ikke være sammenlignbart da noen av driftsinntektene til AUSS stammer fra andre næringer, jf. kapittel 2.4, med andre priser per solgt enhet. De ulike selskaperes segmentering av driftsinntekter og solgt kvantum er heller ikke detaljert nok til å kunne gi et klart, sammenlignbart forholdstall. Driftsinntektene i de forskjellige virksomhetene kommer også fra forskjellige virksomhetsområder enn bare lakseoppdrett. Dette kan være oppdrett og foredling av annen fisk, salg av fôr og lignende. Enkelte av datterselskapene til AUSS selger blant annet anchoveta, ørret eller fiskeolje og -mel, og disse selges, relativt til laks, i større kvantum til en lavere pris. En vil kunne forvente at AUSS har relativt lavere driftsinntekter per kilo da de har en større andel av inntektene sine fra pelagiske virksomheter enn den komparative bransje.

Effektivitetsfordelen skyldes forskjellen i virksomhetens og bransjens effektivitetsfaktor. Effektivitetsfaktoren (*eff*) er kvotienten av antall tonn slaktet fisk og netto driftseiendeler. Effektivitetsfordelen knytter seg til de investeringer produksjonen krever. Den er i så henseende et mål på hvor stor kapitalbinding som kreves for å omsette varer. Da den

pelagiske næringen ikke anses å være like kapitalkrevende som oppdrettsbransjen er en rimelig antakelse at AUSS innehar en effektivitetsfordel ved at de selger flere kilo varer per netto driftseiendel enn den relative bransjen.

Å konkludere på grunnlag av den kvalitative analysen, uten en understøttende kvantitativ analyse vil medføre stor usikkerhet. Dette fordi en ikke vet effekten av, dvs. størrelsene på, de ulike faktorene. Likevel anser vi at omløpsulempen hovedsakelig er knyttet til prisulempen som følger av den diversifiserte selskapsstrukturen til AUSS. Da det er tale om en omløpsulempe vil vektingen av prisulempen og effektivitetsfordelen som her er påpekt helle mot at prisulempen er størst. Det bemerkes helt til slutt at selskapene er ulikt eksponert, og følgelig at den ulike selskapsstrukturen ville gjort at ulempene og fordelene ville dannet et dårlig bilde av de underliggende økonomiske forhold. Da vi ikke har gjennomført en kvantitativ analyse av forholdene knyttet til prisulempen og effektivitetsfordelen vil vi ikke vektlegge disse i den videre verdsettelse.

8.3.3 Gearingfordel - drift

Som det framkom i figur 8.5 har AUSS en positiv «ren» driftsfordel. Denne kan «gires» av selskapets netto finansielle gjeldsgrad og minoritetsgrad (Penman, 2013). Gearingfordelen til driften oppnår virksomheten ved å benytte seg av finansiering fra andre kilder enn egenkapitalen (Knivsflå, 2018). En slik «gearing» vil ikke skape merverdier for eierne, men kun «gire» - eller øke - den strategiske fordelene. Dette resonnementet følger «Miller-Modigliani teorem II» som sier at virksomhetens merverdier er uavhengig av finansieringen (Damodaran, 2012). Gearingen medfører større risiko knyttet til egenkapitalen, dette som følge av økt belåning, og følgelig vil eierne kreve høyere avkastning. Gearingfordelen kan beregnes ved å benytte formelen under.

$$\begin{aligned} \text{Gearingfordel} &= \text{ren driftsfordel} \cdot (\text{netto finansiell gjeldsgrad} + \text{minoritetsgrad}) \\ &= (\text{ndr} - \text{ndk}) \cdot (\text{nfgg} + \text{mig}) \end{aligned}$$

Gearingfordelen til AUSS er presentert i figur 8.11.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Ren driftsfordel (ndr-ndk)	0,066	0,061	0,041	0,098	0,113	0,112	0,086
• (Netto finansiell gjeldsgrad)	0,281	0,299	0,332	0,317	0,247	0,207	0,277
+ Netto minoritetsgrad)	0,353	0,339	0,352	0,563	0,502	0,514	0,455
= Gearingfordel	0,042	0,039	0,028	0,086	0,085	0,081	0,063

Figur 8.11 Gearingfordelen til AUSS over analyseperioden

Gearingfordelen knyttet til AUSS sin drift er positiv over hele analyseperioden. Dette kommer av at den rene driftsfordelen er positiv og gearingfordelen forsterker derfor den strategiske fordel til AUSS.

8.3.4 Oppsummering driftsfordel

I figur 8.12 er AUSS sin samlede driftsfordel over analyseperioden oppsummert. Den rene driftsfordelen på 8,6% blir giret opp av en gearingfordel på 6,5% slik at den samlede driftsfordelen blir 15,1%. Driftsfordelen kommer ene og alene fra bransjefordelen, og ressursfordelen er negativ over hele analyseperioden.

Samlet driftsfordel	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Bransjefordel drift	0,088	0,086	0,047	0,137	0,117	0,124	0,104
+ Ressursfordel drift	-0,023	-0,025	-0,006	-0,039	-0,005	-0,013	-0,018
= Ren driftsfordel	0,066	0,061	0,041	0,098	0,113	0,112	0,086
+ Gearingfordel drift	0,042	0,039	0,028	0,086	0,085	0,081	0,065
= Driftsfordel	0,108	0,100	0,070	0,184	0,197	0,192	0,151

Figur 8.12 Driftsfordelen til AUSS over analyseperioden

8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordelen inngår i den strategiske fordel og består av netto finansiell gjeldsfordel og minoritetsfordel. Formelen under viser hvordan finansieringsfordelen framkommer.

$$\begin{aligned}
 \text{Finansieringsfordel} &= (nfgk - nfgr) \cdot nfgg + (mik - mir) \cdot mig \\
 &= \text{netto finansiell gjeldsfordel} + \text{minoritetsfordel}
 \end{aligned}$$

En eventuell finansieringsfordel tilknyttet AUSS sin netto finansielle gjeld framkommer følgelig av en lavere gjeldsrentabilitet enn krav. Dette gjelder også for en eventuell minoritetsfordel.

Finansieringsfordelen dekomponeres i en finansieringsfordel knyttet til den finansielle gjeld og en finansieringsfordel knyttet til de finansielle eiendelene AUSS besitter, samt en minoritetsfordel. Minoritetsfordelen dekomponeres ikke. Dekomponeringen følger rammeverket for strategisk drifts- og finansieringsanalyse vist i figur 8.4. Dekomponeringen av finansieringsfordelen er vist i figur 8.13.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,008	-0,007	-0,008	-0,007	-0,009	-0,010	-0,008
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,006	-0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,001
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,014	-0,008	-0,006	-0,006	-0,007	-0,009	-0,008
+ Finansieringsfordel minoritetsrenter	-0,069	-0,017	-0,025	-0,140	-0,017	-0,117	-0,068
= Finansieringsfordel	-0,083	-0,025	-0,032	-0,146	-0,024	-0,126	-0,076

Figur 8.13 Finansieringsfordelen til AUSS over analyseperioden

8.4.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansieringsfordelen, eller -ulempen, knyttet til finansiell gjeld framkommer som differansen mellom kravet og rentabiliteten til finansiell gjeld multiplisert med den finansielle gjeldsgraden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,019	0,018	0,015	0,014	0,013	0,014	0,015
- Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,032	0,031	0,030	0,029	0,030	0,036	0,031
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,013	-0,012	-0,015	-0,014	-0,017	-0,023	-0,016
• Finansiell gjeldsgrad (fgg)	0,590	0,548	0,524	0,520	0,518	0,459	0,519
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,008	-0,007	-0,008	-0,007	-0,009	-0,010	-0,008

Figur 8.14 Finansieringsfordelen til AUSS knyttet til finansiell gjeld over analyseperioden

Av figur 8.14 ser vi at gjeldsrentene over analyseperioden har vært 1,6% høyere enn kravet representert ved en finansiell gjeldsrenteulempen på -1,6%. Vektet med gjeldsgraden har AUSS en finansieringsulempen på -0,8%. Dette representerer en liten finansieringsulempen for AUSS, og en liten fordel for deres långivere.

8.4.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordelen, eller -ulempen, knyttet til finansielle eiendeler framkommer som differansen mellom rentabiliteten og kravet knyttet til de finansielle eiendelene, multiplisert med finansiell eiendelsgrad. Såfremt rentabiliteten overgår kravet til de finansielle eiendelene er det å regne som en fordel for AUSS (Knivslå, 2018).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)	0,013	0,019	0,014	0,013	0,011	0,012	0,013
- Finansielt eiendelskrav (fek)	0,031	0,025	0,006	0,005	0,003	0,004	0,010
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-0,018	-0,006	0,007	0,008	0,007	0,008	0,003
• Finansiell eiendelsgrad (feg)	0,311	0,243	0,190	0,205	0,261	0,257	0,241
= Finansiell eiendelsfordel	-0,006	-0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,001

Figur 8.15 Finansieringsfordelen til AUSS knyttet til finansielle eiendeler over analyseperioden

Av figur 8.15 ser vi at den finansielle eiendelsrentabiliteten har vært stabil over analyseperioden, og med et synkende finansielt eiendelskrav utover i perioden gir det en finansiell eiendelsrentabilitetsfordel på 0,3 %. Vektet med den finansielle eiendelsgraden gir dette en finansiell eiendelsfordel på $\approx 0,1\%$.

8.4.3 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Finansieringsfordelen, eller -ulempen, knyttet til minoritetsinteresser framkommer som differansen mellom minoritetskrav og -rentabilitet multiplisert med minoritetsgraden. Ved høyere rentabilitet vil majoriteten i AUSS ha en fordel, da minoriteten da vil få en del av den negative superprofitten. En rimelig antakelse hva angår minoritetsrentabilitetsfordelen er at den er tilnærmet null. Dette kommer av at majoriteten vil forsøke å «skvise» minoriteten for en eventuell merrentabilitet (Knivsflå, 2018).

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Minoritetskrav (mik)	0,068	0,064	0,059	0,057	0,055	0,055	0,059
- Minoritetsrentabilitet (mir)	0,264	0,114	0,130	0,305	0,090	0,283	0,199
• Minoritetsgrad (mig)	0,353	0,339	0,352	0,563	0,502	0,514	0,455
= Minoritetsfordel	-0,069	-0,017	-0,025	-0,140	-0,017	-0,117	-0,068

Figur 8.16 Finansieringsfordelen til AUSS knyttet til minoritetsinteresser over analyseperioden

Av figur 8.16 ser vi at minoritetsrentabiliteten har vært større enn -kravet over hele analyseperioden. Kravet er fallende, og rentabiliteten har ingen tydelig trend. Minoritetsulempen vektet mot minoritetsgraden og gir en minoritetsulempe med et tidsvektet gjennomsnitt på $-6,8\%$.

8.4.4 Oppsummering finansieringsfordel

I figur 8.17 presenteres AUSS sin samlede finansieringsulempe over analyseperioden. Denne er gitt ved et tidsvektet gjennomsnitt til $-7,6\%$. Det er minoritetsulempen som er av vesentlig betydning her. Vi nevnte innledningsvis i kapittel 8 at finansieringen vanligvis ikke utgjør en stor del av den strategiske fordel, men her er den relativt stor som følge av den store minoritetsulempen. Vi vektlegger ikke finansieringen ved framskriving i påfølgende kapitler da vi følger antakelsen omtalt i kapittel 8.4.3 om at minoritetsulempen tilnærmer seg 0.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Finansiell gjeldsulempe	-0,008	-0,007	-0,008	-0,007	-0,009	-0,010	-0,008
+ Finansiell eiendelsfordel	-0,006	-0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,001
= Netto finansiell gjeldsulempe	-0,014	-0,008	-0,006	-0,006	-0,007	-0,009	-0,008
+ Minoritetsulempe	-0,069	-0,017	-0,025	-0,140	-0,017	-0,117	-0,068
= Finansieringulempe	-0,083	-0,025	-0,032	-0,146	-0,024	-0,126	-0,076

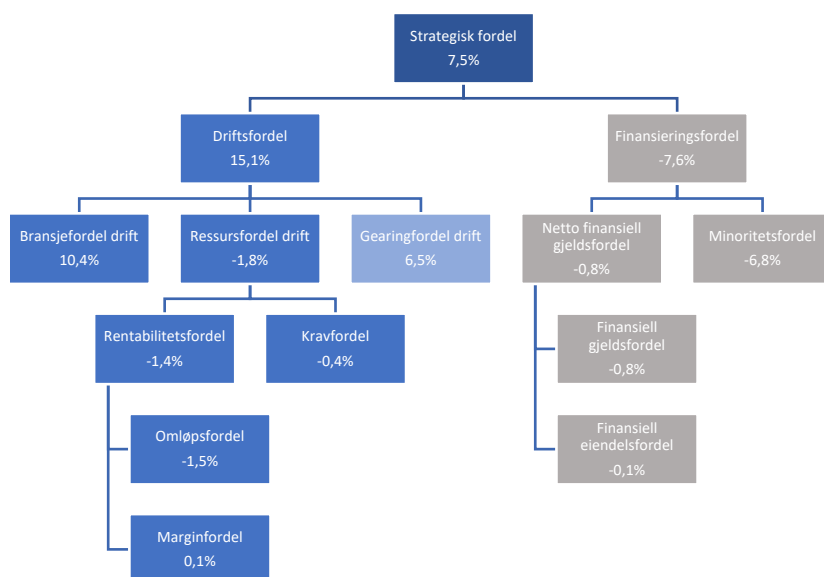
Figur 8.17 Finansieringsfordelen til AUSS over analyseperioden

8.5 Oppsummering av historisk superrentabilitet

I kapittel 8 har vi gjennomgått dekomponeringen av den strategiske fordel. Denne er oppsummert i figur 8.18.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
Omløpsfordel	-0,007	-0,010	-0,009	-0,024	-0,021	-0,014	-0,015
+ Marginfordel	-0,013	-0,012	0,004	-0,012	0,022	0,007	0,001
= Rentabilitetsfordel	-0,020	-0,022	-0,005	-0,036	0,001	-0,007	-0,014
+ Kravfordel	-0,003	-0,002	-0,001	-0,003	-0,005	-0,005	-0,004
= Ressursfordel drift	-0,023	-0,025	-0,006	-0,039	-0,005	-0,013	-0,018
+ Gearingfordel drift	0,042	0,039	0,028	0,086	0,085	0,081	0,063
+ Bransjefordel drift	0,088	0,086	0,047	0,137	0,117	0,124	0,104
= Driftsfordel	0,108	0,100	0,070	0,184	0,197	0,192	0,151
Finansiell gjeldsfordel	-0,008	-0,007	-0,008	-0,007	-0,009	-0,010	-0,008
+ Finansiell eiendelsfordel	-0,006	-0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,001
= Netto finansiell gjeldsfordel	-0,014	-0,008	-0,006	-0,006	-0,007	-0,009	-0,008
+ Minoritetsfordel	-0,069	-0,017	-0,025	-0,140	-0,017	-0,117	-0,068
= Finansieringsfordel	-0,083	-0,025	-0,032	-0,146	-0,024	-0,126	-0,076
= Strategisk fordel	0,025	0,075	0,038	0,038	0,173	0,066	0,075

Figur 8.18 Samlet strategisk fordel for AUSS over analyseperioden



Figur 8.19 Oppsummering av tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel for AUSS

Figur 8.19 gir en oppsummering av den tidsvektede gjennomsnittlige strategiske fordelten til AUSS over analyseperioden. Samlet har AUSS en tidsvektet strategisk fordel på 7,5%. Hovedkilden til den strategiske fordelten er driftsfordelen (15,1%), herunder bransjefordelen (10,4%) som igjen har størst påvirkning. Ressursulempe (-1,8%) følger av både en rentabilitetsulempe (-1,4%) og en kravulempe (-0,4%) og denne er i tråd med de funn som ble avdekket i kapittel 4.2, som i hovedsak skyldes en manglende egen fôrproduksjon. Bransjefordelen (10,4%) og gearingfordelen (6,5%) er betydelige og drar følgelig opp den samlede driftsfordel. En positiv historisk bransjefordel er i tråd med de funn avdekket i kapittel 4.1 vedrørende høye inngangsbarrierer, intern rivalisering og de hindringer konsesjonssystemet setter. De økonomiske faktorene har også bidratt til en positiv bransjefordel de senere år. Gearingfordelen til AUSS er positiv da netto driftsrentabilitet er høyere enn netto driftskravet over hele analyseperioden. Finansieringsulempen (-7,6%) knytter seg i all hovedsak til minoritetsulempen (-6,8%), og netto finansiell gjeldsulempe (-0,8%) påvirker den strategiske fordelten i liten grad. Vi anslår at minoritetsulempen vil gå mot null, da majoriteten vil prøve å skvise minoriteten for en eventuell merrentabilitet over tid.

Den strategiske fordelten til AUSS er ventet å avta på lengre sikt. Dette kommer av at regnskapstall har en tendens til å reversere tilbake til bransjesnittet. Dette bygger på analyser av mønster og trender for egenkapitalavkastning og totalkapitalrentabilitet omtalt som «mean reversion» (Penman, 2013).

Bransjefordelen ventes å holde fram på mellomlang sikt da de økonomiske og politiske faktorene gir grobunn for videre vekst. Den er likevel ventet å gå mot en liten bransjefordel på horisonten da det vanskelig kan argumenteres for at bransjen vil kunne prestere bedre enn andre bransjer på lang sikt. De teknologiske og miljømessige forhold omtalt i kapittel 4.1 støtter opp om dette.

Ressursulempen antas også å være utsatt for «mean reversion» på lang sikt. Ressursulempen er på mellomlang og lang sikt forventet å gå mot bransjens likevekt. Dette kommer av at merkevaren vil bli enda mer framtrædende. Diversifiseringen, og det sikringselement den utgjør i dårlige tider vil også støtte opp under ressursulempens utvikling på mellomlang og lang sikt.

9 Budsjettert framtidsregnskap

I dette kapitlet skal vi utarbeide framtidsregnskapet til AUSS. Framtidsregnskapet baseres på den strategiske analysen i kapittel 4 sammen med regnskapsanalysen med historisk data fra kapittel 5 til 8. Vi vil analysere den historiske veksten og fastsette budsjett drivere mot «steady state» for framtidsperioden. Dette vil utgjøre framtidsregnskapet. Framtidsregnskapet forutsetter fortsatt drift i årene som kommer.

9.1 Rammeverk for framtidsregnskap

Ved utarbeidelse av framtidsregnskapet benytter vi rammeverket presentert i figur 9.1.



Figur 9.1 Rammeverk for framtidsregnskapet (Knivsflå, 2018)

Vi starter i steg 1 med å analysere den historiske veksten. Veksten beregnes med utgangspunkt i driftsinntektene. I steg 2 velges en budsjett horisont, T, dette er vår «steady state», altså der utviklingen stabiliserer seg i horisonten. Steg 3 består av en budsjettering fra år 0 til år T. Siden vi nå estimerer et framtidsregnskap er det 2019 som vil tilsvare år 0. Til slutt vil selskapet i steg 4 være i konstant veksten der vi har budsjettert år T+1 ved budsjett horisonten.

9.2 Driftsinntektsvekst og horisont T

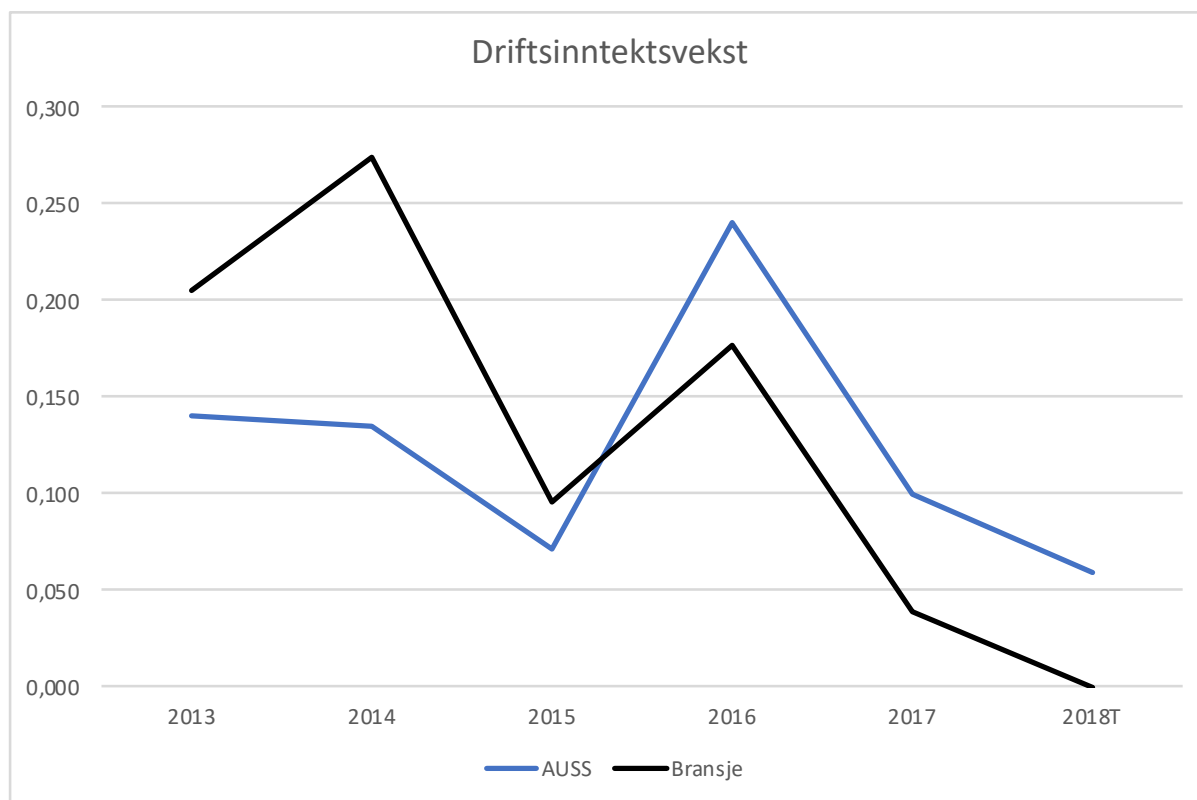
Vi skal nå utarbeide prognoser for å kunne fastsette budsjettet for fremtiden. For å kunne produsere gode prognoser for fremtiden er det viktig å inneha kunnskap om den historiske veksten (Palepu, et al., 2013). Vi vil derfor gjennomføre en analyse av den historiske driftsinntektsveksten før vi velger en budsjett horisont T og budsjetterer mot denne. Til sist vil vi gå i detalj på dette området før vi så fastsetter en budsjettmodell.

9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten har stor påvirkning for fremtiden for selskapet, dette blir derfor regnet som en av de viktigste budsjett driverene (Penman, 2013). Budsjetteringen vil derfor ta utgangspunkt i en vekstanalyse av den historiske utviklingen som gir verdifull innsikt for å utlede en prognose for den framtidige veksten (Knivsflå, 2018). Driftsinntektsveksten beregnes med følgende formel:

$$div_t = \frac{(DI_t - DI_{t-1})}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

Figur 9.2 presenterer driftsinntektsveksten for både AUSS og bransjen.



	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektsnitt
Driftsinntektsvekst AUSS	0,140	0,134	0,071	0,240	0,100	0,060	0,125
Driftsinntektsvekst Bransje	0,205	0,274	0,096	0,177	0,038	0,000	0,119

Figur 9.2 Driftsinntektsvekst for AUSS og bransje med grafisk framstilling

Som vi ser av figuren har både AUSS og bransjen en synkende driftsinntektsvekst gjennom analyseperioden. Unntaket er ved 2016 hvor både AUSS og bransjen hadde en høy vekst i driftsinntekter, dette har trolig sammenheng med en høy laksepris dette året. Vi anslår en fornuftig driftsinntektsvekst for AUSS i trailingåret 2018T på 6%. Det vektete historiske gjennomsnittet for driftsinntektsveksten blir følgelig 12,5%. Bransjen har et vektete gjennomsnitt for driftsinntektsvekst på 11,9% for analyseperioden.

9.2.2 Budsjetthorisont T

Framtidsregnskapet kan deles i to perioder. Den første perioden er år 0 til T, altså fra nåtid til budsjetthorisonten, 2019 til 2028T. Den neste perioden blir deretter T+1, som representerer

årene etter budsjetthorisonten hvor vi regner med at selskapet ender i «steady state». Dette er hvor selskapet er i konstant vekst (Knivsflå, 2018). Vi ser dermed viktigheten av å fastsette en budsjetthorisont siden T blir referansepunktet for når selskapet oppnår «steady state», dette forteller oss når budsjettdriverene slutter å vokse. Gjennom budsjettperioden vil normalt slike budsjett drivere variere, men ved «steady state», budsjett horisont T, er det ventet at de vil være konstante. Budsjett horisont T må derfor fastsettes. Når en slik budsjett horisont skal fastsettes bør en vurdere hvor langt ifra «steady state» selskapet befinner seg i dag, altså hvor lang tid det vil ta før selskapet oppnår konstant vekst. Dette avhenger av om en anslår bransjen er i en vekstfase eller såkalt «moden», at den er stabil (Knivsflå, 2018). En annen faktor vil være kvaliteten på regnskapsføringen: jo mer verdibasert regnskapsføringen er, jo kortere vil budsjettperioden være siden det dermed tar kortere tid å fastsette verdiene (Penman, 2013).

Selskapene i den sykliske oppdrettsbransjen har de siste årene oppnådd varierende resultater, variasjonen kommer av den volatile lakseprisen. Dette tyder på at oppdrettsbransjen fortsatt er i en vekstfase. Enda et moment som taler for at bransjen er i en vekstfase knyttes til de usikkerhetsmomentene for fremtiden som ble omtalt i kapittel 4.3.3 om strategisk vekst. Her vises det til usikkerhet rundt miljøkrav, teknologisk utvikling og innovasjon hvor det er potensiale til å forbedre seg og dermed oppleve ytterligere vekst. Dette er faktorer som argumenterer for en lengre budsjettperiode. Den stigende marginfordelen over analyseperioden (fra -0,013 i 2013 til 0,022 i 2017) som ble presentert i kapittel 8.3.2.1 er med på å underbygge at det er en pågående utvikling i selskapet. Dette taler for en lengre budsjettperiode. Utviklingen i den generelle verdensøkonomien taler også i retning av en lengre budsjettperiode, da denne er ventet å vokse ytterligere i årene som kommer (Norges Bank, 2018).

Den andre faktoren for å vurdere budsjettperiodens størrelse er regnskapsføringens kvalitet. AUSS har hele analyseperioden benyttet IFRS etter kravet for børsnoterte selskaper. IFRS har som nevnt i kapittel 5.1 stort fokus på virkelige verdier og rapportering etter IFRS er særdeles verdibasert. Dette er en faktor som taler for at det kan benyttes en kortere budsjett horisont siden dette regnskapsspråket raskere oppfatter verdiene enn hva alternative regnskapsspråk vil kunne gjøre.

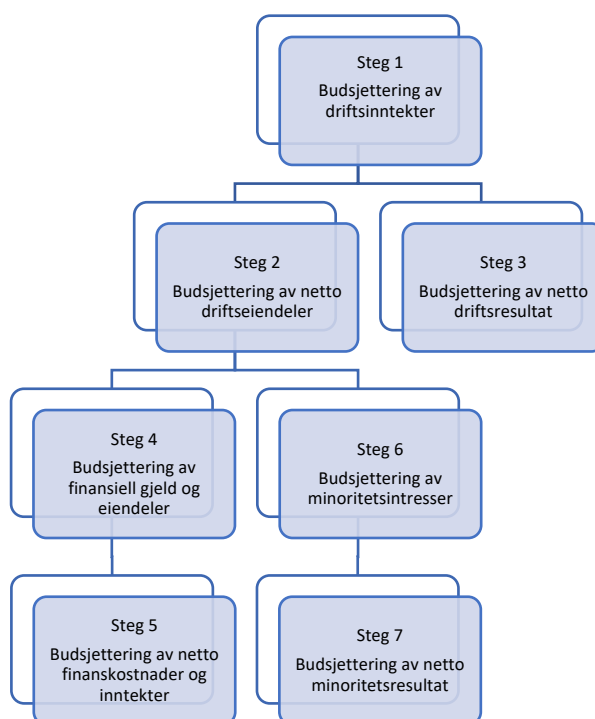
Basert på denne argumentasjonen benytter vi en budsjettperiode på 10 år. Budsjettperioden strekker seg fra 2019 til og med 2028. Horisontåret blir dermed beregnet til å være 2028T

hvor AUSS oppnår «steady state». Konstant vekst etter dette er gitt ved 2028T+1 og i enkelte figurer er også 2028T+2 tillagt for å gi endringstall.

9.2.3 Rammeverk til framskriving av budsjett drivere med detaljnivå

Budsjetteringen kan gjennomføres med ulik grad av detaljnivå. Detaljnivået avhenger av lengden på budsjett horisont T. Ved en kort budsjettperiode bør det foreligge en detaljbudsjettering med høyt detaljnivå, ved en lang budsjettperiode benyttes en mer fokusert budsjettering som gir et lavere detaljnivå med færre budsjett drivere (Penman, 2013).

Budsjettperioden vår på 10 år tilsvarende en lang budsjetteringsperiode. Dette svarer til et fokusert budsjetteringsnivå med fokus på de viktigste budsjett driverene i perioden. Vi benytter her et rammeverk med syv steg og ni budsjett drivere. Rammeverket er presentert i figur 9.3.



Figur 9.3 Enkelt budsjetteringsrammeverk (Penman, 2013)

I framskrivningen benyttes fire budsjett punkter som vi har fastsatt, og det er lineær utvikling mellom disse punktene (Knivsflå, 2018). Budsjett punktene vi benytter er 2019, 2021, 2023 og 2028T, som er «steady state». Det er benyttet flere punkter i nær framtid da det er lettere å si noe om nærliggende planer, og følgelig øker dette troverdigheten rundt den estimerte framtid. Vi begynner budsjettperioden i 2019 siden vi allerede besitter trailing-tall for 2018 både for AUSS og de komparative selskapene i analyseperioden.

9.3 Budsjettering av driftsinntektsveksten

Den framtidige budsjetteringen av driftsinntektene baseres i stor grad på analysen av de historiske driftsinntektene fra kapittel 9.2.1. Figur 9.2 viste at den gjennomsnittlige, vektete driftsinntektsveksten til AUSS var 12,5% og at bransjen hadde en tilsvarende vekst på 11,9% over samme periode. Budsjetteringen bygger også på den strategiske analysen som framkom i kapittel 4. Her baseres vekstmuligheten på en rekke usikkerhetsmomenter om miljø, teknologi og politikk for framtiden. Dette er faktorer som omtales som muligheter om selskapet håndterer den forventede utviklingen på riktig måte, som videre kan føre til en framtidig vekst. Ved manglende posisjonering i forhold til disse faktorene, vil de kunne utgjøre trusler for den videre vekst, og i verste fall medføre negativ driftsinntektsvekst. Driftsinntektsveksten vil også påvirkes av den globale verdensøkonomien. Veksten til verdensøkonomien knyttes til faktorene inflasjon og realvekst (Damodaran, 2012). Disse faktorene er ventet å vokse. Verdensøkonomien er regnet å vokse med inntil 7%, dette vil dermed bli et naturlig tak for selskapets framtidige vekst i «steady state» (Knivslå, 2018).

Driftsinntektsveksten kan deles inn i to hovedfaktorer, prisvekst og volumvekst.

Oppdrettsbransjen er som kjent utsatt for både konsesjonsbestemmelser som begrenser volumveksten og volatile laksepriser i markedet som begrenser prisveksten. I påfølgende delkapitler vil vi diskutere dette videre.

9.3.1 Prisvekst

Prisen er en funksjon av tilbudet og etterspørselen i markedet. Historisk sett har dette gitt utslag i svært volatile laksepriser. Dette er faktorer vi så på i kapittel 4.1.1.2.1 om økonomiske forhold. Figur 2.14 viste de svært volatile lakseprisene. Det er ikke unormalt med en variasjon fra 40 til 80 kr per kg laks gjennom året. Siden laksen er å anse som et homogent produkt er det også lite selskapene kan gjøre for å presse prisen da kunden enkelt kan benytte andre leverandører. En ser også en sammenheng mellom prisen og volumet da et økt volum vil gi lavere pris. Slaktevolumet er lavere på våren enn på høsten, og det er en viss trend å spore her. Når det på høsten er et relativt høyt tilbud er prisen lavere enn på våren når tilbudet er relativt lavt. Dette gjør det vanskelig for selskapene å øke inntjeningen. For framtiden ventes det en relativt lavere laksepris basert på dagens satsning i bransjen som fører til at tilbudet vil være vesentlig større enn det er per nå.

9.3.2 Volumvekst

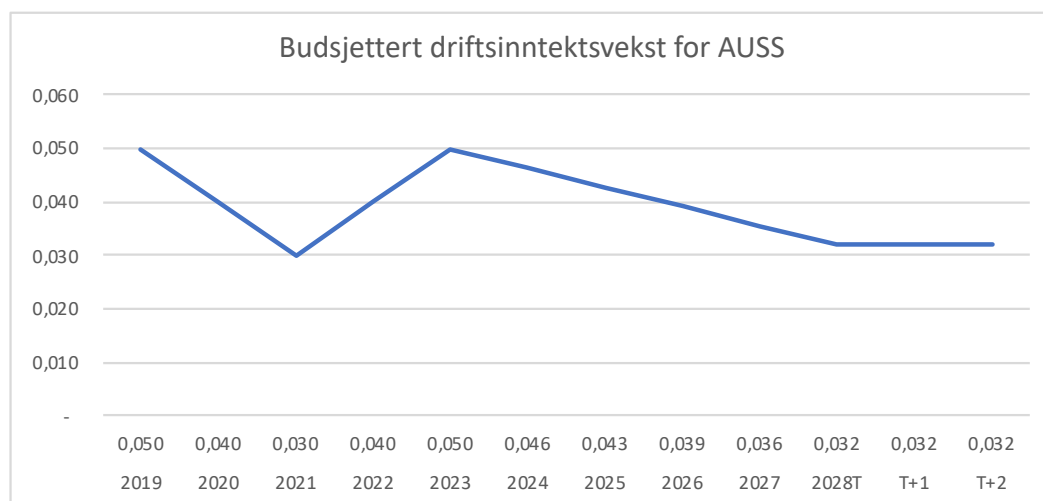
Lakseoppdrett har sin begrensning ved biologiske og miljømessige utfordringer. Som følge av disse forhold har bransjen vært utsatt for en streng offentlig forvaltning som setter volumbegrensninger ved konsesjoner og begrensning for MTB, forhold omtalt i kapittel 4.1.1.1.1. Likevel tilrettelegger myndighetene for en ambisiøs vekst for bransjen i framtiden. De oppfordrer til utvikling av metoder, teknologi og løsninger som vil redusere de biologiske utfordringene. Dette taler for en økt volumvekst framover i tid dersom bransjen på en hensiktsmessig måte klarer å håndtere faktorene nevnt. Bransjen ventes å oppnå en moderat volumvekst framover.

9.3.3 Samlet vekst

I de foregående delkapitlene argumenterte vi for at prisen framover vil reduseres, men at dette må ses i sammenheng med at volumet økes. Begge disse faktorene henger sammen og er avhengig av at bransjen håndterer dagens biologiske utfordringer godt. Dette er utfordringer knyttet til sykdommer, parasitter og rømming som kan få fatale konsekvenser for det marine mangfoldet langs norskekysten. Hvis løsningen på slike problemer oppdages og settes i bruk innen rimelig tid vil det i seg selv trolig øke volumet ved å redusere dødeligheten. Dette vil trolig også føre til at myndigheten åpner opp for mildere regulering som igjen medfører høyere produksjon.

Det ble tidligere nevnt teknologiske utvikling, herunder landbasert anlegg. Dette vil kunne øke produksjonsvolumet utover volumet til vanns da det ikke vil begrenses av de samme miljømessige faktorer. Dersom denne teknologien kan innføres på en inndrivende måte, og miljøproblematikken imøtekommes er det rimelig å anslå en driftsinntektsvekst i årene som kommer. Dette kommer av en ventet volumvekst, og prisveksten vil følgelig bremse ned litt av driftsinntektsveksten. Endringene vil kreve store investeringer og ta tid. Dette medfører at volumveksten ikke vil merkes med en gang, og følgelig vil driftsinntektene påvirkes dramatisk i nær framtid. Vi anslår at veksten til driftsinntektene vil gå ned mot 3% inn mot 2021. Etter dette anslår vi en jevn driftsinntektsvekst. Dette kommer av en gradvis tilpasning og utvikling til den omtalte teknologi og håndtering av miljøproblematikken. Vi estimerer at driftsinntektsveksten vil nå sin framtidige topp rundt år 2023 med om lag 5% vekst. Vi merker oss at dette er en relativt beskjeden vekst sett i lys av den historiske veksten som de siste årene har vært opp mot 27% tilbake i 2014. Likevel er det ikke rimelig å forvente en laksepris på samme nivå. Etter 2023 vil driftsinntektsveksten gradvis reduseres ned mot 3,2%

vekst i «steady state» 2028T. Figur 9.4 viser grafisk den forventede utviklingen av driftsinntektsveksten til AUSS.



Figur 9.4 Forventet driftsinntektsvekst for budsjettperioden

9.4 Budsjettering av budsjett drivere

Det er nå gjennomført en analyse av driftsinntektsveksten både historisk og mot horisonten. Dette legger grunnlaget for budsjetteringen av den framtidige veksten. For å få en bredere forståelse av det framtidige regnskapet er vi avhengig av flere budsjett drivere. I dette kapitlet vil vi fastsette budsjett drivere for netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeld, finansielle eiendeler, finansiell gjeldsrente, finansiell eiendelsrentabilitet, minoritetsandel og minoritetsrentabilitet. Disse driverne vil estimeres og fastsettes for framtiden, og dette vil være grunnlaget for det endelige framtidsregnskapet.

9.4.1 Omløpet til netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler baseres på budsjett drivere omløpet til netto driftseiendeler, onde (Penman, 2013). Fjorårets netto driftseiendeler er lik årets driftsinntekt dividert med årets omløp av netto driftseiendeler som formelen under viser.

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

Siden det budsjetterte framtidsregnskapet baseres på kontantstrømmer som realiseres 31.12, vil omløpet til netto driftseiendeler regnes på inngående kapital (Knivsflå, 2018).

Som vi så i figur 8.10 framkommer det tidsvektede snittet for omløpet til netto driftseiendeler over vår analyseperiode som 0,958 for AUSS og 1,072 for bransjen. Den vektete omløpsfordelen framkom også i samme figur som -0,015. AUSS har over hele analyseperioden et lavere omløp til netto driftseiendeler enn bransjen. Dette tyder på at virksomheten er dårligere til å skape driftsinntekter per krone investert enn sin relative bransje. En rimelig forutsetning ved framskriving av omløpet til netto driftseiendeler er at selskapets onde vil bevege seg mot bransjesnittet for horisonten (Knivsfå, 2018). Vi fastsetter en onde lik bransjesnittet. Budsjettpunktet i 2028T settes følgelig til 1,072.

Onde for 2019 holdes relativt stabilt fra 2018T før den stiger til 1,000 i 2021 og videre til 1,100 i 2023. Mot budsjettthorisonen vil den fase ut og stabilisere seg på 1,072 i «steady state». De budsjetterte netto driftseiendelene og omløpet til netto driftseiendeler for budsjettperioden og «steady state» presenteres i figur 9.5.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Driftsinntekter _{t+1}	24 064 394	24 786 326	25 777 779	27 066 668	28 322 561	29 534 767	30 692 530	31 785 184	32 802 310	33 851 984	34 935 247	36 053 175
+ Onde _{t+1}	0,980	0,990	1,000	1,050	1,100	1,093	1,086	1,079	1,072	1,072	1,072	1,072
= Netto driftseiendeler	24 555 504	25 292 169	26 038 161	27 066 668	26 979 578	26 860 641	28 092 420	29 280 108	30 611 861	31 591 441	32 602 367	33 645 642

Figur 9.5 Forventet netto driftseiendeler i budsjettperioden

9.4.2 Netto driftsmargin

Netto driftsresultat baseres på budsjettdriveren netto driftsmargin (Penman, 2013). Årets netto driftsmargin multipliseres med årets driftsinntekter for å få årets netto driftsresultat som formelen viser.

$$NDR_t = ndm_t \cdot DI_t$$

I kapittel 8.3.2.1 ble AUSS og bransjen sin tidsvektede netto driftsmargin over analyseperioden presentert. Disse var henholdsvis 13,3% og 13,2%. Et selskap sin netto driftsmargin trekkes vanligvis mot bransjesnittet som en følge av høy intern rivalisering (Knivsfå, 2018). Det er likevel en utfordring å estimere netto driftsmargin til en så volatil bransje som fiskeoppdrett da også bransjesnittet kan endre seg raskt for framtiden. Vi merker oss at den historiske driftsmarginen har vært på et høyt nivå for hele bransjen og at det ikke er rimelig at den fortsetter på dette nivået inn i framtiden, dette følger av en fallende pris og økende produksjonskostnader, jf. kapittel 9.3.3.

Vi estimerer derfor en netto driftsmargin for AUSS på 0,068 i «steady state». Denne er motivert ut ifra en strategisk fordel på 2,0% i «steady state». Da vi forventer at hele bransjens netto driftsmargin vil falle virker dette å være et fornuftig estimat på denne budsjettdriveren.

Tilnærmingen til bransjesnittet underbygges av de funn som ble gjort i kapittel 4.2.1. Der ble det drøftet ressurser som kunne gi opphav til framtidige ressursfordeler. Det var ikke ventet at disse ressursene ville kunne gi et stort utslag på en ressursfordel og følgelig vil dette heller ikke kunne gi grobunn for å utvikle en varig marginfordel. De investeringer som må gjøres i nær framtid beregnes å være investeringer som kreves for å holde tritt med bransjeutviklingen, derav en tilnærming til bransjesnittet.

AUSS sin netto driftsmargin i 2018T er noe høyere enn det tidsvektede gjennomsnittet da den ligger på 15,7% for 2018T. Det er ventet at den vil synke i takt med den nært foreliggende utviklingen før den stabiliseres ved 0,068 i «steady state». Vi fastsetter dermed budsjettpunktet i 2019 til 0,140, med en gradvis brattere reduksjon mot punktet i 2021 til 0,120 og punktet i 2023 til 0,100 før den flater litt ut og holder seg stabil i budsjettthorisonen 2028T til 0,068. Estimert netto driftsmargin med følgende netto driftsresultat for budsjettperioden og «steady state» presenteres i figur 9.6.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Driftsinntekter _t	23 138 841	24 064 394	24 786 326	25 777 779	27 066 668	28 322 561	29 534 767	30 692 530	31 785 184	32 802 310	33 851 984	34 935 247
• ndm _t	0,140	0,130	0,120	0,110	0,100	0,094	0,087	0,081	0,074	0,068	0,068	0,068
= Netto driftsresultat	3 239 438	3 128 371	2 974 359	2 835 556	2 706 667	2 650 992	2 575 432	2 479 956	2 364 818	2 230 557	2 301 935	2 375 597

Figur 9.6 Forventet netto driftsresultat i budsjettperioden

9.4.3 Finansiell gjeldsdel

Finansiell gjeld baseres på budsjettdriveren finansiell gjeldsdel (Knivsflå, 2018).

Sammenhengen er at årets finansielle gjeld er årets finansielle gjeldsdel multiplisert med årets netto driftseiendeler som formelen viser.

$$FG_t = fgd_t \cdot NDE_t$$

Den finansielle gjeldsdelen på Oslo Børs er omtrent 50 %. Dette er det forventede nivået for de fleste børsnoterte selskaper på lang sikt (Knivsflå, 2018). I kapittel 2.3.2.2 ble det fastslått at oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, dette taler i retningen av at den finansielle gjeldsdelen i bransjen er høyere enn den finansielle gjeldsdelen til

gjennomsnittsvirkosomheten på Oslo Børs. Dette viser seg likevel ikke å være tilfelle i vår bransjeberegning for analyseperioden.

Finansiell gjeldsdel	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
AUSS	0,446	0,380	0,398	0,392	0,399	0,369	0,391
Bransje	0,411	0,474	0,426	0,419	0,343	0,353	0,399

Figur 9.7 Finansiell gjeldsdel for AUSS og bransje gjennom analyseperioden

Figur 9.7 viser den historiske finansielle gjeldsdelen til AUSS sammenlignet med bransjesnittet for analyseperioden. Som vi ser er det vektete snittet for AUSS sin finansielle gjeldsdel over analyseperioden 39,1% og likeså 39,9% for bransjen.

Basert på teorien om at alle selskaper går mot gjennomsnittet ved Oslo Børs anslår vi at AUSS vil ha en finansiell gjeldsdel på 50% i «steady state». Det faktum at oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv bransje som normalt har en finansiell gjeldsdel litt over dette blir ikke tatt til etterretning da AUSS også inneholder en pelagisk del. Den delen av AUSS som omfatter det pelagiske virke vil ikke krever de aller største investeringene, dette gjør at de trekker mer mot gjennomsnittet på Oslo Børs hva angår finansiell gjeldsdel kontra andre konkurrerende oppdrettselskaper. Vi estimerer derfor en finansiell gjeldsdel på 50% i budsjettthorisonen 2028T for AUSS. I nær framtid regner vi med en bratt stigning i takt med de ventede investeringene som vil føre til økt finansiell gjeld. Vi anslår gjeldsdelen vil øke til 42% allerede i 2019 og nå en topp i 2021 på 60% før den går ned mot 55% i 2023. Deretter vil den trolig reduseres mot «steady state» da selskapet vil få tid til å redusere finansiell gjeld etter investeringene er gjennomført. Forventet finansiell gjeldsdel og finansiell gjeld presenteres i figur 9.8.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler _t	24 555 504	25 292 169	26 038 161	27 066 668	26 979 578	26 860 641	28 092 420	29 280 108	30 611 861	31 591 441	32 602 367	33 645 642
• Finansiell gjeldsdel _t	0,420	0,510	0,600	0,575	0,550	0,540	0,530	0,520	0,510	0,500	0,500	0,500
= Finansiell gjeld	10 313 312	12 899 006	15 622 896	15 563 334	14 838 768	14 504 746	14 888 983	15 225 656	15 612 049	15 795 720	16 301 183	16 822 821

Figur 9.8 Forventet finansiell gjeld i budsjettperioden

9.4.4 Finansiell eiendelsdel

Finansielle eiendeler baseres på budsjettdriveren finansiell eiendelsdel (Knivsflå, 2018). Sammenhengen er at årets finansielle eiendeler er årets finansielle eiendelsdel multiplisert med årets netto driftseiendeler.

$$FE_t = fed_t \cdot NDE_t$$

Figur 9.9 viser den historiske finansielle eiendelsdelen til AUSS sammenlignet med bransjesnittet for analyseperioden.

Finansiell eiendelsdel	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
AUSS	0,226	0,142	0,140	0,166	0,230	0,195	0,185
Bransje	0,123	0,078	0,053	0,070	0,084	0,070	0,075

Figur 9.9 Finansiell eiendelsdel for AUSS og bransje gjennom analyseperiode

Som vi ser av figuren er det vektete snittet for AUSS sin finansielle eiendelsdel over analyseperioden 18,5% og likeså 7,5% for bransjen. Den finansielle eiendelsdelen har vært synkende i starten av analyseperioden før den mot slutten virker å ha økt litt igjen.

Ideell selskapsstyring vil være å redusere tilgjengelige kontanter som ikke blir benyttet til annet enn «konstant vekst-investeringer» (Penman, 2013). AUSS har gjennom analyseperioden innehatt en stor kontantbeholdning relativt til bransjen. Dette er ikke nødvendigvis optimalt. Et naturlig estimat vil derfor være å redusere den finansielle eiendeldelen, herunder den store kontantbeholdningen, mot 10% i «steady state», eller lik bransjesnittet fra den historiske perioden. Bransjesnittet er noe lavt sammenlignet med AUSS sin historiske eiendelsdel så vi velger 10% som budsjettthorisont. Vi estimerer deretter lik reduksjon mellom 2018T og 2019 som det var fra 2017 til 2018T da det ser ut til at AUSS i senere år har verdsatt høy likviditet (Austevoll Seafood ASA, 2018). På grunn av de ventede investeringene i framtiden er det rimelig å anta at finansiell eiendelsdel vil reduseres en del, vi anslår reduksjonen ned til 8% i 2021 før den går opp til 8,4% i 2023. Til slutt forventer vi at den øker til 10% inn mot «steady state» i år 2028T. Figur 9.10 viser estimert finansiell eiendelsdel og finansielle eiendeler for budsjettperioden.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler _t	24 555 504	25 292 169	26 038 161	27 066 668	26 979 578	26 860 641	28 092 420	29 280 108	30 611 861	31 591 441	32 602 367	33 645 642
• Finansiell eiendelsdel _t	0,180	0,130	0,080	0,082	0,084	0,087	0,090	0,094	0,097	0,100	0,100	0,100
= Finansielle eiendeler	4 419 991	3 287 982	2 083 053	2 219 467	2 266 285	2 342 248	2 539 555	2 740 618	2 963 228	3 159 144	3 260 237	3 364 564

Figur 9.10 Forventet finansielle eiendeler i budsjettperioden

9.4.5 Finansiell gjeldsrente

Netto finanskostnad baseres på budsjettdriveren finansiell gjeldsrente (Knivsflå, 2018). Årets netto finanskostnad er lik årets finansielle gjeldsrente multiplisert med fjorårets finansielle gjeld som formelen viser.

$$NFK_t = fgr_t \cdot FG_{t-1}$$

I budsjetteringen av netto finanskostnad er en rimelig forutsetning at finansiell gjeldsrente er lik budsjetteringen av finansielt gjeldskrav, dette forutsetter et velfungerende kapitalmarked og tilhørende balanseføringer etter virkelig verdi (Knivsflå, 2018). Dette svarer til en finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld på 0 noe som er rimelig å anslå da det er i samsvar med vår beregning på Finansieringsfordel for finansiell gjeld ≈ 0 , den framkommer som -0,8% i kapittel 8.4.

For framtiden estimeres det dermed en finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld på 0, for å kunne sette finansiell gjeldsrente lik finansielt gjeldskrav for samme periode. Framtidskravet for den finansielle gjelden fastsettes i kapittel 10.1.6.2. Netto finanskostnader for budsjettperioden presenteres i figur 9.11.

Ar	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Finansielt gjeldskrav _t	0,018	0,021	0,029	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
• Finansiell gjeld _{t-1}	9 503 034	10 313 312	12 899 006	15 622 896	15 563 334	14 838 768	14 504 746	14 888 983	15 225 656	15 612 049	15 795 720	16 301 183
= Netto finanskostnader	166 351	218 745	372 975	509 619	507 676	484 041	473 145	485 679	496 661	509 265	515 256	531 745

Figur 9.11 Forventet netto finanskostnader i budsjettperioden

9.4.6 Finansiell eiendelsrentabilitet

Netto finansinntekt for framtiden baseres på budsjettdriveren finansiell eiendelsrentabilitet (Knivsflå, 2018). Årets netto finansinntekt er lik årets finansielle eiendelsrentabilitet multiplisert med fjorårets finansielle eiendeler som formelen viser.

$$NFI_t = fer_t \cdot FE_{t-1}$$

I forrige kapittel forutsatte vi at finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld ble eliminert bort, dette medfører at den finansielle eiendelsrentabiliteten settes lik det finansielle eiendelskravet. Framtidskravet for de finansielle eiendelene, finansielt eiendelskrav, omtales videre i kapittel 10.1.6.3. Netto finansinntektene for budsjettperioden presenteres i figur 9.12.

Ar	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Finansielt eiendelskrav _t	0,008	0,013	0,017	0,021	0,022	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,024	0,024
• Finansielle eiendeler _{t-1}	5 026 811	4 419 991	3 287 982	2 083 053	2 219 467	2 266 285	2 342 248	2 539 555	2 740 618	2 963 228	3 159 144	3 260 237
= Netto finansinntekter	42 635	55 961	55 371	43 785	47 981	50 063	52 567	58 200	64 109	70 592	75 259	77 668

Figur 9.12 Forventede netto finansinntekter for budsjettperioden

9.4.7 Minoritetsdel

Minoritetsinteressene baseres på budsjettdriveren minoritetsdel, mid (Knivsflå, 2018). Årets minoritetsinteresser er lik årets minoritetsdel multiplisert med årets netto driftseiendeler som formelen viser.

$$MI_t = mid_t \cdot NDE_t$$

Vi beregner først den historiske minoritetsdelen for AUSS og bransjen gjennom analyseperioden. Minoritetsdelen presenteres i figur 9.13.

Minoritetsdel	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	Vektet snitt
AUSS	0,259	0,249	0,249	0,381	0,407	0,404	0,351
Bransje	0,072	0,061	0,061	0,107	0,118	0,117	0,096

Figur 9.13 Minoritetsdel for AUSS og bransje gjennom analyseperiode

Den budsjettede minoritetsdelen for framtiden må vurderes i lys av den historiske minoritetsdelen og den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 4. Den tidsvektede minoritetsdelen har historisk sett vært 35,1% for AUSS over analyseperioden. Tilsvarende har den vært 9,6% for bransjen. Det er verdt å merke seg her at vi har benyttet bransjevektingen på samme måte som tidligere forklart. Denne vektingen inkluderer AUSS og har gitt et kunstig høyt bransjesnitt sammenlignet med de komparative selskapene da ingen av de komparative selskapene har en like stor andel minoritetsinteresser som AUSS. Til sammenligning har Marine Harvest en tidsvektet minoritetsdel på 0,04% for samme periode.

Optimal styringsstrategi hva angår minoritetsdelen er avhengig av om datterselskapene er lønnsomme. Dersom datterselskapene er lønnsomme vil majoriteten tjene på å fase ut minoriteten (Knivsflå, 2018) Dersom datterselskapene ikke er lønnsomme vil det lønne seg å holde på minoriteten for å kunne dele på tapet. De fleste datterselskapene til AUSS driftes forholdsvis greit. Resultatene til de fleste datterselskapene gis i området rundt et svakt overskudd. Unntaket er Lerøy som presterer svært godt i tider med høy laksepris. AUSS har

flest minoritetsinteresser i Lerøy. Det kan tyde på at AUSS kunne tjent på å fase ut noe av minoritetsinteressene de har i konsernet.

En passende vurdering av minoritetsdelen er ofte ved bransjegjennomsnittet eller ved det tidsvektede gjennomsnittet til selskapet (Knivslå, 2018). I AUSS sitt tilfelle er det ikke relevant å sammenligne med bransjen, da de som nevnt har klart større andel minoritetsinteresser enn den relative bransje. Vi bemerker oss en kraftig økning i minoritetsdelen til AUSS i 2016. Dette skyldes i all hovedsak at AUSS solgte seg ned i Lerøy. Vi estimerer en minoritetsinteresse på 35% for «steady state» i tråd med AUSS sitt historisk vektete snitt. Vi estimerer en brattere reduksjon de første årene fra 38% i 2019, videre til 36% i 2021, før reduksjonen flater ut, til 35,5% i 2023, og 35% i budsjettthorisonten. Estimert utvikling for minoritetsdel og minoritetsinteresser presenteres i figur 9.14.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftseindeler	24 555 504	25 292 169	26 038 161	27 066 668	26 979 578	26 860 641	28 092 420	29 280 108	30 611 861	31 591 441	32 602 367	33 645 642
• Minoritetsdel	0,380	0,370	0,360	0,358	0,355	0,354	0,353	0,352	0,351	0,350	0,350	0,350
= Minoritetsinteresse	9 331 092	9 358 103	9 373 738	9 676 334	9 577 750	9 508 667	9 916 624	10 306 598	10 744 763	11 057 004	11 410 828	11 775 975

Figur 9.14 Forventet minoritetsinteresse for budsjettperioden

9.4.8 Netto minoritetsrentabilitet

Netto minoritetsresultat baseres på budsjettdriveren netto minoritetsrentabilitet, mir (Knivslå, 2018). Årets netto minoritetsresultat er lik årets minoritetsrentabilitet multiplisert med fjorårets minoritetsinteresser som formelen viser.

$$NMR_t = mir_t \cdot MI_{t-1}$$

Da vi tidligere beregnet den historiske minoritetsrentabiliteten til AUSS i kapittel 8.4.3 ble den presentert til 22,6% som et vektet snitt over perioden. En rask beregning på det vektete bransjesnittet gir eksakt samme resultat. Vi vurderer derfor bransjesnittet til å være uvesentlig i denne sammenheng, da AUSS utvanner den relative bransjen med sine ekstreme minoritetsverdier. Bransjesnittet hadde altså vist noe helt annet om ikke AUSS var inkludert i denne beregningen, minoritetene til AUSS blir således for dominerende til å gi en god «benchmark».

Netto minoritetsrentabilitet sier noe om inntjeningen en får fra datterselskapene. AUSS rapporterer etter IFRS som benytter virkelig verdi. Når det benyttes virkelig verdi kan en

videre forutsette at netto minoritetsrentabilitet er lik netto minoritetskrav (Knivsflå, 2018).

Minoritetskravet beregner vi til 8,4% i «steady state» i kapittel 10.1.5.

Minoritetsrentabiliteten har historisk vært høyere enn minoritetskravet, et rimelig estimat på framtidig utvikling vil være at rentabiliteten beveger seg *mot* kravet.

Vi estimerer dermed en minoritetsrentabilitet i 2019 på 20% altså en nedgang fra 2018T. Det er ventet at denne vil synke videre til 18% i 2021 og deretter ned til 17% i 2023. Til sist i budsjettperioden anslår vi at minoritetsrentabiliteten reduseres mot minoritetskravet, men stabilisere seg like ved 9%. Dette baseres på at det foreligger en minoritetsulempe i analyseperioden. Estimerer på netto minoritetsrentabilitet med tilhørende minoritetsresultat er presentert i figur 9.15.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Minoritetsinteresse _{t-1}	10 400 482	9 331 092	9 358 103	9 373 738	9 676 334	9 577 750	9 508 667	9 916 624	10 306 598	10 744 763	11 057 004	11 410 828
• Minoritetsrentabilitet _t	0,200	0,190	0,180	0,175	0,170	0,154	0,138	0,122	0,106	0,090	0,090	0,090
= Minoritetsresultat	2 080 096	1 772 907	1 684 458	1 638 321	1 640 676	1 471 568	1 309 660	1 208 065	1 091 583	967 029	995 130	1 026 975

Figur 9.15 Forventa netto minoritetsresultat for budsjettperioden

9.5 Framtidsregnskap og fri kontantstrøm

Videre i dette kapitlet vil vi presentere et fullstendig framtidsregnskap for AUSS.

Framtidsregnskapet er utarbeidet og basert på budsjettdriverene vi fant i delkapittel 9.3 og 9.4. Dette framtidsregnskapet vil være grunnlaget for framtidskravene som senere skal utarbeides i kapittel 10 og den fundamentale verdsettelsen som gjennomføres i kapittel 11.

9.5.1 Framtidsresultat

Framtidsresultatet utarbeides på de budsjetterte driftsinntektene, netto driftsresultat, netto finansinntekter, netto finanskostnader og netto minoritetsresultat. Unormale poster og finansresultat er vanskelig å fastsette for framtiden da vi mangler relevant informasjon for å estimere dette. Netto betalt utbytte framstilles residualt (Penman, 2013).

Framtidsresultatregnskap for budsjettperioden presenteres i figur 9.16.

Resultatregnskap	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Driftsinntekter	23 138 841	24 064 394	24 786 326	25 777 779	27 066 668	28 322 561	29 534 767	30 692 530	31 785 184	32 802 310	33 851 984	34 935 247
Netto driftsresultat	3 239 438	3 128 371	2 974 359	2 835 556	2 706 667	2 650 992	2 575 432	2 479 956	2 364 818	2 230 557	2 301 935	2 375 597
+ Netto finansinntekter	42 635	55 961	55 371	43 785	47 981	50 063	52 567	58 200	64 109	70 592	75 259	77 668
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 282 073	3 184 333	3 029 730	2 879 341	2 754 648	2 701 055	2 627 999	2 538 157	2 428 926	2 301 149	2 377 194	2 453 264
- Netto finanskostnad	166 351	218 745	372 975	509 619	507 676	484 041	473 145	485 679	496 661	509 265	515 256	531 745
- Netto minoritetsresultat	2 080 096	1 772 907	1 684 458	1 638 321	1 640 676	1 471 568	1 309 660	1 208 065	1 091 583	967 029	995 130	1 026 975
= Nettoresultat til egenkapital	1 035 626	1 192 680	972 297	731 401	606 296	745 446	845 194	844 413	840 682	824 855	866 807	894 545
+ Unormalt netto resultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 035 626	1 192 680	972 297	731 401	606 296	745 446	845 194	844 413	840 682	824 855	866 807	894 545
- Netto betalt utbytte	1 488 975	4 200 729	4 170 760	190 486	176 582	385 314	208 302	182 309	110 877	145 272	614 076	633 726
= Endring i egenkapitalen	- 453 350	- 3 008 049	- 3 198 463	- 921 888	- 782 878	- 360 131	- 636 892	- 662 104	- 729 805	- 679 583	- 252 732	- 260 819

Figur 9.16 Budsjetterte framtidig resultatregnskap

9.5.2 Framtidsbalanse

Egenkapitalen fastsettes residualt for framtiden (Penman, 2013). Figur 9.17 viser den budsjetterte framtidsbalansen til AUSS i form av sysselsatt kapital. Figur 9.18 viser den budsjetterte framtidsbalansen til AUSS i form av netto driftskapital.

Balanseregnskap	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	24 555 504	25 292 169	26 038 161	27 066 668	26 979 578	26 860 641	28 092 420	29 280 108	30 611 861	31 591 441	32 602 367	33 645 642
+ Finansielle eiendeler	4 419 991	3 287 982	2 083 053	2 219 467	2 266 285	2 342 248	2 539 555	2 740 618	2 963 228	3 159 144	3 260 237	3 364 564
= Sysselsatte eiendeler	28 975 495	28 580 151	28 121 213	29 286 135	29 245 862	29 202 889	30 631 975	32 020 726	33 575 089	34 750 585	35 862 603	37 010 207
Egenkapital	9 331 092	6 323 042	3 124 579	4 046 467	4 829 344	5 189 476	5 826 368	6 488 472	7 218 277	7 897 860	8 150 592	8 411 411
+ Minoritetsinteresse	9 331 092	9 358 103	9 373 738	9 676 334	9 577 750	9 508 667	9 916 624	10 306 598	10 744 763	11 057 004	11 410 828	11 775 975
+ Finansiell gjeld	10 313 312	12 899 006	15 622 896	15 563 334	14 838 768	14 504 746	14 888 983	15 225 656	15 612 049	15 795 720	16 301 183	16 822 821
= Sysselsatt kapital	28 975 495	28 580 151	28 121 213	29 286 135	29 245 862	29 202 889	30 631 975	32 020 726	33 575 089	34 750 585	35 862 603	37 010 207

Figur 9.17 Budsjettert framtidsbalanse til sysselsatt kapital

Balanseregnskap	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftseiendeler	24 555 504	25 292 169	26 038 161	27 066 668	26 979 578	26 860 641	28 092 420	29 280 108	30 611 861	31 591 441	32 602 367	33 645 642
Egenkapital	9 331 092	6 323 042	3 124 579	4 046 467	4 829 344	5 189 476	5 826 368	6 488 472	7 218 277	7 897 860	8 150 592	8 411 411
+ Minoritetsinteresse	9 331 092	9 358 103	9 373 738	9 676 334	9 577 750	9 508 667	9 916 624	10 306 598	10 744 763	11 057 004	11 410 828	11 775 975
+ Netto finansiell gjeld	5 893 321	9 611 024	13 539 844	13 343 867	12 572 483	12 162 498	12 349 428	12 485 038	12 648 821	12 636 576	13 040 947	13 458 257
= Netto driftskapital	24 555 504	25 292 169	26 038 161	27 066 668	26 979 578	26 860 641	28 092 420	29 280 108	30 611 861	31 591 441	32 602 367	33 645 642

Figur 9.18 Budsjettert framtidsbalanse til netto driftskapital

9.5.3 Framtidig kontantstrøm

Framtidig fri kontantstrøm til egenkapital baseres på framtidig resultatregnskap og balanseregnskap. Den frie kontantstrømmen til egenkapital er lik netto betalt utbytte (Penman, 2013). Figur 9.19 framstiller den frie kontantstrømmen til egenkapitalen sammen med utregninger for fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og fri kontantstrøm fra drift. Vi bemerker at den frie kontantstrømmen til EK er negativ i årene 2022 og 2023 på grunn av høy vekst.

Fri kontantstrøm	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftsresultat	3 239 438	3 128 371	2 974 359	2 835 556	2 706 667	2 650 992	2 575 432	2 479 956	2 364 818	2 230 557	2 301 935	2 375 597
+ Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Endring netto driftsresultat	105 642	- 736 665	- 745 991	- 1 028 507	87 090	118 937	- 1 231 779	- 1 187 688	- 1 331 753	- 979 580	- 1 010 926	- 1 043 276
= Fri kontantstrøm fra drift	3 345 080	2 391 706	2 228 368	1 807 048	2 793 757	2 769 929	1 343 652	1 292 269	1 033 065	1 250 978	1 291 009	1 332 321
+ Netto finansinntekter	42 635	55 961	55 371	43 785	47 981	50 063	52 567	58 200	64 109	70 592	75 259	77 668
+ Unormale netto finansinntekter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Endring i finansielle eiendeler	- 606 820	- 1 132 009	- 1 204 929	136 414	46 818	75 963	197 307	201 063	222 610	195 916	101 093	104 328
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	3 994 535	3 579 676	3 488 668	1 714 420	2 794 920	2 744 028	1 198 913	1 149 406	874 563	1 125 654	1 265 175	1 305 661
- Netto finanskostnad	166 351	218 745	372 975	509 619	507 676	484 041	473 145	485 679	496 661	509 265	515 256	531 745
+ Endring i finansiell gjeld	810 278	2 585 695	2 723 890	- 59 562	- 724 566	- 334 022	384 237	336 673	386 393	183 671	505 463	521 638
- Netto minoritetsresultat	2 080 096	1 772 907	1 684 458	1 638 321	1 640 676	1 471 568	1 309 660	1 208 065	1 091 583	967 029	995 130	1 026 975
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	- 1 069 390	27 011	15 635	302 596	- 98 584	- 69 083	407 957	389 974	438 165	312 241	353 824	365 147
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	1 488 975	4 200 729	4 170 760	- 190 486	- 176 582	385 314	208 302	182 309	110 877	145 272	614 076	633 726

Figur 9.19 Budsjetterte framtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen

10 Framtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet vil vi utarbeide avkastningskrav for framtiden. Framtidskravene er utarbeidet med samme metodikk og teorigrunnlag som kravene for analyseperioden i kapittel 7.

Vektingen av kravene i dette kapitlet baseres på balanseførte vektorer, dette er fordi det

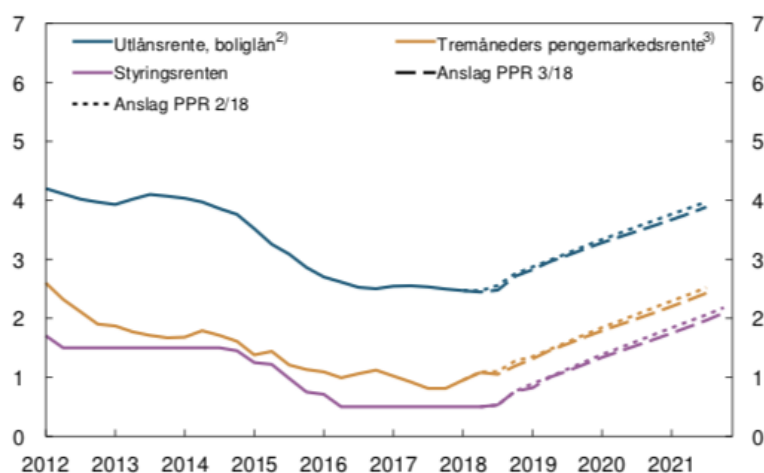
fremdeles ikke foreligger noe estimat på egenkapitalverdien som kan muliggjøre et virkelig verdivektet estimat. Vektingene i dette kapitlet baseres dermed på den inngående balansen fra de balanseførte verdiene i kapittel 9. I kapittel 11 vil vi derfor oppdatere vektene ved en konvergeringsprosess som vil omdanne til et verdibasert framtidsregnskap og verdiestimat. Når vi deretter utarbeider tilpassede framtidskrav vil dette baseres på en lineær utvikling mellom budsjettpunktene. Framtidskravene benyttes som diskonteringsrente ved den fundamentale verdsettingen i kapittel 11. Når vi diskonterer den forventede framtidige kontantstrømmen kan vi utarbeide et verdiestimat på selskapet sin egenkapital. Videre i inneværende kapittel skal vi fastsette egenkapitalkrav og minoritetskrav for budsjettperioden. I kapittel 10.2 beregner vi netto driftskrav for budsjettperioden før vi analyserer budsjettet og beregner fordeler, herunder superrentabilitet, for budsjettperioden i kapittel 10.3. Vi ser resultatene av disse analysene opp mot de funn gjort i kapittel 4 og 8.

10.1 Krav til egenkapital og netto finansiell gjeld

Når vi fastsetter framtidskravet til egenkapitalen er det fremdeles behov for tidsrelevant risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og likviditetspremie. Vi vil også justere utbytteskatten til å være mer framtidsrettet. Framtidig netto finansielt gjeldskrav fastsettes med utgangspunkt i framtidig finansielt gjeldskrav og eiendelskrav. Vi vil nå utarbeide og presentere et årlig estimat på disse faktorene gjennom budsjettperioden.

10.1.1 Framtidig risikofri rente

Risikofri rente forventes å vende tilbake mot gjennomsnittet (Knivsflå, 2018), dette betyr at dagens lave rente vil stige mot en gjennomsnittlig normalrente ved «steady state». Dette har vi så langt fått bekreftet med en renteøkning høsten 2018 med tilhørende prognoser på at den vil fortsette å stige i årene som kommer.



Figur 10.1 Renteprognose (Norges Bank, 2018)

Figur 10.1 viser den historiske styringsrenten sammen med en prognose for framtiden ved den lilla linjen, på samme måte ser vi pengemarkedsrenten, 3mnd. NIBOR ved den oransje linjen. Som vi ser har disse god korrelasjon både historisk og framtidrettet. Vi benytter derfor denne prognosen til å beregne den framtidige NIBOR-renten fram til 2022. Etter dette regner vi med at styringsrenten vil stabilisere seg på rundt 2,5% med en tilsvarende NIBOR-rente på omlag 2,9%. Dette anser vi som rimelige anslag for styringsrenten og NIBOR-renten med bakgrunn i den historiske utviklingen.

For å beregne den korte kredittrisikopremien forutsetter vi at norske finansinstitusjoner opprettholder en syntetisk rating på AA. Dette gir at risikopremien forblir den samme gjennom budsjettperioden. Selskapsskattesatsen har vært synkende gjennom analyseperioden, og for 2019 er det foreslått en skattesats på 22% (Finansdepartementet, 2018). Vi forutsetter en skattesats lik 2019 for resten av budsjettperioden. På dette grunnlaget kan risikofri rente presenteres i figur 10.2.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
NIBOR-rente (3mnd)	0,015	0,020	0,024	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
- Kort kredittrisikopremie	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	0,010	0,014	0,019	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
- Skatt (22%)	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente etter skatt	0,008	0,011	0,015	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019

Figur 10.2 Budsjettert risikofri rente

Risikofri rente vil trolig stige mot 1,9% i budsjettthorisonten T med en brattere stigning i begynnelsen av budsjettperioden. Dette er i tråd med renteprognosene fra Norges Bank.

10.1.2 Framtidig markedsrisikopremie

I den historiske analyseperioden estimerte vi en markedsrisikopremie mellom 4,9% og 5,1%, dette så vi i figur 7.2. Det finnes ikke noen særlig god metode å beregne framtidig markedsrisikopremie. Følgelig vil det beste estimatet derfor være å basere den på den historiske markedsrisikopremien. Markedsfilosofi underbygger dette ved at markedsrisikopremien er forventet konstant i framtiden (Kaldestad & Møller, 2016). Den historiske markedsrisikopremien hadde et vektet gjennomsnitt på 5%. Vi vil derfor fastsette den framtidige markedsrisikopremien til 5% for budsjettperioden som presentert i figur 10.3.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Markedsrisikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050

Figur 10.3 Budsjettert markedsrisikopremie

10.1.3 Framtidig illikviditetspremie

I kapittel 7.2.5 presenterte vi majoriteten og minoriteten sin illikviditetspremie for analyseperioden. Vi forventer ingen kritiske endringer til disse illikviditetspremiene og forventer derfor de samme premiene for budsjettperioden. Illikviditetspremien til majoriteten fastsettes dermed til å være 1% og til minoriteten 2% i budsjettperioden.

10.1.3.1 Effektiv utbytteskatt

Effektiv utbytteskatt vil trolig regnes som svært lav på grunn av fritaksmetoden mellom aksjeselskaper og skjermingsfradrag for aksjonærene. Det vil derfor være naturlig å tenke at en slik utbytteskatt vil øke i takt med en reduserende selskapsskatt for budsjettperioden. Vi innregner derfor en slik økning i illikviditetspremien ved å øke denne med 0,3% fra 2019. Dette er i sammenheng med den foreslåtte reduserte selskapsskattesats (Finansdepartementet, 2018). Illikviditetspremien for budsjettperioden presenteres dermed følgende i figur 10.4.

Illikviditetsrisiko	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Utbytteskattetillegg	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Majoritet	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
Utbytteskattetillegg	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Minoritet	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023

Figur 10.4 Illikviditetsrisiko inklusivt utbyttillegg for budsjettperioden

10.1.4 Framtidig årlig egenkapitalbeta

Framtidig årlig egenkapitalbeta beregnes med samme metode som i kapittel 7.2.4. Dette baseres på Miller og Modiglianis «teorem 1» der netto driftsbeta estimeres konstant over hele analyseperioden. Netto driftsbeta fastsettes derfor til 0,346 for budsjettperioden og i «steady state». Vektingene baseres på IB fra framtdsregnskapet i kapittel 9.5. Betaene beregnes på samme måte som i kapittel 7. Den årlige egenkapitalbetaen presenteres residualt i figur 10.5.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Egenkapitalbeta	0,458	0,562	0,723	0,686	0,654	0,640	0,626	0,614	0,602	0,591	0,591	0,591
• Egenkapitalvekt	0,380	0,250	0,120	0,150	0,179	0,193	0,207	0,222	0,236	0,250	0,250	0,250
+ Minoritetsbeta	0,458	0,562	0,723	0,686	0,654	0,640	0,626	0,614	0,602	0,591	0,591	0,591
• Minoritetsvekt	0,380	0,370	0,360	0,358	0,355	0,354	0,353	0,352	0,351	0,350	0,350	0,350
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,008	-0,006	-0,002	-0,004	-0,007	-0,009	-0,012	-0,015	-0,018	-0,022	-0,022	-0,022
• Netto finansiell gjeldsvekt	0,240	0,380	0,520	0,493	0,466	0,453	0,440	0,426	0,413	0,400	0,400	0,400
= Netto driftsbeta	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346	0,346

Figur 10.5 Årlig egenkapitalbeta for budsjettperioden

Egenkapitalbetaen stiger gjennom budsjettperioden fra 0,458 i 2019 til 0,591 i «steady state». Dette er et ventet resultat basert på usikkerheten for fremtiden i bransjen. Denne usikkerhet vil følgelig presse risikoen og derav betaen opp. Betaen er på sitt høyeste i år 2021 med 0,723 noe som er rimelig med tanke på at framtdsinvesteringene er ventet rundt denne tiden. Vi

merker oss at betaen var synkende for analyseperioden og at dette reverseres her i budsjettperioden. Den justerte betaen for 2013 var på 0,578 noe som er i samme område som estimeres for «steady state» ved 0,591.

10.1.5 Framtidig krav til egenkapital og minoritet

Framtidig egenkapitalkrav og minoritetskrav baseres på utregningene gjennomført tidligere i kapittel 10.1. Beregnet egenkapitalkrav og minoritetskrav for budsjettperioden presenteres i figur 10.6.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
NIBOR-rente (3mnd)	0,015	0,020	0,024	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029	0,029
- 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	0,010	0,014	0,019	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
- Skatt (22%)	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente etter skatt	0,008	0,011	0,015	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019
+ Egenkapitalbeta	0,458	0,562	0,723	0,686	0,654	0,640	0,626	0,614	0,602	0,591	0,591	0,591
• Markedsrisikopremie etter skatt	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie majoritet	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
= Egenkapitalkrav	0,044	0,052	0,064	0,066	0,064	0,064	0,063	0,062	0,062	0,061	0,061	0,061
+ Illikviditetspremie minoritet	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
= Minoritetskrav	0,067	0,075	0,087	0,089	0,087	0,087	0,086	0,085	0,085	0,084	0,084	0,084

Figur 10.6 Egenkapitalkrav og minoritetskrav for budsjettperioden

Egenkapitalkravet er ventet å stige fra 4,4% i 2019 til 6,1% i «steady state», det samme gjelder minoritetskravet som er ventet å stige fra 6,7% i 2019 til 8,4% i «steady state». Illikviditetspremiene og risikopremien er konstante for budsjettperioden, så økningen skyldes en økende beta og ikke minst en økende rentesats knyttet til den risikofrie renten.

10.1.6 Framtidig netto finansielt gjeldskrav

Framtidig netto finansielt gjeldskrav beregnes på utregningene fra framtidig finansielt eiendelkrav og framtidig finansielt gjeldskrav. Gjeldskravet består videre av den risikofrie renten og en kreditrisikopremie basert på den syntetiske rating. Vi er derfor avhengig av å få regnet ut en framtidig syntetisk rating. Disse utregningene blir presentert i de påfølgende delkapitlene.

10.1.6.1 Framtidig syntetisk rating

Ved estimering av en framtidig syntetiske rating får vi problemer med å beregne likviditetsgrad 1, fordi framtidsregnskapet fra kapittel 9.5 ikke inneholder de nødvendige regnskapslinjene. Vi benytter derfor bransjesnittets syntetiske rating for budsjettperioden for å fastsette likviditetsgrad 1 for AUSS sin framtidige syntetiske rating. Ved beregning av rentedekningsgraden støter vi også på et problem. Netto finanskostnad avhenger av den estimerte framtidige rating, derfor vil rentedekningsgraden henge etter med ett år.

Egenkapitalprosenten beregnes ved å dividere egenkapitalen med sysselsatt kapital og så multipliseres brøken med gjennomsnittlig sysselsatt kapital dividert med gjennomsnittlig total kapital for analyseperioden, 0,803.

$$ekp = \frac{\text{egenkapital}}{\text{sysselsatt kapital}} \cdot \frac{\text{sysselsatt kapital}_{gj.snitt\ analyseperiode}}{\text{total kapital}_{gj.snitt\ analyseperiode}}$$

$$= \frac{\text{egenkapital}}{\text{sysselsatt kapital}} \cdot 0,803$$

Netto driftsrentabilitet regnes ellers på samme måte som i kapittel 6.2.2. Den framtidige syntetiske rating med nevnte forutsetninger presenteres i figur 10.7.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Likviditetsgrad I	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	A	A
Egenkapitalprosent	B	B	CC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	CCC	B	B	B
Netto driftsrentabilitet	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB
Totalvurdering	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Figur 10.7 Framtidig syntetisk rating for budsjettperioden

Den totale syntetiske rating for budsjettperioden starter ved en A, men i 2021 er det ventet at denne vil synke til BBB og holde seg slik til og med «steady state». Dette skyldes primært en reduksjon av netto driftsrentabilitet fra A til BBB fra 2021 som igjen skyldes at netto driftseiendeler stiger mer enn netto driftsresultat i framtiden. Vi merker oss også en større nedgang i egenkapitalprosenten som reduseres fra B til CC i 2021. Denne stiger senere tilbake til B i «steady state». Dette skyldes en dårlig periode med egenkapital som trolig vil begrunnes med investeringer i denne tidsperioden.

10.1.6.2 Framtidig finansielt gjeldkrav

Framtidig finansielt gjeldskrav estimeres med samme metode som for analyseperioden i kapittel 7.3.2.1. Framtidig syntetisk rating fastsetter framtidig kredittrisikopremie og det framtidig finansielle gjeldskravet presenteres i figur 10.8.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Risikofri rente etter skatt	0,008	0,011	0,015	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019
+ Lang kredittrisikopremie etter skatt	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,018	0,021	0,029	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033

Figur 10.8 Finansielt gjeldskrav for budsjettperioden

Som vi ser av figuren er det finansielle gjeldskravet ventet å øke fra 1,8% i 2019 til 3,3% i «steady state». Økningen skyldes primært en høyere risikofri rente etter skatt grunnet en budsjettert stigende styringsrente for framtiden. Økningen vil også påvirkes av at AUSS reduserer sin syntetiske rating i 2021, som fører til en høyere kredittrisikopremie fra dette året.

10.1.6.3 Framtidig finansielt eiendelskrav

Framtidsregnskapet er ikke spesifisert for kontanter, fordringer og investeringer. Vi estimerer derfor at disse beveger seg lineært mot vektsnittet i analyseperioden. Budsjetthorisonen får da en kontantvekt på 87,1%, fordringsvekt på 2,8% og investeringsvekst på 10,1% som vi så i delkapittel 7.3.2.2. Basert på dette presenteres finansielt eiendelskrav i figur 10.9 etter samme metode som tidligere.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Kontantkrav	0,008	0,011	0,015	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019	0,019
• Kontantvekt	0,951	0,942	0,933	0,924	0,916	0,907	0,898	0,889	0,880	0,871	0,871	0,871
+ Fordringkrav	0,014	0,017	0,021	0,025	0,029	0,029	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025	0,025
• Fordringsvekt	0,033	0,033	0,032	0,032	0,031	0,030	0,030	0,029	0,029	0,028	0,028	0,028
+ Investeringskrav	0,058	0,061	0,065	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069
• Investeringsvekt	0,015	0,025	0,034	0,044	0,053	0,063	0,073	0,082	0,092	0,101	0,101	0,101
= Finansielt eiendelskrav	0,008	0,013	0,017	0,021	0,022	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,024	0,024

Figur 10.9 Finansielt eiendelskrav for budsjettperioden

Finansielt eiendelskrav er ventet å øke fra 0,8% i 2019 til 2,4% i «steady state». Økningen er som tidligere ventet å skyldes en økt styringsrente siden alle de ulike kravene inneholder en stigende risikofri rente.

10.1.6.4 Framtidig netto finansielt gjeldskrav

Framtidig netto finansielt gjeldskrav beregnes med en vektning av det framtidige finansielle gjeldskravet og det framtidige finansielle eiendelskravet fra de foregående delkapitlene.

Framtidig netto finansielt gjeldskrav presenteres i figur 10.10.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Finansielt gjeldskrav	0,018	0,021	0,029	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
• Finansiell gjeldsvekt	1,750	1,342	1,154	1,166	1,180	1,193	1,206	1,220	1,234	1,250	1,250	1,250
- Finansielt eiendelskrav	0,008	0,013	0,017	0,021	0,022	0,022	0,022	0,023	0,023	0,024	0,024	0,024
• Finansiell eiendelsvekt	0,750	0,342	0,154	0,166	0,180	0,193	0,206	0,220	0,234	0,250	0,250	0,250
= Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,024	0,031	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035

Figur 10.10 Netto finansielt gjeldskrav for budsjettperioden

Netto finansielt gjeldskrav øker fra 2,4% i 2019 til 3,5% i «steady state». Stigningen skyldes trolig økende rente for perioden og en høyere kredittrisikopremie etter 2021.

10.2 Framtidig krav til netto driftskapital - WACC

Netto driftskrav beregnes på en vektning mellom egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav. Netto driftskrav presenteres i figur 10.11.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Egenkapitalkrav	0,044	0,052	0,064	0,066	0,064	0,064	0,063	0,062	0,062	0,061	0,061	0,061
• Egenkapitalvekt	0,380	0,250	0,120	0,150	0,179	0,193	0,207	0,222	0,236	0,250	0,250	0,250
+ Minoritetskrav	0,067	0,075	0,087	0,089	0,087	0,087	0,086	0,085	0,085	0,084	0,084	0,084
• Minoritetsvekt	0,380	0,370	0,360	0,358	0,355	0,354	0,353	0,352	0,351	0,350	0,350	0,350
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,024	0,024	0,031	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
• Netto finansielt gjeldsvekt	0,240	0,380	0,520	0,493	0,466	0,453	0,440	0,426	0,413	0,400	0,400	0,400
= Netto driftskrav	0,048	0,050	0,055	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059

Figur 10.11 Netto driftskrav for budsjettperioden

Netto driftskrav estimeres til å øke fra 4,8% i 2019 til 5,9% i «steady state». Økningen knytter seg hovedsakelig til en større finansiell gjeldsvekt gjennom budsjettperioden.

10.3 Analyse av budsjett - Superrentabilitet

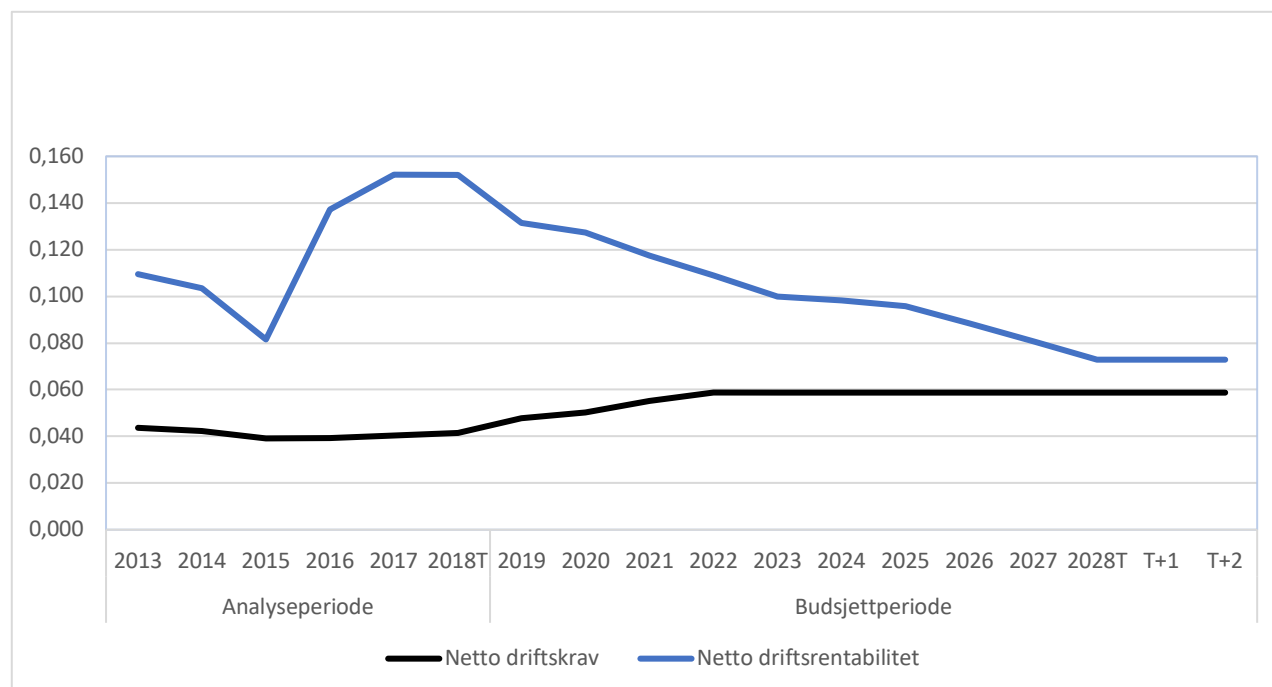
Vi skal nå beregne et estimat på den framtidige strategiske fordel til AUSS. Dette vil basere seg på framtidsregnskapet fra kapittel 9.5 og framtidskravene fra kapittel 10. I framtidsregnskapet er netto finansielt gjeldskrav sett lik netto finansiell gjeldsrentabilitet. På denne måten utelukker vi en finansieringsfordel til netto finansiell gjeld. Det eksisterer likevel en finansieringsfordel til minoritetene. Dette kan være svært avgjørende i et selskap som AUSS, som historisk har kontrollert store minoritetsinteresser. Den strategiske fordel består dermed av en ren driftsfordel, gearingfordel og en finansieringsfordel fra minoritetsinteressene. Strategisk fordel for budsjettperioden presenteres i figur 10.12.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftsrentabilitet	0,131	0,127	0,118	0,109	0,100	0,098	0,096	0,088	0,081	0,073	0,073	0,073
- Netto driftskrav	0,048	0,050	0,055	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059	0,059
= Ren driftsfordel	0,084	0,077	0,062	0,050	0,041	0,040	0,037	0,030	0,022	0,014	0,014	0,014
+ Gearingfordel drift	0,026	0,047	0,068	0,049	0,036	0,033	0,029	0,022	0,015	0,009	0,009	0,009
= Driftsfordel	0,110	0,125	0,130	0,099	0,077	0,072	0,066	0,051	0,037	0,024	0,024	0,024
+ Fianansieringsfordel NFG	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Finansieringsfordel Minoritet	-0,067	-0,068	-0,070	-0,060	-0,055	-0,043	-0,033	-0,022	-0,013	-0,003	-0,003	-0,003
= Strategisk fordel	0,043	0,056	0,061	0,038	0,023	0,029	0,034	0,029	0,025	0,020	0,020	0,020

Figur 10.12 Estimert strategisk fordel for budsjettperioden

Den strategiske fordel til AUSS er ventet å være moderat de første årene av budsjettperioden og siden stabiliserer seg på 2,0 % i «steady state». Dette står godt i stil med de forventninger om en endring i bransjen og budsjettet er godt i tråd med forventningen fra kapittel 4.3.2 hvor vi ventet en moderat strategisk fordel på mellomlang sikt og en liten fordel på lang sikt. Den rene driftsfordelen beregnes til å være 1,4% i «steady state» og med hjelp av en gearingfordel på 0,9% og en negativ finansieringsfordel fra minoritetene ender altså

AUSS med en strategisk fordel på 2,0% i «steady state». Utviklingen for netto driftsrentabilitet sammenlignet med utviklingen for netto driftskrav for både analyseperioden og budsjettperioden blir presentert i figur 10.13.



Figur 10.13 Netto driftskrav sammenlignet med netto driftsrentabilitet for budsjettperioden

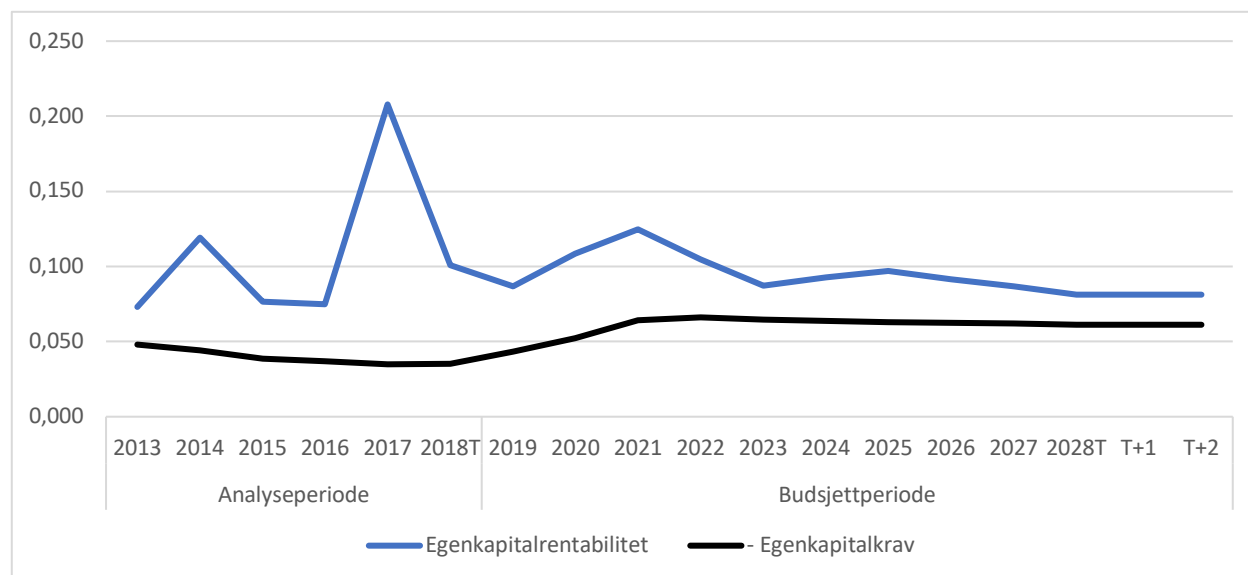
Figuren viser at netto driftsrentabiliteten hadde en stor oppgang mellom 2015 og 2017 uten at netto driftskrav økte tilsvarende. Dette førte til at den rene driftsfordelen økte i denne perioden. Netto driftsrentabilitet forventes å bli mindre over analyseperioden og stabilisere seg på 7,3% i «steady state». Netto driftskrav øker svakt gjennom analyseperioden og stabiliserer seg på 5,9% i «steady state». Differansen gir her AUSS en ren driftsfordel på 1,4% som vi også så i figur 10.12.

Den rene driftsfordelen (1,4%) skalert opp med gearingfordelen (0,9%) tillagt finansieringsfordelen (-0,3%) gir en superrentabilitet på 2,0% i «steady state». I figur 10.14 presenteres superrentabiliteten over hele budsjettperioden.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Egenkapitalrentabilitet	0,087	0,109	0,125	0,105	0,087	0,093	0,097	0,092	0,087	0,081	0,081	0,081
- Egenkapitalkrav	0,044	0,052	0,064	0,066	0,064	0,064	0,063	0,062	0,062	0,061	0,061	0,061
= Superrentabilitet	0,043	0,056	0,061	0,038	0,023	0,029	0,034	0,029	0,025	0,020	0,020	0,020

Figur 10.14 Estimert superrentabilitet for budsjettperioden

Finansieringsfordelen gir et stort utslag på superrentabiliteten til AUSS da den er ventet å bevege seg fra -10,7% til -0,3% løpet av budsjettperioden. Figur 10.15 viser den ventede utviklingen til egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet til AUSS for budsjettperioden.



Figur 10.15 Egenkapitalkrav sammenlignet med egenkapitalrentabilitet for budsjettperioden

Figuren viser at egenkapitalrentabiliteten faller drastisk i 2019, dette skyldes en større negativ finansieringsfordel fra minoritet sammen med en reduksjon av driftsfordelen.

Egenkapitalrentabiliteten tar seg jevnt opp igjen gjennom budsjettperioden. I «steady state» stabiliserer egenkapitalrentabiliteten seg på 8,1%. Netto driftskrav faller litt over analyseperioden før den stiger over budsjettperioden, denne utviklingen har sammenheng med renteutviklingen for analyseperioden og den ventede renteutviklingen i budsjettperioden. Egenkapitalkravet stabiliserer seg på 6,1% i «steady state». Differansen gir her AUSS en strategisk fordel og superrentabilitet på 2,0% i «steady state» som vi også så i figur 10.12 og 10.14. Den budsjetterte fordel er godt i tråd med resultatet fra den strategiske analysen i kapittel 4, og regnskapsanalysen i kapittel 5 til 8.

11 Fundamental verdsettelse

Allerede i kapittel 3 ble fundamental verdsettelse valgt som hovedteknikk for verddivurderingen av AUSS. Utredningens første tre steg, representert ved strategisk analyse, regnskapsanalyse og framtidsregnskap gir grunnlag for å gjennomføre det fjerde steget. Siktemålet med den fundamentale verdsettelsen er å finne verdien av egenkapitalen på

verdsettelsestidspunktet. Nåverdien av forventede framtidige kontantstrømmer diskontert med det risikjusterte kravet (Knivsfå, 2018). Vi skal i kapittel 11 altså beregne et verdiesimat på egenkapitalen til AUSS og et tilhørende verdiesimat per aksje. Det bemerkes at verdiesimatet vil kunne avvike fra børsverdien, og i sammenligningen vil det eventuelle avviket danne grunnlag for en handlingsstrategi som vil presenteres i kapittel 13.

11.1 Oversikt over metoder og modeller

Ved fundamental verdsettelse benyttes to modeller til å estimere egenkapitalverdien til en virksomhet: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Damodaran, 2012). I delkapittel 11.2 omtales egenkapitalmetoden, og i delkapittel 11.3 omtales selskapskapitalmetoden. Begge modellene har tilhørende undermodeller som skal gi samme verdiesimat ved riktig bruk. Metodene gir i utgangspunktet ulike verdiesimat. Dette kommer av det benyttes budsjetterte vekter (Damodaran, 2012). I delkapittel 11.4 vil vi gjennom konvergens finne de virkelige verdivektene, som vil gi samme egenkapitalverdi for de ulike metodene. Vi vil i delkapittel 11.5 også inkludere konkurrisikoen til AUSS. Her vil det også gjennomføres en Monte Carlo-simulering ved benyttelse av programmet «Crystal Ball» for å redegjøre for usikkerheten knyttet til budsjettdriverene i framtidsregnskapet.

11.2 Egenkapitalmetode

Fremgangsmetoden i egenkapitalmetoden er å neddiskontere framtidige kontantstrømmer med egenkapitalkravet. Det finnes fire ulike modeller for en slik fremgangsmetode: utbytte- (NBU), frikontantstrøm- (FKE), superprofitt- (SPE) og superprofittvekstmodellen (Δ SPE) (Penman, 2013). Utbyttemodellen vil tilsvare frikontantstrømmodellen da netto betalt utbytte er lik fri kontantstrøm til egenkapital, vi presenterer derfor formelen, men ikke utregningen i det følgende da NBU- og FKE-modellene vil være helt likt framstilt. Som nevnt vil de fire verdiesimatene ved de ulike modellene være like etter konvergens av verdi-vektene (Knivsfå, 2018). Vi benytter oss av «Gordons vekstformel» i samtlige modeller. Dette for å beregne horisontverdien når AUSS - etter vår vurdering - har nådd «steady state».

11.2.1 Fri kontantstrøm-modellen

Ved benyttelse av FKE-modellen neddiskonteres den frie kontantstrømmen til egenkapital med egenkapitalkravet (Damodaran, 2012). Dette gir at egenkapitalinvestorer får utbetalt residualen etter fratrukket egenkapitalkrav og nødvendige reinvesteringer foretatt av virksomheten. Formelen for verdien av egenkapital etter FKE-modellen framgår som følger.

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

FKE = Fri kontantstrøm til egenkapitalen, ekv = egenkapitalvekst
ekk = egenkapitalkrav, T = 2028 (budsjettthorisont)

Nettoresultat til egenkapital (NRE) fratrukket endring i egenkapital (ΔEK) gir fri kontantstrøm til egenkapital (Damodaran, 2012). I figur 11.1 framgår AUSS sin verdi av egenkapital (VEK) ved bruk av FKE-modellen:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
FKE	1 488 975	4 200 729	4 170 760	- 190 486	- 176 582	385 314	208 302	182 309	110 877	145 272	614 076	633 726
= Diskonteringsfaktor	1,044	1,098	1,169	1,246	1,326	1,411	1,500	1,594	1,692	1,796	1,906	2,022
= Nåverdi	1 426 885	3 824 978	3 568 368	- 152 866	- 133 125	273 074	138 861	114 385	65 512	80 886	322 202	313 343

	2018
Nåverdi fra 2019 til 2028T	9 206 959
+ Horisontverdi	11 719 080
= Egenkapitalverdi	20 926 039
= Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat pr. aksje	104

Figur 11.1 Verdien av egenkapital ved bruk av FKE-modellen

11.2.2 Utbyttemodellen

Som nevnt vil verdien av egenkapital etter utbyttemodellen framgå på samme måte som etter frikontantstrømmodellen, da frikontantstrøm til egenkapital er lik netto betalt utbytte. Formelen framgår som under, og verdien av egenkapital og verdiestimat etter denne metode er således sammenfallende med de funn som framgikk i kapittel 11.2.1.

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

NBU = Netto betalt utbytte

11.2.3 Superprofittmodellen

Ved benyttelse av superprofittmodellen finner man verdien av egenkapital ved å summere verdien av egenkapitalen per år 0, altså 2018T, med nåverdien av den forventede superprofitten til egenkapitalen (Penman, 2013). Den forventede superprofitten til egenkapital for hvert år beregnes ved å subtrahere kapitalkravet fra nettoresultatet til egenkapital. Verdien av egenkapital etter superprofittmodellen har følgende formel.

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

Figur 11.2 viser verdien av egenkapitalen og verdiestimatet per aksje ved benyttelse av superprofittmodellen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Nettoreultat til EK	1 035 626	1 192 680	972 297	731 401	606 296	745 446	845 194	844 413	840 682	824 855	866 807	894 545
- Krav til netto resultat til EK	425 766	489 319	406 351	206 612	260 873	307 973	327 515	364 074	401 613	441 583	483 157	498 618
= Superprofitt til EK	609 860	703 361	565 946	524 789	345 422	437 473	517 679	480 340	439 069	383 272	383 650	395 927
± Diskonteringsfaktor	1,044	1,098	1,169	1,246	1,326	1,411	1,500	1,594	1,692	1,796	1,906	2,022
= Nåverdi	584 428	640 446	484 205	421 145	260 413	310 039	345 101	301 378	259 426	213 403	201 299	195 764

	2018
Nåverdi fra 2019 til 2028T	3 819 984
+ Balansefort EK	9 784 441
+ Horisontverdi	7 321 614
= Egenkapitalverdi	20 926 039
± Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat pr. aksje	104

Figur 11.2 Verdien av egenkapital ved bruk av SPE-modellen

11.2.4 Superprofittvekstmodellen

Ved benyttelse av superprofittvekstmodellen framkommer verdien av egenkapital ved å summere verdien av nettoresultatet til egenkapital uten vekst i år 1 av budsjettperioden, her 2019, og nåverdien av framtidig vekst i superprofitt til egenkapital (Penman, 2013). Endring i diskonteringsrente justerer superprofittveksten. Framtidig vekst etter SPE-modellen framgår kun i de år der superprofitten er positiv. Verdien av egenkapital etter superprofittvekstmodellen har følgende formel.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \times \left[\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{T+1}) \cdot (ekk - ekv)} \right]$$

Figur 11.3 viser verdien av egenkapitalen og verdiestimatet per aksje ved benyttelse av superprofittvekstmodellen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
(1+ekk1)*SPEt	-	733 967	590 573	547 625	360 453	456 509	540 206	501 241	458 175	399 950	400 345	413 156
- (1+ekkt)*SPEt-1	-	641 840	748 562	603 369	558 622	367 450	465 082	550 027	510 071	465 930	406 719	407 120
± (1+ekkt)	-	1,052	1,064	1,066	1,064	1,064	1,063	1,062	1,062	1,061	1,061	1,061
= Superprofittvekst til EK	-	87 536	- 148 450	- 52 286	- 186 167	83 720	70 664	- 45 917	- 48 871	- 62 176	- 6 007	- 5 687
± Diskonteringsfaktor	-	1,044	1,098	1,169	1,246	1,326	1,411	1,500	1,594	1,692	1,796	1,906
= Nåverdi	-	83 886	- 135 171	- 44 734	- 149 400	63 116	50 080	- 30 610	- 30 663	- 36 737	- 3 345	- 2 984

	2018
Nåverdi fra 2020 til T+1	- 233 576
Kapitalisert nåverdi	- 5 367 765
Nettoreultat 2019	1 035 626
Kapitalisert nettoreultat 2019	23 799 492
Horisontverdi	108 539
Kapitalisert horisontverdi	2 494 311
= Egenkapitalverdi	20 926 039
± Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat pr. aksje	104

Figur 11.3 Verdien av egenkapital ved bruk av ΔSPE-modellen

11.3 Selskapskapitalmetode

I motsetning til egenkapitalmetoden, som finner verdien av egenkapitalen direkte, finner selskapskapitalmetoden verdien av egenkapitalen indirekte. Ved benyttelse av selskapsmetoden beregnes verdien på hele virksomheten for så å trekke fra gjeld og minoritetsinteresser (Damodaran, 2012). Dette kan gjøres på to måter, enten ved å ta utgangspunkt i sysselsatt kapital eller ved å ta utgangspunkt i netto driftskapital. De samme fire modellene benyttet i delkapittel 11.2 kan så benyttes, den eneste forskjellen ligger i kravet som benyttes til å regne diskonteringsfaktoren. Ved selskapskapitalmetoden benyttes egenkapitalkravet med netto driftskrav eller sysselsatt kapitalkrav. Vi forutsetter normal arbeidskapital i den videre utredning da vi ikke anser den finansielle gjelden å være på et atypisk nivå. Antakelsen om at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi gir at netto finansiell gjeldsrentabilitet er lik netto finansielt gjeldskrav ($nfg_r = nfg_k$) (Penman, 2013).

11.3.1 Superprofitt til minoritetsinteresse-modellen

Når vi benytter selskapskapitalmetoden er det nødvendig å kjenne virkelig verdi for minoritetsinteressen. Verdien på minoritetsinteressen fastsettes ved superprofitt til minoritetsinteresse-modellen. Denne modellen bygger på de balanseførte verdiene og nåverdien av superprofitten til minoritetene, dette diskonteres med minoritetskravet (Knivsflå, 2018). Superprofitt til minoritetsinteresse-modellen presenteres i følgende formel.

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

Figur 11.4 viser verdien på minoritetsinteresse etter superprofitt til minoritetsinteresse-modellen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto minoritetsresultat	2 080 096	1 772 907	1 684 458	1 638 321	1 640 676	1 471 568	1 309 660	1 208 065	1 091 583	967 029	995 130	1 026 975
- Krav til netto minoritetsresultat	691 784	703 934	816 636	835 431	846 384	831 073	818 804	847 745	874 993	904 448	930 731	960 515
= Superprofitt til minoritetsinteresser	1 388 312	1 068 973	867 822	802 890	794 293	640 495	490 856	360 321	216 591	62 580	64 399	66 460
= Diskonteringsfaktor	1,067	1,147	1,247	1,358	1,477	1,605	1,743	1,892	2,053	2,226	2,413	2,616
= Nåverdi	1 301 728	931 996	695 893	591 139	537 771	399 020	281 552	190 401	105 495	28 115	26 685	25 401

2018	
Nåverdi fra 2019 til 2028T	5 063 110
+ Balanseført minoritetsinteresse	10 400 482
+ Horisontverdi	527 817
= Verdi minoritetsinteresse	15 991 409

Figur 11.4 Virkelig verdi for minoritetsinteresse ved superprofitt til minoritetsinteresse-modellen

11.3.2 Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Når vi benytter fri kontantstrøm fra drift-modellen beregnes verdien av egenkapitalen på nåverdien til fri kontantstrøm fra drift, med fratrukk for minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld (Damodaran, 2012). Fri kontantstrøm fra drift skal utgjøre netto driftsresultat fratrukket endringen i netto driftseiendeler (Damodaran, 2012). Fri kontantstrøm fra drift-modellen presenteres i følgende formel.

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

Figur 11.5 viser egenkapitalverdien etter fri kontantstrøm fra drift-modellen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
FKD	3 345 080	2 391 706	2 228 368	1 807 048	2 793 757	2 769 929	1 343 652	1 292 269	1 033 065	1 250 978	1 291 009	1 332 321
= Diskonteringsfaktor	1,050	1,107	1,173	1,241	1,313	1,390	1,471	1,557	1,648	1,744	1,847	1,955
= Nåverdi	3 186 634	2 160 895	1 899 272	1 455 762	2 127 339	1 992 881	913 381	829 971	626 867	717 240	699 163	681 541

	2018
Nåverdi fra 2019 til 2028T	15 910 244
+ Horisontverdi	27 740 027
= Verdi av netto driftskapital	43 650 270
- Minoritetsinteresse	15 991 409
- Netto finansiell gjeld	4 476 223
= Egenkapitalverdi	23 182 639
= Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat pr. aksje	115

Figur 11.5 Virkelig verdi for egenkapitalen ved fri kontantstrøm fra drift-modellen

11.3.3 Superprofitt fra drift-modellen

Når vi benytter superprofitt fra drift-modellen beregnes verdien av netto driftskapital på balanseført verdi av netto driftskapital 2018T, addert nåverdien av framtidig superprofitt fra drift (Penman, 2013). For å finne egenkapitalverdien av netto driftskapital blir videre minoritetsinteresse og netto finansiell gjeld addert. Superprofitt fra drift-modellen presenteres i følgende formel.

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

Figur 11.6 viser egenkapitalverdien etter superprofitt fra drift-modellen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
Netto driftsresultat	3 239 438	3 128 371	2 974 359	2 835 556	2 706 667	2 650 992	2 575 432	2 479 956	2 364 818	2 230 557	2 301 935	2 375 597
- Kravet til netto driftsresultat	1 226 200	1 335 487	1 518 744	1 509 837	1 568 997	1 574 655	1 568 513	1 640 958	1 710 858	1 786 455	1 853 886	1 913 210
= Superprofitt fra drift	2 013 238	1 792 884	1 455 615	1 325 718	1 137 670	1 076 336	1 006 918	838 998	653 960	444 102	448 049	462 387
+ Diskonteringsfaktor	1,050	1,107	1,173	1,241	1,313	1,390	1,471	1,557	1,648	1,744	1,847	1,955
= Nåverdi	1 917 877	1 619 863	1 240 644	1 068 002	866 292	774 392	684 478	538 854	396 825	254 623	242 647	236 531

2018	
Nåverdi fra 2019 til 2028T	9 361 849
+ Balanseført netto driftskapital	24 661 146
+ Horisontverdi	9 627 275
= Verdi av netto driftskapital	43 650 270
- Minoritetsinteresse	15 991 409
- Netto finansiell gjeld	4 476 223
= Egenkapitalverdi	23 182 639
+ Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat pr. aksje	115

Figur 11.6 Virkelig verdi for egenkapitalen ved superprofitt fra drift-modellen

11.3.4 Superprofittvekst fra drift-modellen

Når vi benytter superprofittvekst fra drift-modellen beregnes egenkapitalverdien på den kapitaliserte verdien av netto driftsresultat 2019, addert med nåverdien av framtidig vekst (Penman, 2013). Superprofitten justeres deretter ved diskonteringsrenten. Superprofittvekst fra drift-modellen presenteres i følgende formel.

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

Figur 11.7 viser egenkapitalverdien etter superprofittvekst fra drift-modellen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028T	T+1	T+2
(1+ndk1)*SPDt	-	1 882 030	1 527 991	1 391 636	1 194 237	1 129 854	1 056 984	880 715	686 476	466 184	470 327	485 378
- (1+ndkt)*SPDt-1	-	2 122 731	1 900 544	1 540 020	1 402 568	1 204 070	1 139 188	1 065 735	888 021	692 124	470 163	474 342
+ (1+ndkt)	-	1,054	1,060	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,059	1,059
= Superprofittvekst fra drift	-	228 285	351 448	140 252	196 916	70 123	77 669	174 809	190 419	213 482	155	10 424
+ Diskonteringsfaktor	-	1,050	1,107	1,173	1,241	1,313	1,390	1,471	1,557	1,648	1,744	1,847
= Nåverdi	-	217 472	317 832	119 539	158 636	53 396	55 880	118 831	122 298	129 541	89	5 645

2018	
Nåverdi fra 2020 til T+1	- 1 293 037
Kapitalisert nåverdi	- 26 005 363
Netto driftsresultat 2019	3 239 438
Kapitalisert netto driftsresultat 2019	65 151 083
Horisontverdi	223 975
Kapitalisert horisontverdi	4 504 551
= Verdi netto driftsresultat	43 650 270
- Minoritetsinteresse	15 991 409
- Netto finansiell gjeld	4 476 223
= Egenkapitalverdi	23 182 639
+ Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat pr. aksje	115

Figur 11.7 Virkelig verdi for egenkapitalen ved superprofittveksten fra drift-modellen

11.4 Første verdiestimat og konvergens

I kapittel 11.2 og 11.3 beregnes de to første estimatene på den virkelige verdien til egenkapitalen for AUSS. Disse beregningen er basert på budsjetterte vekter som bør konvergeres. I delkapittel 11.4.1 vil vi presentere et førsteutkast på det endelige verdiestimatet før vi i kapittel 11.4.2 gjennomfører konvergeringsprosessen.

11.4.1 Første verdierestimater

Som det innledningsvis ble nevnt i kapittel 11.1 framkommer de første verdierestimater ved å benytte de budsjetterte verdi vektene. Egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapital gir forskjellige verdierestimater, men de ulike modellene innenfor hver enkelt metode gir sammenfallende verdierestimater. Dette tyder på konsistent bruk, og det er følgelig vektene som må utregnes for å nå et endelig verdierestimater.

Verdierestimateret per aksje framkommer ved å dividere verdierestimateret for egenkapitalen på antall aksjer. Per 31.12.2018 er det ventet at AUSS består av totalt 202 717 374 aksjer, basert på historiske verdier uten større endringer. AUSS eier 893 300 av disse selv. Totalt antall utestående aksjer i AUSS blir følgelig 201 824 074. I figur 11.8 framkommer den gjennomsnittlige verdien av egenkapital som kr 22 054 339 og det gjennomsnittlige verdierestimateret per aksje som kr 109.

	Egenkapitalmetoden		Selskapskapitalmetoden		Gjennomsnitt	
	Verdi EK	Verdi pr. aksje	Verdi EK	Verdi pr. aksje	Verdi EK	Verdi pr. aksje
Fri kontantstrøm modellen	20 926 039	104	23 182 639	115	22 054 339	109
Superprofittmodellen	20 926 039	104	23 182 639	115	22 054 339	109
Superprofittvekstmodellen	20 926 039	104	23 182 639	115	22 054 339	109

Figur 11.8 Oppsummering av første verdierestimater per aksje for AUSS

11.4.2 Konvergens mot endelig estimater

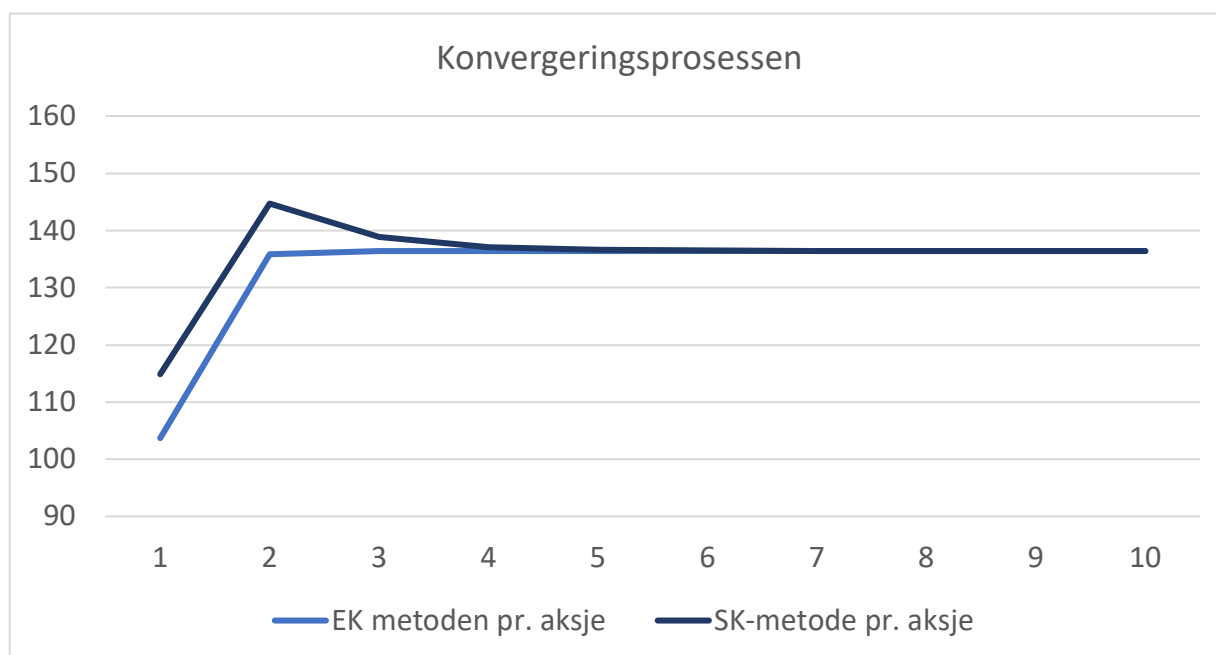
Det første verdierestimateret ble utregnet ved å benytte budsjetterte vektene. Verdierestimateret avviker følgelig fra det virkelige estimateret som benytter virkelige vektene. For å justere dette vil vi gjennomføre en konvergeringsprosess hvor vi stegvis vil oppdatere vektene til virkelig verdi. Dette gjøres ved å følge stegene presentert i figur 11.9:

- Steg 1: Oppdatere vektene med utgangspunkt i den gjennomsnittlige egenkapitalverdien
- Steg 2: Beregne ny gjennomsnittlig egenkapitalverdi basert på de oppdaterte vektene
- Steg 3: Gjenta helt til avvik av verdien av egenkapital etter EK-metode og SK-metode er minimal

Figur 11.9 Stegene i konvergeringsprosessen til endelig verdierestimater

I de foregående delkapittel ble de første verdierestimaterene på egenkapitalen beregnet til kr 20 926 039 og kr 23 182 639 etter henholdsvis egenkapitalmetoden i kapittel 11.2 og selskapskapitalmetoden i kapittel 11.3. Konvergeringsprosessen vil gjennomføres helt til

differansen mellom metodene er minimal. Konvergeringsprosessen illustreres grafisk i figur 11.10.



Figur 11.10 Konvergeringsprosessen

Figur 11.11 presenterer utviklingen til verdiestimatet gjennom konvergeringsprosessen. Figuren presenterer egenkapitalverdien, verdien per aksje og avviket mellom egenkapitalmodellen og selskapskapitalmodellen.

	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metoden	20 926 039	27 406 336	27 523 876	27 531 196	27 532 079	27 532 128	27 532 130	27 532 130	27 532 130	27 532 130
SK-metoden	23 182 639	29 204 319	28 022 724	27 669 234	27 568 142	27 548 046	27 532 248	27 532 130	27 532 130	27 532 130
Gjennomsnitt	22 054 339	28 305 327	27 773 300	27 600 215	27 550 110	27 540 087	27 532 189	27 532 130	27 532 130	27 532 130
EK-metode pr. aksje	103,68	135,79	136,38	136,41	136,42	136,42	136,42	136,42	136,42	136,42
SK-metode pr aksje	114,87	144,70	138,85	137,10	136,59	136,50	136,42	136,42	136,42	136,42
Gjennomsnitt pr. aksje	109,28	140,25	137,61	136,75	136,51	136,46	136,42	136,42	136,42	136,42
Avvik	10,23 %	6,35 %	1,80 %	0,50 %	0,13 %	0,06 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

Figur 11.11 Verdiestimat ved konvergeringsprosessen

Begge modellene ser ut til å undervurdere verdien i steg 1 før selskapskapitalmodellen overvurdere verdien i steg 2. I steg 2 kan det se ut som om egenkapitalmodellen har funnet nivået ved bare å gjøre mindre justeringer i de resterende stegene. Selskapskapitalmodellen benytter de gjenværende stegene til å gradvis nærme seg egenkapitalmodellen før de møtes på en egenkapitalverdi på kr 27 532 130 i steg 8 og holder denne vurderingen ut steg 10. Fordelt på utestående aksjer tilsvarer dette en verdi på kr 136,42 per aksje.

11.5 Vurdering av konvergent verdiestimat

Konvergeringsprosessen ga et konvergent verdiestimat på egenkapitalen til AUSS på 27 532 130 kr. I vurderingen av rimeligheten av verdiestimatet kan en se til ulike forholdstall, herunder pris/bok- og pris/fortjeneste-forholdet. Disse forholdstallene vil kunne gi inntrykk av den framtidige utviklingen av selskapets strategiske fordel.

Vi benytter tommelfingerregelen omtalt av Palepu, Healy & Peek (2013) for pris/bok-forholdet. Denne tilsier at i de tilfeller forholdstallet overstiger 1 kan en forvente at selskapet evner å generere framtidige merverdier knyttet til sine eiendeler. Forholdstall med en verdi over 1 gir altså en indikator om en superprofitt. For AUSS tilsier det fundamentale pris/bok-forholdet (beregnet til 2,81) at det foreligger en forventning om en strategisk fordel i framtiden. Vi benytter verdiestimatet på egenkapitalen og den bokførte verdien fra 2018T i følgende formel:

$$\frac{\textit{Pris}}{\textit{Bokført verdi}} = \frac{27\,532\,130}{9\,784\,441} \approx 2,81$$

Den strategiske regnskapsanalysen i kapittel 8 avdekket en strategisk fordel knyttet til bransjefordelen. Det er følgelig bransjefordelen som er ventet å gi AUSS merverdier. Den strategiske fordelen er ventet å avta mot «steady state».

Enda et forholdstall kan benyttes for å vurdere rimeligheten knyttet til verdiestimatet, nemlig pris/fortjeneste-forholdet. Sammenlignes det fundamentale pris/fortjeneste-forholdet med det «normale» forholdet kan en danne seg en forventning om utviklingen knyttet til selskapets framtidige superprofitt (Palepu, et al., 2013). Det «normale» forholdet er én dividert med egenkapitalkravet. Dette forholdet er for AUSS 28,57 i 2018T. Det fundamentale pris/fortjeneste forhold er:

$$\frac{\textit{Pris}}{\textit{Fortjeneste}} = \frac{27\,532\,130}{1\,035\,626} \approx 26,58$$

AUSS sitt fundamentale pris/fortjeneste-forhold er marginalt lavere enn det «normale» forholdet. Dette gir at superprofitt til selskapet vil være fallende i framtiden. Dett er i tråd med selskapets superprofitt presentert både i figur 11.2 og figur 11.6.

11.6 Usikkerhet

Verdiestimatet for AUSS er et punkttestimat. Dette innebærer at verdiestimatet er beregnet på forventet utvikling i de ulike budsjettdriverene (Kaldestad & Møller, 2016). Det vil alltid være en usikkerhet rundt disse estimerte budsjettdriverene da informasjonen de er basert på fremdeles kan endre seg for framtiden. Dersom denne informasjonen endres vil også verdiestimatet endre seg (Palepu, et al., 2013). De faktorer som er mest utsatt for endring som vil gå utover verdiestimatet er driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og budsjettdriverene til avkastningskravene. Finansieringsfordelen vil ikke påvirkes da den er forutsatt til å være 0, noe som er rimelig basert på historisk og framtidig markedskonkurranse. Den strategiske analysen i kapittel 5.5 vil også representere et usikkerhetsmoment da denne ikke ble justert for målefeil, noe som kan ha ført til at målefeil ble framskrevet i framtidsregnskapet. Vi skal derfor se hvordan slik usikkerhet påvirker verdiestimatet, dette innebærer en analyse av konkursrisiko i kapittel 11.5.1, en simuleringsanalyse i kapittel 11.5.2 og en sensitivitetsanalyse i kapittel 11.5.3.

11.6.1 Analyse av konkursrisiko

Vi kan ta hensyn til konkursrisikoen ved to metoder, innregne sannsynligheten for å gå konkurs i framtidsregnskapet, eller håndtere konkursrisikoen separat ved å forutsette fortsatt drift for framtidsregnskapet (Knivsflå, 2018). Framtidsregnskapet i kapittel 9.5 bygger på forutsetningen om fortsatt drift. Vi må derfor innregne konkursrisikoen direkte i vårt estimat da denne er undervurdert. Verdiestimatet med konkursrisiko beregnes med følgende formel (Knivsflå, 2018).

$$\text{Verdiestimat pr. aksje} = (1 - p) \cdot FVEK + p \cdot LVEK$$

p = sannsynlighet for konkurs i framtida,
 $FVEK$ = fundamentalverdi av egenkapital ved fortsatt drift,
 $LVEK$ = likvidasjonsverdi (nåverdi av egenkapital)

Siden en konkurs ofte fører til rask realisering av eiendelene til en forholdsvis lav pris gjør dette at eiendelene ofte ikke er nok til å dekke over kravene. Dette fører til at eierne sitter igjen med 0 verdi av egenkapitalen etter en konkurs. Likvidasjonsverdien estimeres derfor til 0. I forbindelse med den syntetiske rating i kapittel 6.3 er konkursrisikoen beregnet til karakter A ved 0,08% sannsynlighet for konkurs gjennom hele analyseperioden. Ved

framtidsberegningen for syntetisk rating i kapittel 10.1.6.1 fortsetter karakter A, men i 2021 er denne estimert til å reduseres til karakter BBB og en konkursrisiko på 0,26% for resten av budsjettperioden. Gjennomsnittet for både analyseperioden og budsjettperioden gir en konkursrisiko på 0,16%.

$$\text{Verdiestimat pr. aksje} = (1 - 0,0016) \cdot 136,42 + 0,0016 \cdot 0 = 136,20$$

Verdiestimatet pr. aksje beregnes til å være 136,20 kr etter justering for konkursrisiko. I det videre er det dette verdiestimatet vi vil benytte.

11.6.2 Simuleringsanalyse

Ved gjennomføring av en simuleringsanalyse ønsker en å synliggjøre usikkerhet i verdiestimatet ved å gjøre de kritiske budsjett- og verdidriverne om til usikre, stokastiske variabler (Damodaran, 2012). Dette vil produsere en fordeling av verdiestimatet i stedet for et punkttestimat og synliggjøre usikkerheten rundt disse punkttestimatene. Simuleringsanalysen gjennomføres i tilleggsprogramvaren Oracle Crystal Ball i Excel.

11.6.2.1 Forutsetninger

De variabler som har signifikant innvirkning på verdiestimatet vil være av interesse i en simuleringsanalyse (Damodaran, 2012). Det vil gjennomføres en simulering av budsjettdriverene for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Dette fordi det er disse budsjettdriverene som er ventet å være mest utslagsgivende for verdiestimatet.

Den første forutsetningen under simuleringsanalysen er å beregne standardavviket for de ulike budsjettdriverene (Damodaran, 2012). De historiske regnskapstallene danner grunnlag for standardavviket på kort sikt, dette er vist i figur 11.12.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018T	σ AUSS	σ Bransjen
Driftsinntektsvekst	0,140	0,134	0,071	0,240	0,100	0,060	0,024	0,039
Netto driftsmargin	0,114	0,107	0,088	0,142	0,159	0,157	0,011	0,010
Omløpet til netto driftseiendeler	1,012	1,052	1,020	1,119	1,113	1,069	0,007	0,017

Figur 11.12 Budsjettdriverer med tilhørende standardavvik

Av figuren kan en tyde at standardavviket til driftsinntektsveksten, netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendelene til AUSS er henholdsvis 0,024, 0,011 og 0,007.

Økonomisk teori tilsier at veksten blir konstant i budsjetthorisonten (Damodaran, 2012). Dette medfører et standardavvik på lang sikt som er betydelig lavere enn standardavviket på mellomlang sikt. Dette motvirkes ved å skalere opp standardavviket på mellomlang sikt, med 1,2 i budsjettpunkt 2 (år 2021) og med 1,5 i budsjettpunkt 3 (år 2023). Standardavviket i «steady state», budsjettpunkt 4 (år 2028T), er betydelig lavere enn standardavviket på mellomlang sikt (år 2023).

Sannsynlighetsfordelingen til de ulike variablene må avgjøres ved simuleringprosessen (Damodaran, 2012). Vi forutsetter at budsjettdriverene er normalfordelte i alle budsjettpunktene, bortsett fra driftsinntektsveksten og netto driftsmarginen i «steady state». Dette kommer av at driftsinntektsveksten ikke kan overstige den generelle veksten i verdensøkonomien på lang sikt. Estimert maksimal vekst er satt til 7% (Knivsflå, 2018). Driftsinntektsveksten forventer vi å være 3,2 % i «steady state», noe som gir en uniform sannsynlighetsfordeling der denne varierer mellom 2,7% og 3,7%. Fordelingen tilfredsstiller dermed den omtalte begrensningen. Netto driftsmarginen bygger på de samme forutsetninger. Denne har en uniform sannsynlighetsfordeling mellom 0,058 og 0,078 i «steady state». Figur 11.13 presenterer forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin.

Driftsinntektsvekst	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2019)	0,050	0,024	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2021)	0,030	0,029	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2023)	0,050	0,037	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (2028T)	0,032	U[0,027; 0,037]	Uniformt fordelt

Omløpet til netto driftseiendeler	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2019)	0,980	0,007	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2021)	1,000	0,009	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2023)	1,100	0,011	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	1,072	0,007	Normalfordelt

Netto driftsmargin	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2019)	0,140	0,011	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2021)	0,120	0,013	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2023)	0,100	0,016	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 (steady state)	0,068	U[0,058; 0,078]	Uniformt fordelt

Figur 11.13 Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler

Nå som forutsetningene for driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er satt er det hensiktsmessig å gjøre noen av de finansielle verdidriverne stokastiske (Damodaran, 2012). Variablene settes stokastiske da det er knyttet usikkerhet til hvilken verdi variablene vil få. De finansielle driverene som påvirker avkastningskravet er her aktuelle. Dette gjelder den risikofrie renten ved 3 mnd. NIBOR-rente, markedsrisikopremien, egenkapitalbetaen og finansiell gjeldsdel. Alle driverne utenom egenkapitalbetaen gjøres stokastiske og tildeles en uniform fordeling. For egenkapitalbetaen benyttes inngående beta fra 2017 som er normalfordelt. I figur 11.14 presenteres forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for de omtalte finansielle verdidriverne.

	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
NIBOR-rente (steady state)	0,029	U[0,024; 0,034]	Uniformt fordelt
Marknadsrisikopremie (steady state)	0,050	U[0,045; 0,055]	Uniformt fordelt
Eigenkapitalbeta (2018T)	0,418	0,023	Normalfordelt
Finansiell gjeldsdel (steady state)	0,500	U[0,473; 0,527]	Uniformt fordelt

Figur 11.14 Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for finansielle verdidrivere

Damodaran (2012) argumenterer for at egenkapitalkravet vil være høyere enn egenkapitalveksten i «steady state». Vi legger denne forutsetning til grunn og følgelig vil de trekninger som gir vekst lik eller større enn kravet elimineres.

11.6.2.2 Korrelasjon

Før simuleringsanalysen kan gjennomføres må vi kontrollere de ulike variablene for korrelasjon (Damodaran, 2012). Dette kan være i form av både negativ og positiv korrelasjon. AUSS sin netto driftsmargin korrelerer positivt med omløpet til netto driftseiendeler. Korrelasjonen i analyseperioden er 0,7. Selskaper med høy netto driftsmargin har vanligvis lavt omløp til netto driftseiendeler (Penman, 2013). Vi forutsetter derfor en korrelasjon på -0,1 for framtiden.

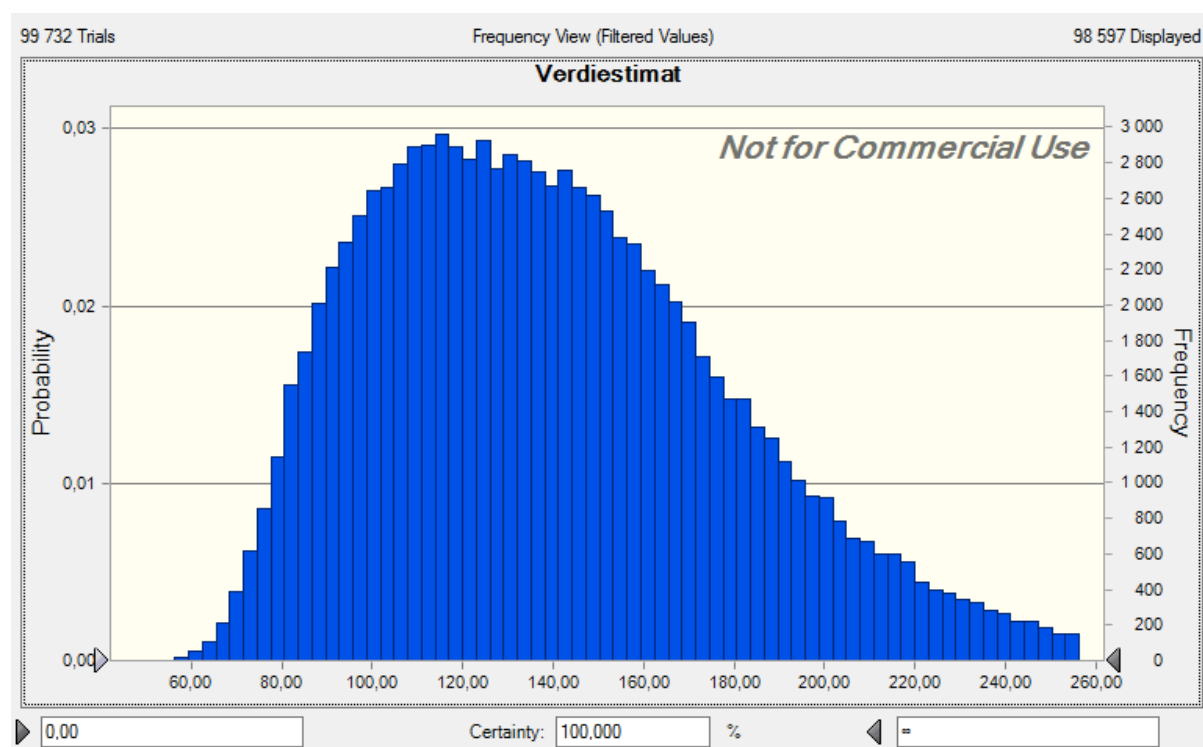
Korrelasjonen mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien for AUSS har historisk vært -0,57. Det forutsettes at dersom den økonomiske veksten er høy vil kravet også være høyt ettersom alternativkostnaden for kapitalbruk er høy (Knivsflå, 2018). Simuleringen bygger på en korrelasjon på 0,10 mellom driftsinntektsvekst og markedsrisikopremien i «steady state». Dette kommer av at markedsrisikopremien er en viktig del av avkastningskravet. En vil på denne måte ta høyde for en forutsetning om at høy økonomisk

vekst vil gi et høyere krav ved å sette en positiv korrelasjon mellom markedsrisikopremien og driftsinntekten.

Virksomheter med høy netto driftsmargin kan ta høyere finansiell risiko, altså inneha en relativt høyere netto finansiell gjeldsdel. Korrelasjonen mellom disse to driverne tas derfor med i simuleringen. Korrelasjonen mellom driverne er basert på historiske vekter som har vært $-0,76$. For fremtiden legges det til grunn en negativ korrelasjon mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel på $-0,2$ i «steady state».

11.6.2.3 Resultat fra Monte Carlo-analysen

Usikkerheten i verdiestimatet i kapittel 11.5.1 analyseres ved hjelp av en Monte Carlo-analyse basert på 100 000 trekninger. For å filtrere bort de mest ekstreme verdiene settes en nedre grense lik null. Dette kommer av at en aksjeverdi lik null tilsier at virksomheten går konkurs. Det settes en øvre grense på kr 300 per aksje, noe som tilsvarer et område rundt det dobbelte av den forventede verdien. Etter filtreringen sitter vi igjen med 99 333 trekninger innenfor begrensningene. Resultatet fra simuleringen følger i figur 11.15.



Figur 11.15 Resultat fra Monte Carlo-simulering basert på 100 000 trekninger

Figuren viser en jevn fordeling med en gjennomsnittlig aksjeverdi på kr 140,52 per aksje, samtidig som verdiene ellers viser en høy fordeling rundt aksjeverdier fra 100 til 150 kr per aksje. I figur 11.16 vises de statistiske verdier simuleringen gir.

Statistiske verdier	
Trails	99 732,00
Base Case	136,20
Mean	140,52
Median	135,35
Mode	---
Standard Deviation	41,34
Variance	1 709,13
Skewness	0,72
Kurtosis	3,36
Coeff. Of Variation	0,29
Minimum	47,25
Maximum	299,99
Mean Std. Error	0,13
Filtered Values	268,00

Figur 11.16 Statistisk data fra Monte Carlo-simulering

Av figuren følger en gjennomsnittlig aksjeverdi på kr 140,52 per aksje og en median på kr 135,35 per aksje. Disse verdiene ligger helt i området rundt det endelige verdiestimatet på kr 136,20 per aksje. Variasjonskoeffisienten i simuleringanalysen er gitt ved 29%. Denne sier noe om det årlige prosentvise standardavviket til verdiestimatet sammenlignet med det gjennomsnittlige verdiestimatet.

11.6.2.4 Tolkning av variasjon i verdiestimatet

Figur 11.17 oppsummerer de budsjett- og verdidrivere med mest innflytelse på verdiestimatet gjennom Monte Carlo-simuleringen og illustrerer hvilke av disse som kan tilskrives mest variasjon knyttet til verdiestimatet.

Variasjon ved kritiske faktorer		
Netto driftsmargin	2028T	65,8 %
NIBOR	2028T	-13,2 %
Driftsinntektsvekst	2028T	6,3 %
Driftsinntektsvekst	2023	4,0 %
Markedsrisikodel	2028T	-2,2 %
Egenkapital Beta	2018T	-2,1 %
Finansiell gjeldsdel	2028T	-1,9 %
Netto driftsmargin	2023	1,9 %
Driftsinntektsvekst	2021	1,0 %
Driftsinntektsvekst	2019	0,6 %

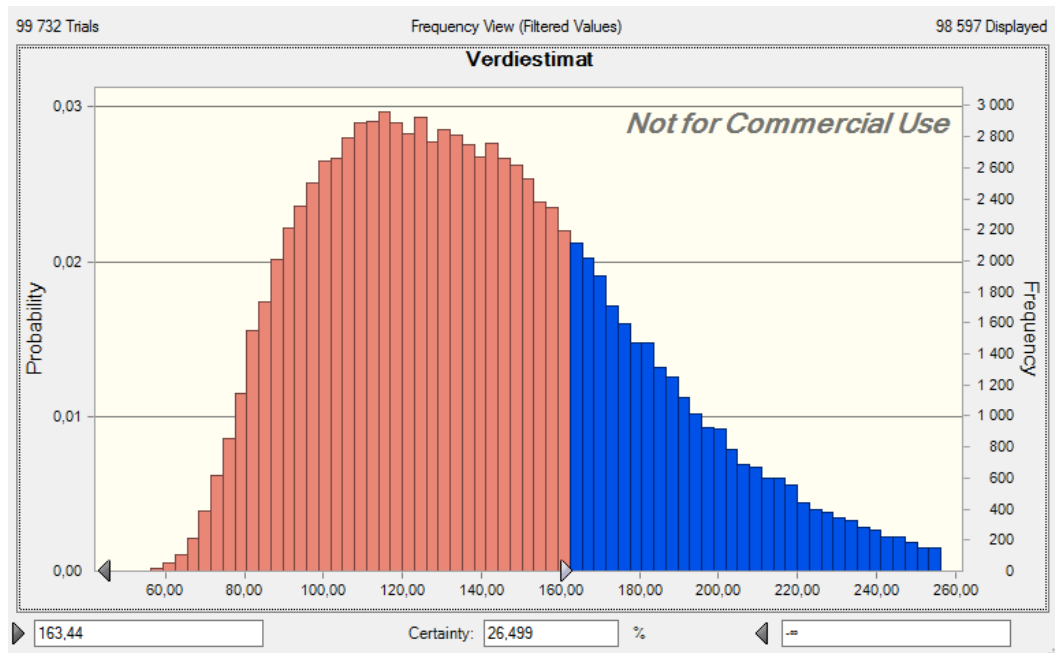
Figur 11.17 Oversikt over kritiske faktorer som forklarer variasjon i verdiestimatet

Oversikten gir at det er netto driftsmargin i «steady state» som påvirker variasjonen i størst grad. Dette med hele 65,8%. Det gir at verdiestimatet i stor grad er avhengig av at AUSS opprettholder en driftsmargin i henhold til budsjettet i kapittel 9.4.2. Dette er et budsjett punkt det skal være godt mulig å opprettholde da den er budsjettert lavere enn den har vært. NIBOR-renten har også en viss påvirkning på variasjonen, her med -13,2%. NIBOR-renten bygger som kjent på styringsrenten som for tiden framstår usikker. Det er ventet at den vil stige, men med hvor mye? Vi har budsjettert NIBOR-rente i henhold til Norges bank sine prognoser. Dette er de faktorene som har klart størst påvirkning på verdiestimatet.

Den strategiske analysen i kapittel 4 gav grobunn for en moderat utvikling i bransjen på mellomlang sikt. Basert på dette og de historiske beregningene med en positiv utvikling i overnevnte punkter mener vi resultatet og endelig verdiestimat er et realistisk anslag for framtiden.

11.6.2.5 Oppsidepotensial og nedsiderisiko

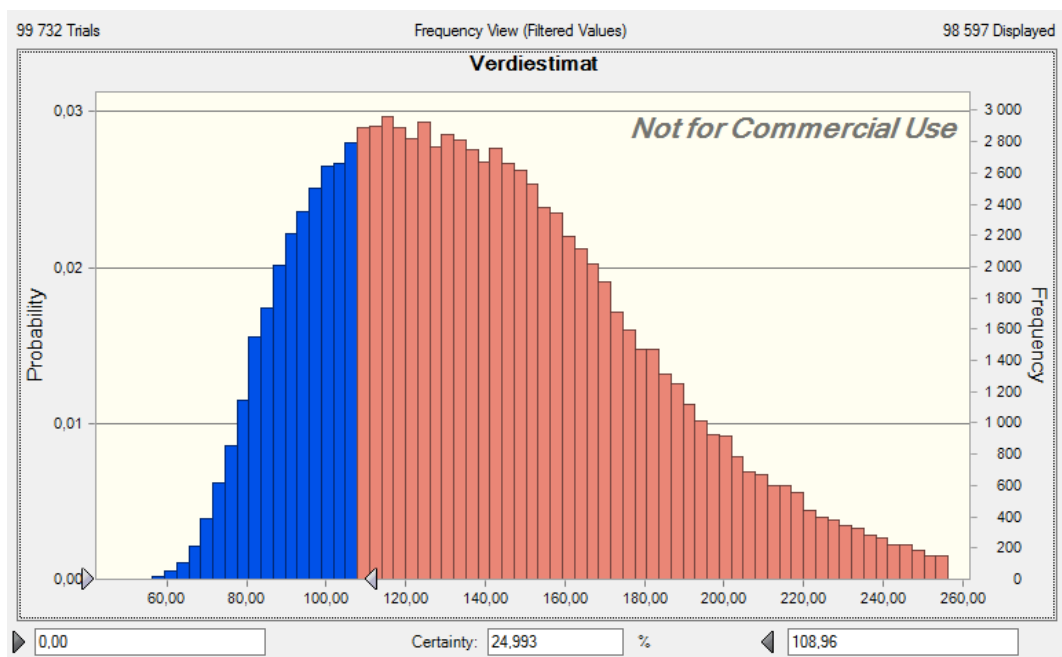
Aksjeverdiens oppsidepotensial eller nedsiderisiko gir informasjon om sannsynligheten for at verdiestimatet skal ligge over eller under en bestemt verdi. Ved å sette grenseverdien til 120%, altså 20% høyere enn det endelige verdiestimatet på kr 136,20 per aksje framkommer verdiestimatets oppsidepotensial. Den nedre grensen for verdiestimatet er 163,44 kr per aksje. Dette vises i figur 11.18.



Figur 11.18 Oppsidepotensial for verdiestimatet

Det framkommer i figuren at sannsynligheten for at aksjeverdien er høyere enn 163,44 kr per aksje er 26,499%. Det gir et godt oppsidepotensial for verdiestimatet til AUSS.

Ved å sette grenseverdien til 80%, altså 20% lavere enn det endelige verdiestimatet på kr 136,20 per aksje framkommer nedsiderisikoen knyttet til verdiestimatet. Den øvre grensen for verdiestimatet er kr 108,96 per aksje. Dette vises i figur 11.19.



Figur 11.19 Nedsiderisiko for verdiestimatet

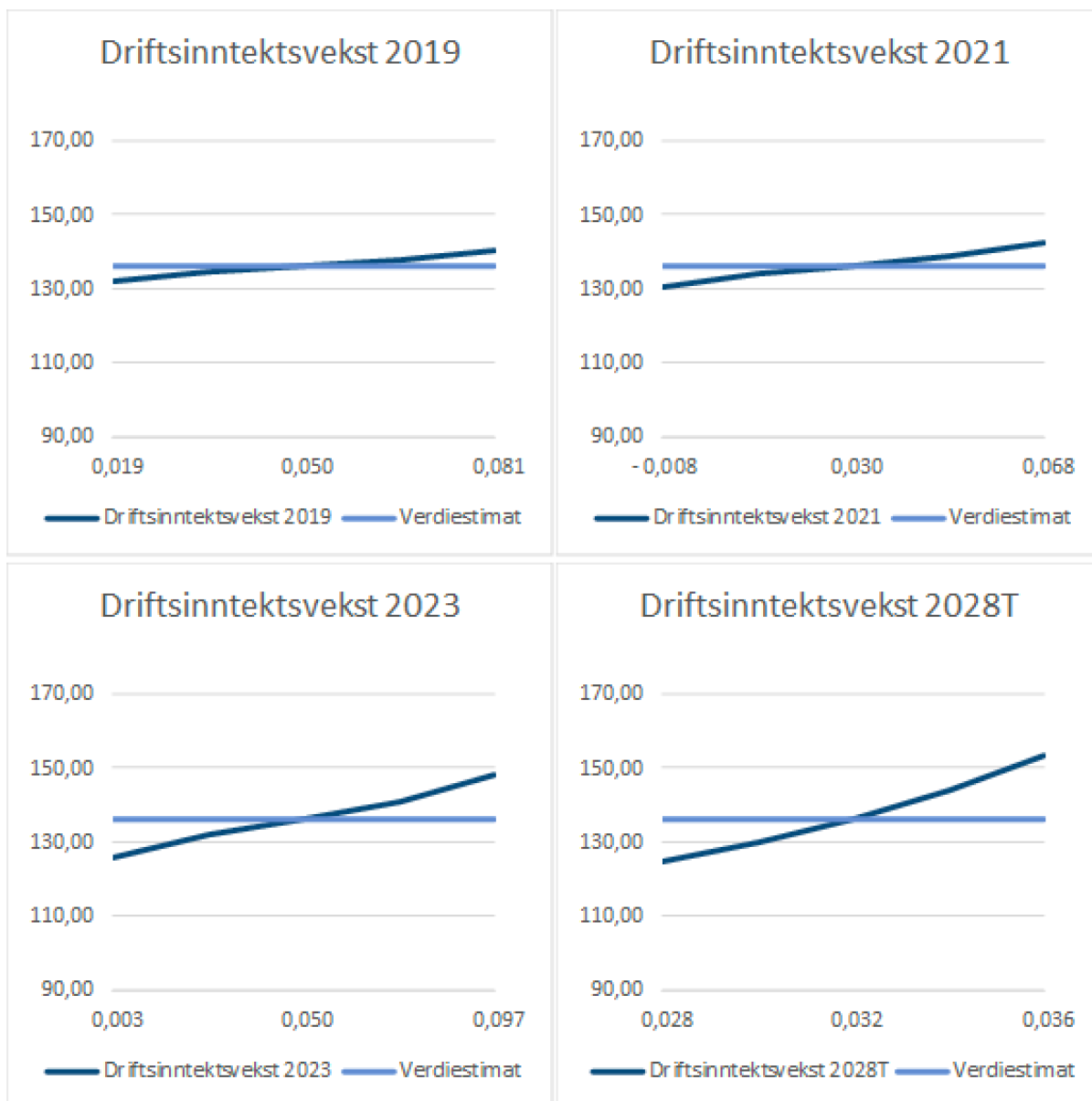
Det framkommer i figuren at sannsynligheten for at aksjeverdien er lavere enn kr 115,62 per aksje er 24,993%. Det er dermed marginalt litt større sannsynlighet knyttet til estimatets oppsidepotensial enn nedsiderisiko. Verdiestimatets oppsidepotensial og nedsiderisiko ender med en sannsynlighet på henholdsvis 26,499% og 24,993%, noe som kan tilsi at verdiestimatet er godt plassert i midten og kan virke fornuftig.

11.6.3 Sensitivitetsanalyse

Vi skal nå gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å vurdere usikkerheten i verdiestimatet. Vi skal se på de mest kritiske budsjettdriverene for å vurdere deres påvirkning av det endelige estimatet (Petersen, et al., 2017). Budsjettdriverene og verdidriverne analyseres her hver for seg. Kritikken til denne analyseformen vil dermed være at en ikke tar hensyn til den historiske samvariasjonen mellom driverene (Knivsflå, 2018). Med unntak av dette vil sensitivitetsanalysen uansett gi god innsikt i de enkelte drivernes påvirkning på verdiestimatet. Sensitivitetsanalysen gjennomføres også ved hjelp av Oracle Crystal Ball i Excel, her vil budsjettdriverene for driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler netto driftsmargin og de finansielle driverne for risikofri rente og egenkapitalbeta analyseres. Disse er valgt ut fordi de anses å være de mest kritiske driverne som var avgjørende for framtidsregnskapet og følgelig kontantstrømmen fra driften i kapittel 9.5. I de videre delkapitlene tar vi for oss hver enkelt driver med fokus på de fastsatte budsjettpunktene, 2019, 2021, 2023 og 2028T. De finansielle driverne ved risikofri rente og egenkapitalbeta gir stor påvirkning til verdiestimatet gjennom avkastningskravene i «steady state», disse blir derfor analysert nærmere i kapittel 11.5.3.4 og 11.5.3.5

11.6.3.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten påvirker verdiestimatet, dette illustreres i figur 11.7. Her vises utviklingen av påvirkningen driftsinntektsveksten kan gjøre i budsjettpunktene.

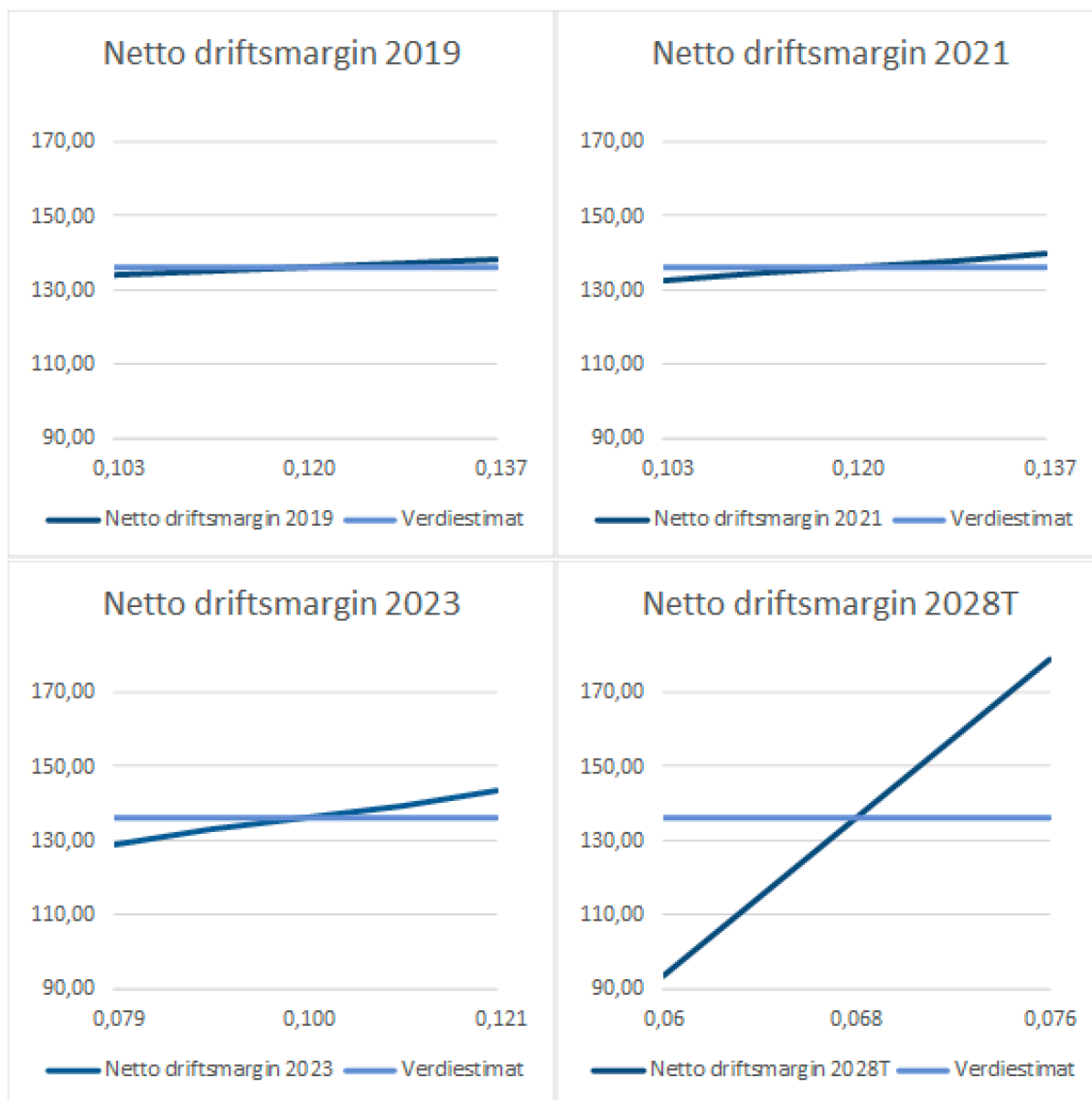


Figur 11.20 Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsveksten i budsjettperioden

Vi ser av figuren at driftsinntektsveksten får mer og mer å si for verdiestimatet utover i budsjettperioden. Den største påvirkningen av driftsinntektsveksten vises derfor i «steady state» der en økt driftsinntektsvekst til 3,6% vil føre aksjeverdien opp til kr 153,63 per aksje.

11.6.3.2 Netto driftsmargin

En rimelig forventning til netto driftsmargin er at denne vil gi størst påvirkning på verdiestimatet (Penman, 2013). Figur 11.9 viser netto driftsmargin sin påvirkning på verdiestimatet gjennom budsjettpunktene.

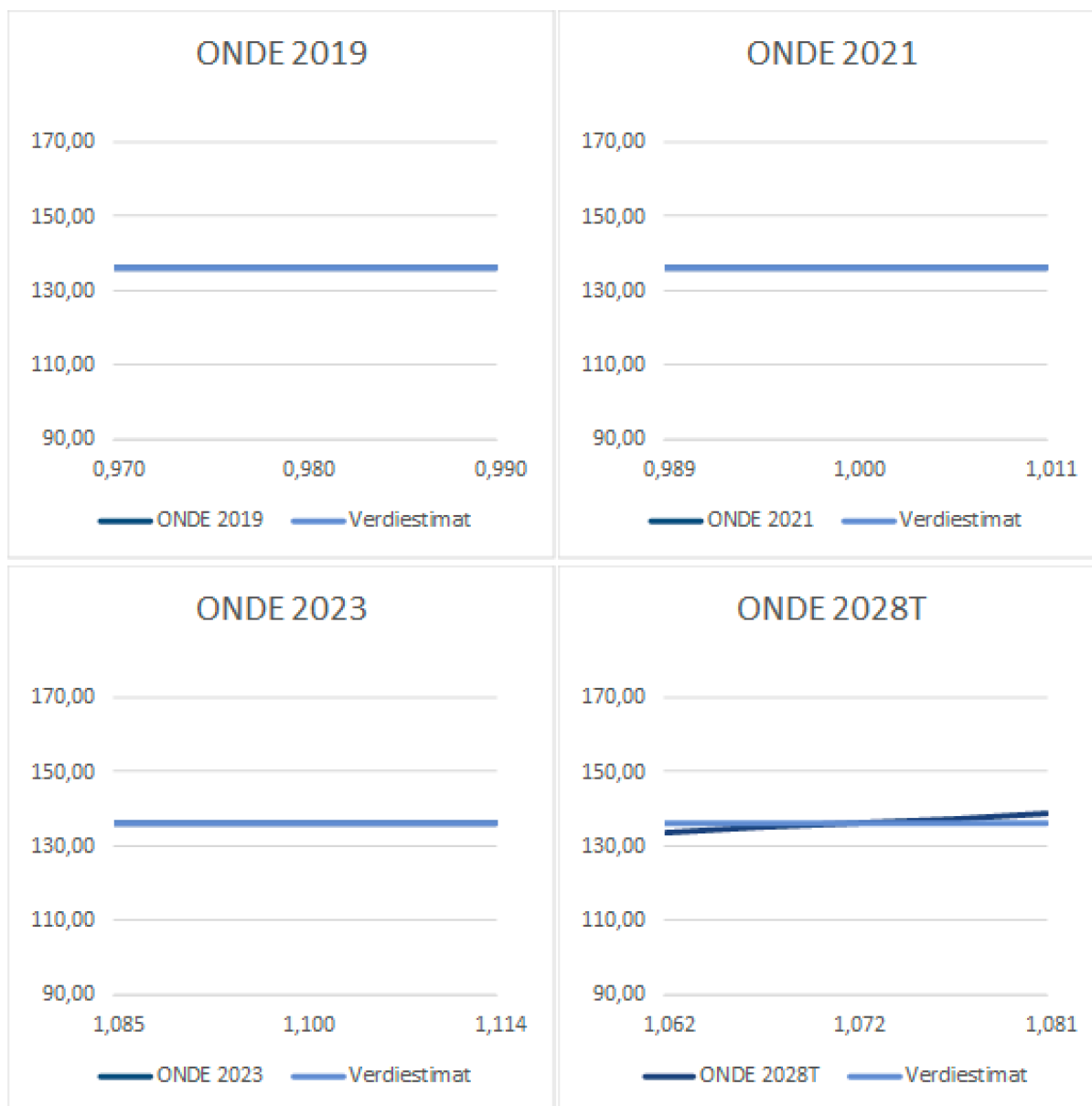


Figur 11.21 Sensitivitetsanalyse for netto driftsmargin i budsjettperioden

Vi merker oss en lik utvikling, som vi så for driftsinntektsveksten, for netto driftsmargin hvor «steady state» har større påvirkning på verdiestimatet enn tidligere år i budsjettperioden. Dersom netto driftsmargin økes til 7,6% i «steady state» vil aksjeverdien stige til kr 178,83 per aksje. Dette er i tråd med resultatene fra kapittel 11.6.2.4. hvor vi så netto driftsmargin i steady state er det budsjettpunktet med mest påvirkningskraft for verdiestimatet, med hele 65,80%. Dette svarer dermed til det budsjettpunktet som vil ha størst usikkerhet ved seg ettersom punktet er i stand til å endre verdiestimatet stort.

11.6.3.3 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler avgjør netto driftseiendeler og påvirker dermed driftsrentabiliteten og videre verdiestimatet. Figur 11.8 illustrerer påvirkningen gjennom budsjettpunktene.



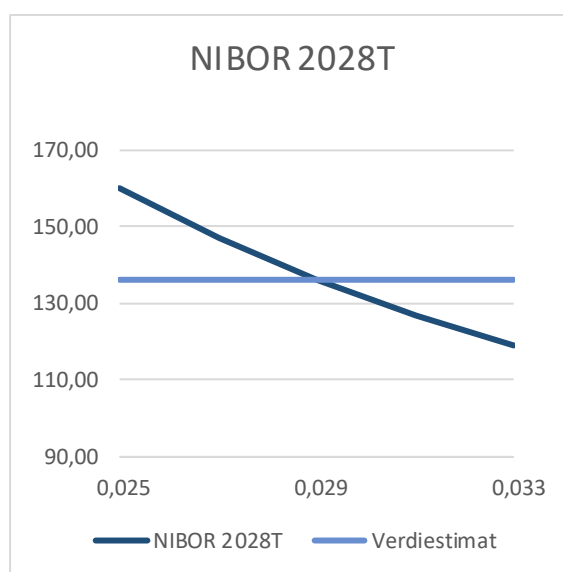
Figur 11.22 Sensitivitetsanalyse for omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperioden

Sensitivitetsanalysen av omløpet til netto driftseiendeler gir etter forholdene en lav påvirkning av verdiestimatet gjennom budsjettperioden. Dette ser vi av figuren hvor endringen omtrent ikke er merkbar i 2019, 2021 og 2023. I «steady state» kan vi tydeligere se endringen dersom onde her øker til 1,081 vil verdiestimatet øke til kr 138,78 og tilsvarende

dersom onde synker til 1,062 vil verdien synke til kr 133,58. Dette tyder på at onde har en viss påvirkningskraft, men ikke i like stor grad som vi så at netto driftsmargin hadde.

11.6.3.4 Risikofri rente

Risikofri rente påvirker avkastningskravet. Vi vil derfor se nærmere på påvirkningskraften den risikofrie renten har på verdiestimatet i «steady state». Vi antar at det er NIBOR-renten som påvirker den risikofrie renten og benytter derfor en 3 måneders NIBOR-rente i horisonten for å vise endringene i verdiestimatet. Endringene er illustrert i figur 11.10.

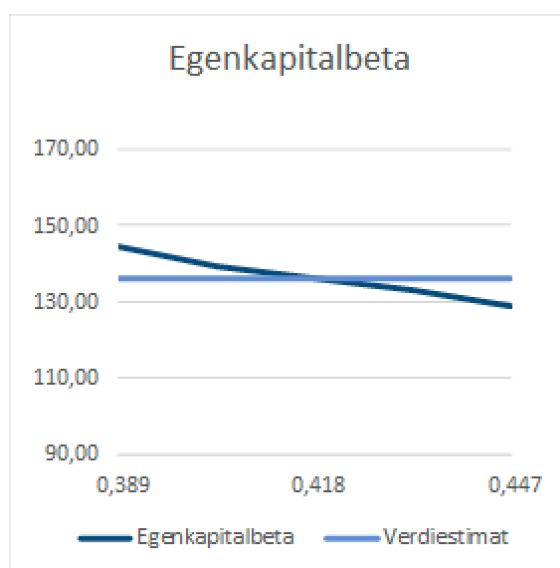


Figur 11.23 Sensitivitetsanalyse for NIBOR-renten i "steady state"

Vi ser av figuren at den risikofrie renten i «steady state» har en markant påvirkningskraft av verdiestimatet i begge retninger. Dersom NIBOR-renten stiger til 3,3% i budsjett horisonten vil verdiestimatet reduseres til kr 118,73. Dersom NIBOR-renten synker til 2,5% vil verdiestimatet stige til kr 160,00.

11.6.3.5 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen gir en pekepinn på aksjen sin risiko sammenlignet med markedet. Risikoen og egenkapitalbetaen påvirker deretter egenkapitalkravet og videre driftskravet. Figur 11.11 viser egenkapitalbetaen sin påvirkning av verdiestimatet i «steady state».



Figur 11.24 Sensitivitetsanalyse for egenkapitalbetaen i "steady state"

Vi ser av figuren at også egenkapitalbetaen er godt i stand til å endre verdiestimatet. Dersom egenkapitalbetaen for «steady state» stiger til 0,447 vil verdiestimatet synke til kr 128,90 pr. aksje og tilsvarende om betaen synker til 0,389 vil verdiestimatet stige til kr 144,61 pr. aksje. Lavere beta gir høyere verdiestimat kommer av at betaen er et mål på risiko, derav lavere risiko gir høyere verdi.

11.7 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

Vi har nå gjennomført en fundamental verdivurdering av AUSS. Verdivurderingen er basert på det budsjetterte framtidsregnskapet i kapittel 9.5 i sammenheng med framtidskravene fra kapittel 10. Den fundamentale verdivurderingen ble beregnet med en egenkapitalmetode og en selskapskapitalmetode som hver for seg ga to ulike verdiestimater. Disse metodene beregnet nåverdi av egenkapitalen til selskapet. Verdiestimatene ble så benyttet i en konvergeringsprosess over ti steg som gradvis førte estimatene nærmer hverandre ved å oppdatere vektene til verdibaserte vekter. Konvergeringsprosessen resulterte i en egenkapitalverdi på kr 27 532 130 som fordelt på hver enkelt utestående aksje gir en aksjekurs på kr 136,42. Det første verdiestimatet ble så tillagt en konkurrisiko. Dette fordi konkurrisikoen ikke tidligere var inkludert i de budsjetterte verdidriverne på estimatet. Konkurrisikoen reduserte verdiestimatet til kr 136,20 pr. utestående aksje. Vi benyttet det fundamentale pris/bok-forholdet og det fundamentale pris/fortjeneste-forholdet for å vurdere rimeligheten av verdiestimatet.

Verdiestimatet inneholder fremdeles en del usikkerhet da estimatet bygger på estimerte budsjettpunkter som medbringer en del usikkerhet til verdiestimatet. Vi benyttet dermed programvaren Oracle Crystal Bal for å gjennomføre en Monte Carlo-analyse som en form for simuleringsanalyse. Her ble det avdekket en variasjonskoeffisient på 29% som sier noe om den resterende usikkerheten i verdiestimatet. Analysen tilsier at netto driftsmargin for «steady state» var det budsjettpunktet som ville gi størst påvirkning for framtidig verdi for selskapet. Det vil altså være dette budsjettpunktet det er knyttet mest usikkerhet til for verdiestimatet framover med en variasjon til verdien med 65,80%. Avslutningsvis benyttet vi også en sensitivitetsanalyse som viste at netto driftsmargin, NIBOR-renten og driftsinntektsveksten i «steady state» er de mest kritiske budsjettpunktene. Verdiestimatet inneholder en konkursrisiko, men det presiseres at verdiestimatet fremdeles inneholder usikkerhet som belyst i kapitlet.

Det endelige fundamentale verdiestimatet av de utestående aksjene til AUSS pr. 31.12.18 er kr 136,20.

12 Supplerende verdsettelse

I kapittel 3 ble fundamental verdsettelse valgt som hovedmetode. Verdiestimatet og den store usikkerheten knyttet til dette framgikk av kapittel 11. Det anses derfor som hensiktsmessig å tilføre en supplerende verdsettelsesmetode for å understøtte verdiestimatet. Som supplerende verdsettelse benyttes komparativ verdivurdering som det i kapittel 3 ble argumentert for som «benchmark»-metoden til den fundamentale verdivurderingen.

12.1 Komparativ verdivurdering

Den komparative verdivurderingen har en såkalt markedsbasert tilnærming da verdiestimatet baserer seg på betalingsviljen til markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Ved komparativ verdivurdering benyttes egenkapitalen eller selskapskapitalen til selskaper innen samme virksomhetsområde som sammenligningsgrunnlag for selskapets egenkapital eller selskapskapital (Palepu, et al., 2013). Det ble argumentert for benyttelse av multiplikatormodellen kontra substansverdimodellen i kapittel 3. Det er multiplikatormodellen som omtales i det videre.

Den komparative verdivurderingen vil gi innsikt i hvilke selskap markedet mener er strategisk posisjonert til å skape merverdier utover det konkurrentene skaper (Koller, et al.,

2015). Multiplikatormodellen vil altså verdsette selskapet ut ifra prisene på de komparative selskapene.

Det finnes både fordeler og ulemper knyttet til bruken av multiplikatormodellen. Den er både enkel å bruke og lite tidkrevende (Kaldestad & Møller, 2016). Samtidig kan det være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper, da verdsettelsen bygger på implisitte forutsetninger (Kaldestad & Møller, 2016). Forutsetningene knytter seg til faktorer som lønnsomhet, vekst, risiko og størrelse på selskapet. Da selskapene er fundamentalt særegne vil de vanskelig la seg kvantifisere og dermed utgjøre en svakhet ved benyttelse av teknikken (Damodaran, 2012). Sett i lys av den fundamentale verddivurderingen som både fanget opp ressursulempen til selskapet og bransjefordelen, vil det med den komparative verddivurderingen være bransjefordelen som i all hovedsak framkommer i verdiestimatet.

Selv om den multiplikator en benytter seg av i stor grad vil fange opp de forhold som foreligger i bransjen er det likevel utfordrende å finne riktig multiplikator. Verdsettelsen vil avhenge av sammenligningsgrunnlaget og følgelig kan verdiestimatet være avhengig av den som utfører analysen (Damodaran, 2012). De markedsforhold som ligger til grunn vil også påvirke verdiestimatet og kunne avvike stort fra det estimat som framkom ved den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Hvis det er knyttet altfor sterk optimisme til de markedsforhold som foreligger vil den komparative verddivurderingen gi et altfor høyt verdiestimat, og motsatt ved et for pessimistisk anslag av markedsforholdene (Damodaran, 2012).

Verdiestimatet etter multiplikatormodellen kan framgå direkte, ved benyttelse av egenkapitalmetoden, eller indirekte, ved benyttelse av selskapskapitalmetoden. Det er multiplene knyttet til de ulike metodene som er forskjellige. Etter egenkapitalmetoden beregnes en multiplikator på egenkapital multiplisert med en basis, imens en etter selskapskapitalmetoden benytter en multiplikator på selskapskapital multiplisert med en basis for så å korrigere for selskapets gjeld. Selskapsmetoden gir det beste verdiestimatet da kapitalstrukturen i selskapet tas hensyn til (Kaldestad & Møller, 2016). Det er selskapsmetoden som vil utledes i det videre. På en mer generell form kan verdsettelsen av egenkapitalen beregnes ved følgende formler:

Egenkapitalmetoden, direkte metode: $VEK = m_k \cdot Basis$

Selskapskapitalmetoden, indirekte metode: $VEK = m_k \cdot Basis - NFG - MI$

Det omgrupperte resultatet, presentert i kapittel 5.5, benyttes for den supplerende verdsettelsen. Disse regnskapstallene er normaliserte og gir, ved konsistent bruk, redusert risiko knyttet til feilkilder og -estimering. Vi benytter oss av samme regnskap for den komparative bransje med den samme bransjevektingen som lå til grunn for de beregninger som ble gjort under den fundamentale verdsettelsen.

Det følger av litteraturen til (Penman, 2013) en stegvis modell for komparativ verdsettelse etter multiplikatormodellen, denne vises i figur 12.1.

Steg 1: Identifiser den komparative bransje

Steg 2: Identifiser og beregn de nødvendige målevariablene som trengs for å finne de ulike multiplikatorene

Steg 3: Beregn et gjennomsnitt (eller median) av de kalkulerede multiplikatorene og multipliser de med målevariablene til den komparative bransje

Figur 12.1 Stegene i komparativ verdsettelse etter multiplikatormodellen (Penman, 2013)

Steg 1, 2 og 3 framgår henholdsvis i delkapittel 12.1.1, 12.1.2 og 12.1.3.

12.1.1 Steg 1: Komparativ bransje

Hva angår det komparative utvalget anses det hensiktsmessig å benytte de samme selskaper som sammenligningsgrunnlag som ble benyttet i den fundamentale verdsettelsen. De komparative selskapene ble omtalt i delkapittel 2.2.6. I det komparative utvalget inngår Marine Harvest, Grieg Seafood, Norway Royal Salmon og SalMar. De komparative selskapene bør være børsnoterte (Damodaran, 2012). Samtlige selskaper er børsnoterte og fører regnskap etter IFRS, og det representerer av denne grunn ingen hinder. Vi tillegger, som i den fundamentale verdsettelsen, AUSS i det komparative utvalget.

12.1.2 Steg 2: Multiplikatorer

Multiplikatormodellen benytter resultat- eller balanseposter som utgangspunkt for så å multiplisere denne basis med en multiplikatorfaktor (Kaldestad & Møller, 2016). Når en leter etter en passende multiplikator med tilhørende regnskapspost er det enkelte føringer det er viktig å ta høyde for. Basisen må være positiv og konsistent med den teller som gis i multiplikatoren. Med dette menes at basisen må reflektere tellerens underliggende

verdidriver. Det bemerkes at multiplikatoren ikke vil være en driver av verdien til selskapet, men et resultat av en observert markedsverdi (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\text{Verdiestimat} = \text{Komparativ multiplikator} \cdot \text{Skaleringsfaktor}$$

$$= \frac{\text{Verdigrunnlag}}{\text{Skaleringsfaktor}} \cdot \text{Skaleringsfaktor}$$

Vi benytter i den supplerende verdsettelsen to komparative multiplikatorer: **EV/EBIT** (*Enterprise Value/Earnings Before Interest and Taxes*) og **EV/EBITDA** (*Enterprise Value/Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*)

De to multiplikatorene er totalkapitalmultiplikatorer, som følger selskapskapitalmetoden, og kjennetegnes ved at telleren i brøken er selskapets totalkapital.

Multiplene estimeres på datagrunnlaget som følger i figur 12.2. Gjennom en observerbar aksjekurs kan markedsverdien av egenkapital beregnes direkte for både AUSS og den komparative bransjen. Markedsverdien til egenkapitalen framkommer som aksjekursen, hentet fra Oslo Børs per 27.11.18, multiplisert med antall utestående aksjer fratrukket selskapets egne aksjer. Antall utestående aksjer er hentet fra den siste utgitte kvartalsrapport (3.kvartal) for alle selskapene. Vi benytter som nevnt regnskapstallene fra det omgrupperte og justerte resultat- og balanseregnskapet fra kapittel 5.5 for å benytte disse i beregningen av multiplene. Virkelig verdi på netto finansiell gjeld forutsettes lik balanseført netto finansiell gjeld. Virkelig verdi på minoritetsinteressene beregnes med en rabatt for minoritetsinteressene på ti prosent, det gir beregning etter formelen:

$$\left(\frac{\text{Verdien av EK}}{\text{balanseført EK}} \right) \cdot (1 - 0,10) \cdot \text{Minoritetsinteresse}$$

	AUSS	Marine Harvest	SalMar	NRS	Grieg Seafood
Aksjekurs per 27.11.18	116,83	198,86	470,00	193,40	110,10
Antall utestående aksjer	201 824	490 168	112 545	43 514	110 412
Verdi av egenkapital	23 579 107	97 474 764	52 896 186	8 415 653	12 156 361
VV Netto finansiell gjeld	4 476 223	12 005 232	1 338 589	608 066	433 341
VV Minoritetsinteresser	22 557 309	69 051	613 738	159 235	105 450
EBITDA	4 932 229	10 189 083	4 419 551	962 895	1 437 052
EBIT	4 003 099	8 711 893	3 931 441	867 079	1 197 311

Figur 12.2 Markedsverdi og nøkkeltall for den komparative bransje

12.1.3 Steg 3: Utregning av multiplikatorer

I dette steget vises de utregnede multiplikatorene for alle virksomhetene som inngår i det komparative grunnlag, og så beregnes et verdiestimat per aksje for AUSS. Vi benytter medianen som den komparative multiplikator.

12.1.3.1 EV/EBITDA

EV/EBITDA-multiplikatoren gir et forholdstall mellom markedsverdien av netto driftskapital og driftsresultatet før renter, skatt, avskrivning og nedskrivning. Denne gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften i virksomheter da multiplikatoren ikke påvirkes av forskjeller knyttet til ulike avskrivningsplaner, renter og goodwill (Kaldestad & Møller, 2016). Likevel er det knyttet en stor ulempe til multiplikatoren da den ikke tar hensyn til selskapenes forskjeller i risiko og investeringsbehov. Formelen til multiplikatoren framgår som følger.

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto finansiell gjeld + minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Den komparative multiplikatoren ($\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}}$) multipliseres med AUSS sitt driftsresultat før avskrivninger for å finne et estimat på selskapsverdien. Selskapsverdien fratrekkes verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene for å finne et estimat på egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen deles på antall utestående aksjer for å gi et estimat per aksje.

Figur 12.3 viser at AUSS har en EV/EBITDA-multiplikator lik 10,26. De komparative selskapene har både høyere og lavere multiplikatorer; SalMar tilskrives den høyeste, imens Grieg Seafood tilskrives den laveste. Vi benytter som nevnt medianen av alle multiplikatorene som vår komparative multiplikator. Dette gir et verdiestimat på kr 116,83 per aksje.

EV/EBITDA-multiplikator	AUSS	Marine Harvest	SalMar	NRS	Grieg Seafood	Median
Markedsverdi EK	23 579 107	97 474 764	52 896 186	8 415 653	12 156 361	
+ VMI	22 557 309	69 051	613 738	159 235	105 450	
+ VNFG	4 476 223	12 005 232	1 338 589	608 066	433 341	
Virkelig verdi NFG + MI	27 033 532	12 074 283	1 952 327	767 301	538 791	
= Enterprise Value	50 612 639	109 549 047	54 848 513	9 182 954	12 695 152	
÷ EBITDA	4 932 229	10 189 083	4 419 551	962 895	1 437 052	
= EV/EBITDA-multiplikator	10,26	10,75	12,41	9,54	8,83	10,26

	AUSS
EV/EBITDA-multiplikator	10,26
• EBITDA	4 932 229
- Virkelig verdi NFG + MI	27 033 532
= Verdi av egenkapital	23 579 107
÷ Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat per aksje	116,83

Figur 12.3 EV/EBITDA-multiplikatorer og tilhørende verdiestimat for AUSS

12.1.3.2 EV/EBIT

EV/EBIT-multiplikatoren gir et forholdstall mellom markedsverdien av netto driftskapital og driftsresultatet før renter og skatt. Denne multiplikatoren vil kunne sammenligne og gi innsikt i den underliggende driften til selskapet, på samme måte som ved EV/EBITDA-multiplikatoren. Da den inkluderer avskrivninger i forholdstallet vil den i større grad ta hensyn til investeringsbehovet enn den førstnevnte multiplikatoren. Dette er klart en fordel i vår vurdering da det i oppdrettsnæringen er snakk om store investeringer og næringen er særdeles kapitalintensiv. Likevel vil ulempen knyttet til den forskjellige regnskapspraksis i forbindelse med avskrivningsprofilene kunne påvirke multiplikatoren. Formelen til multiplikatoren framgår som følger.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansiell gjeld} + \text{minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat før renter og skatt}}$$

Den komparative multiplikatoren ($\frac{EV}{EBIT}$) multipliseres med AUSS sitt driftsresultat før renter og skatt for å finne et estimat på selskapsverdien. Selskapsverdien fratrekkes verdien av netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteressene for å finne et estimat på egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen deles på antall utestående aksjer for å gi et estimat per aksje.

Figur 12.4 viser at AUSS har en EV/EBIT-multiplikator lik 12,64. De komparative selskapene har både høyere og lavere multiplikatorer; SalMar tilskrives den høyeste, og Norway Royal Salmon tilskrives den laveste. Vi benytter også her medianen som vår komparative multiplikator, noe som gir et verdiestimat på kr 115,47 per aksje. Verdiestimatet

per aksje ved bruk av EV/EBIT kontra EV/EBITDA er lavere, dette er en følge av at driften påvirkes av avskrivninger.

EV/EBIT-multiplikator	AUSS	Marine Harvest	SalMar	NRS	Grieg Seafood	Median
Markedsverdi EK	23 579 107	97 474 764	52 896 186	8 415 653	12 156 361	
+ VMI	22 557 309	69 051	613 738	159 235	105 450	
+ VNFG	4 476 223	12 005 232	1 338 589	608 066	433 341	
Virkelig verdi NFG + MI	27 033 532	12 074 283	1 952 327	767 301	538 791	
= Enterprise Value	50 612 639	109 549 047	54 848 513	9 182 954	12 695 152	
÷ EBIT	4 003 099	8 711 893	3 931 441	867 079	1 197 311	
= EV/EBIT-multiplikator	12,64	12,57	13,95	10,59	10,60	12,57

I hele 1000 NOK	AUSS
EV/EBIT-multiplikator	12,57
• EBIT	4 003 099
- Virkelig verdi NFG + MI	27 033 532
= Verdi av egenkapital	23 304 058,87
÷ Antall aksjer	201 824
= Verdiestimat per aksje	115,47

Figur 12.4 EV/EBIT-multiplikatorer og tilhørende verdiestimat for AUSS

12.2 Komparativt verdiestimat og endelig verdiestimat

Vi kan nå beregne det endelige verdiestimatet med utgangspunkt i de to verdiestimatene som framkom i den komparative verdivurderingen.

Vi velger å benytte verdiestimatet fra EV/EBIT-multiplikatoren som vårt komparative verdiestimat da vi mener at denne multiplikatoren i større grad tar hensyn til investeringsbehovet i de ulike selskapene, selv om de begge gir et relativt godt inntrykk av den underliggende driften. Det komparative verdiestimatet vises i figur 12.5.

	EV/EBITDA	EV/EBIT	Komparativt verdiestimat
Verdiestimat	116,83	115,47	115,47

Figur 12.5 Komparativt verdiestimat for AUSS

Sammenholdes verdiestimatet med børskursen per 27.11.18 er det komparative verdiestimatet 1,36 kroner lavere. Den komparative verdsettelsen gir altså en indikator på at aksjekursen til AUSS er overvurdert. Sammenholdes verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen med det fundamentale verdiestimatet ser vi at det komparative verdiestimat er 20,73 kr lavere. I kapittel 12.1 ble det nevnt at den komparative multiplikatormodellen i all vesentlighet kun fanger opp bransjefordelen. Forskjellen mellom det fundamentale og det komparative verdiestimatet kan forklares med at vi er mer optimistiske enn børsen med tanke på framtidsutsiktene til oppdrettsbransjen. Da det foreligger store forskjeller ved de ulike

selskapene som kan ha innvirket på verdiestimatet må en likevel være kritisk i sin vurdering av det komparative verdiestimat.

13 Oppsummering og handlingsstrategi

Denne masterutredning har som formål å fastsette en verdi på Austevoll Seafood ASA sin egenkapital og således et verdiestimat per aksje. Ved å gjennomføre en fundamental verddivurdering og en supplerende, komparativ verddivurdering har vi kommet fram til et verdiestimat på aksjekursen til Austevoll Seafood ASA per 31.12.2018. I den påfølgende del vil vi først oppsummere de funn vi har gjort ved å gjennomføre verddivurderingen, dernest vil vi vekte verdiestimatet for å komme fram til et endelig estimat på aksjekursen i Austevoll Seafood ASA. Helt til slutt presenteres vår anbefalte handlingsstrategi for aksjen.

13.1 Oppsummering og vektning av verdiestimatet

Den strategiske regnskapsanalysen tok utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon og var første ledd i den fundamentale verddivurderingen. Analysen avdekket at AUSS besatt en strategisk fordel på 7,5 prosent over analyseperioden. En stor bransjefordel, hovedsakelig grunnet de høye inngangsbarrierer konsesjonssystemet representerer, tilskrives mye av grunnen til den strategiske fordel. AUSS hadde en marginal ressursulempen over analyseperioden. Dette kan ses i sammenheng med de historisk høye lakseprisene som AUSS på samme måte som sin respektive bransje ikke har dratt nytte av da de har en «sikringsordningen» ved det pelagiske fiske. Vi anslår at ressursulempen snur til en ressursfordel og at den stabiliserer seg på et lavt nivå i framtiden.

Vi utarbeidet deretter et framtidsregnskap med tilhørende -krav for AUSS med utgangspunkt i den strategiske analysen. En framtidsrettet prognose av den framtidige strategiske fordel gir en strategisk fordel i «steady state» på 2,0 prosent. Dette følger av at den historiske ressursulempen går mot et nullnivå på lang sikt og at bransjefordelen blir en varig fordel. Bransjen vil på lang sikt bli mindre lønnsom som følge av lavere etableringsbarrierer og økt konkurranse, hovedsakelig på grunn av teknologiske utviklinger av hav- og landbaserte oppdrettsanlegg. Likevel vil bransjefordelen vedvare da oppdrettsbransjen til vanns vil fortsette å være regulert av konsesjonssystemet.

Det fundamentale verdiestimatet på AUSS sin aksjekurs per 31.12.2018 beregnet vi ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Disse er basert på selskapets framtidsregnskap og

-krav. Verdiestimatet på 136,42 kroner ble justert for en konkurssannsynlighet på 0,16%, og vårt endelige fundamentale verdiestimat endte på 136,20 kroner. Dette gir et pris/bok-forhold på 2,81 noe som indikerer at selskapet besitter merverdier utover den balanseførte egenkapitalen. Dette ligger langt over aksjekursen per 27.11.18 på 116,83 kroner. Det bygger i stor grad på vår optimisme knyttet til både AUSS og oppdrettsbransjen. Simulerings- og sensitivitetsanalysene bekreftet likevel antakelsen med sin del av usikkerhet knyttet til dette verdiestimat.

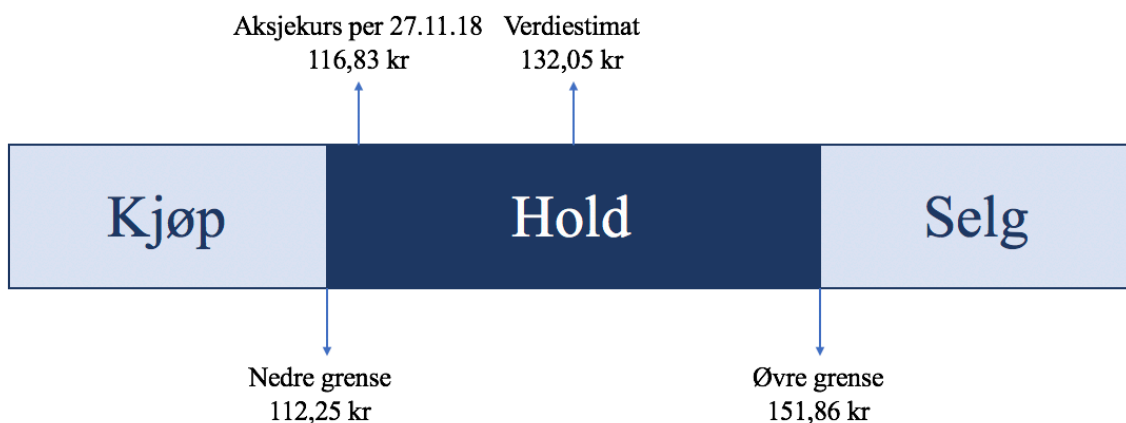
Vi velger å vekte vårt endelige verdiestimat basert på den fundamentale verdsettelsen og den komparative verdsettelsen med henholdsvis 80% og 20%. Dette følger av en skjønnsmessig vurdering knyttet til det at vi ved utførelse av den fundamentale verdsettelsen har gått grundigere til verks enn ved den komparative verdsettelsen. Vi velger å ta hensyn til den komparative verdsettelsen da den gir et fornuftig verdiestimat, og potensielle overvurderende forutsetninger vi har tatt i den fundamentale verdsettelsen vil av denne grunn vektes noe ned.

$$\begin{aligned} \text{Endelig verdiestimat} &= \text{Fundamentalt verdiestimat} \cdot 80\% + \text{Komparativt verdiestimat} \cdot 20\% \\ \mathbf{132,05} &= 136,20 \cdot 0,80 + 115,47 \cdot 0,20 \end{aligned}$$

Vårt endelige verdiestimat for AUSS er kr 132,05 per aksje.

13.2 Handlingsstrategi

Ved å ta utgangspunkt i vårt endelige verdiestimat kan vi nå utlede en handlingsstrategi for aksjen. Det er knyttet usikkerhet til vårt verdiestimat og vi beregner derfor en handlingsstrategi med et avvik på +/- 15 % av verdiestimatet. Dette gir intervallet for nedre og øvre grense lik [112,25 , 151,86]. Hvis børskursen er lavere enn nedre grense (112,25 kr) anbefales kjøp, og hvis børskursen er høyere enn øvre grense (151,86 kr) anbefales salg.



Figur 13.1 Anbefalt handlingsstrategi utledet fra vårt endelige verdiestimat

Som vi kan se av figur 13.1 leder vårt verdiestimat til en hold-anbefaling av aksjen. Den er nært nedre grense, og gir nesten grunnlag til å gi en anbefaling om kjøp. Begrunnelsen for dette knyttes til en forventning om en god videre utvikling av oppdrettsnæringen. Vi forventer en økt etterspørsel etter oppdrettslaks i tråd med økt befolkningsvekst og et økt behov for bærekraftig matproduksjon. De miljømessige utfordringene bransjen står ovenfor imøtekommes med teknologisk nytenkning og vil tilrettelegge for et økt produksjonsvolum. Det allerede mengdebegrensende konsesjonssystemet vil bidra til at bransjen opprettholder sin lønnsomhet over tid.

14 Referanseliste

Faglitteratur

- Barney, J., 2014. *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. London: Pearson.
- Berk, J. & DeMarzo, P., 2017. *Corporate Finance*. Harlow: Pearson.
- Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Kaldestad, Y. & Møller, B., 2016. *Verdivurdering. I: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper 2.utg.*. Oslo: Fagbokforlaget.
- Knudsen, H. & Flåten B. T., 2005. *Strategisk ledelse*. Oslo: Cappelen Damm.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., Schwimmer, B., Manoury, F., 2015. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Palepu, K. G., Healy, P. M. & Peek, E., 2013. *Business Analysis and Valuation*, Singapore: Cengage Learning
- Penman, S. H., 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal, F., 2017. *Financial statement analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.

Presentasjoner

- Knivsflå, K. H. (2018). Forelesning 1: Innledning. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2001%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2018). Forelesning 2: Strategi, Rekneskap og Verdi. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2002%20-%202018.pdf>
- Knivsflå, K. H. (2018). Forelesning 3: Rekneskapsanalyse ramme og «trailing». Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2003%20-%202019.pdf>

Knivsflå, K.H (2018). Forelesning 4: Omgruppering for analyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2004%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 5: Omgruppering balanse og kontantstrøm. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2005%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 6: Rekneskapsbasert måling. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2006%20-%202019.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 7: Målefeil. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2007%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 8: Justering av målefeil. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2008%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 9: Kredittvurdering syntetisk rating. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2009%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H (2018). Forelesning 10: Avkastningskrav = målestokk for rentabilitetsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2010%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2011%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 12: Strategisk driftsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2012%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K. H. (2018). Forelesning 14: Framtidsrekneskap - Ramme og driftsinntekter. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2014%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 15: Framtidsrekneskap - Andre budsjettdriverarar. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2015%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 16: Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2016%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 17: Fundamental verdivurdering egenkapitalmetoden. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2017%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 18: SK-metoden og konvergens. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2018%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 19: Uvisse i verdiestimatet. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2019%20-%202018.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018). Forelesning 20: Emne i Fundamental verdsettelse. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2019/BUS440%20-%2020%20-%202019.pdf>

Knivsflå, K.H. (2018s). Forelesning 23: Komparativ verdivurdering. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2023%20-%202018.pdf>

Årsrapporter

Årsrapporter (2012-2017) og 2.kvartalsrapport for 2018 er hentet fra oppdrettsselskapenes hjemmesider:

Austevoll Seafood: <http://www.auss.no/investor>

Marine Harvest: <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>

SalMar: <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Norway Royal Salmon: <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

Grieg Seafood: <https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter/>

Andre referanser

Andreassen, I., 2008. *Fiskens trusler og muligheter*. [Internett]

Hentet fra: <https://forskning.no/fangst-fisk-oppdrett-marked/2008/12/fiskens-trusler-og-muligheter>

[Funnet 06 September 2018].

Andresen, L., 2014. *Miljøstandard for bærekraftig drift -ASC-sertifisering*. [Internett]

Hentet fra : <https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2013/01/Miljøstandard-og-ASC-Lars-Andresen-WWF.pdf>

[Funnet 06 September 2018].

Aas, T. S., Åsgård, T. & Ytrestøyl, T., 2018. *Fôrressurser og deres utnyttelse i norsk lakseoppdrett*. [Internett]

Hentet fra: <https://fhf.no/prosjektdetaljer/?projectNumber=901324>

[Funnet 12 September 2018].

Austevoll Seafood ASA, 2017. *Årsberetning 2017*, s.l.: s.n.

Austevoll Seafood ASA, 2018. *About*. [Online]

Hentet fra : <http://www.auss.no/overview/about>

[Funnet 22 August 2018].

Austevoll Seafood ASA, 2018. *Kvartalsrapport andre kvartal Q2*, s.l.: Austevoll Seafood ASA.

Austevoll Seafood ASA, u.d. *Pelagic*. [Internett]

Hentet fra: <http://www.auss.no/sustainability/value-chain/pelagic>

[Funnet 06 September 2018].

Austevoll Seafood ASA, u.d. *Salmon*. [Internett]

Hentet fra: <http://www.auss.no/sustainability/value-chain/salmon>

[Funnet 06 September 2018].

Berge, A., 2015. *Har faktisk kontroll over br. Birkeland*. [Internett]

Hentet fra: <https://ilaks.no/har-faktisk-kontroll-over-br-birkeland/>

[Funnet 27 August 2018].

DNB Markets, 2018. *NED I ASIA, LAVERE OLJEPRIS OG US LØNNSVEKST – SSC, GSF & ASA*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/aksjemorgen/AD180907.pdf>

[Funnet 10 Oktober 2018].

E24, 2017. *Kina setter fart på lakseimporten fra Norge*. [Internett]

Hentet fra: <https://e24.no/naeringsliv/kina/kina-setter-fart-paa-lakseimporten-fra-norge/24202122>

[Funnet 2018 August 31].

Exalmar S.A.A, 2018. *Annual Report 2017*. [Internett]

Hentet fra: http://www.exalmar.com.pe/wp-content/uploads/2018/04/MA_EXALMAR2017_ingles.pdf

[Funnet September 21 2018].

Fardal, A., 2007. IFRS og norske regnskapsregler. *Magma*, Mars.

Farstad, S. J., 2018. [Internett]

Hentet fra: <https://www.nrk.no/mr/byggjer-europas-storste-oppdrettsanlegg-pa-land-i-fraena-1.14083549>

[Funnet 01 Oktober 2018].

Finansdepartementet, 2017. *Skattesatser 2018*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>

[Funnet 17 Oktober 2018].

Finansdepartementet, 2018. *Skattesatser 2019*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>

[Funnet 09 November 2018].

Fish Pool, 2018. *Fish Pool Index*. [Internett]

Hentet fra: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/weekly-details/>

[Funnet 06 September 2018].

Fiskeridirektoratet, 2016. *Biomasse*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>
[Funnet 23 August 2018].

Fiskeridirektoratet, 2017. *Grønne tillatelser*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
[Funnet 31 August 2018].

Fiskeridirektoratet, 2017. *Grønne tillatelser*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
[Funnet 31 August 2018].

Fiskeridirektoratet, 2017. *Tildelingsprosessen*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
[Funnet 24 August 2018].

Fiskeridirektoratet, 2017. *Tildelingsprosessen*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
[Funnet 23 August 2018].

Fiskeridirektoratet, 2017. *Økonomisk gullår i 2016, men mørke skyer truer*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2017/0817/OEkonomisk-gullaar-i-2016-men-moerke-skyer-truer>
[Funnet 12 September 2018].

Fiskeridirektoratet, 2018. *Rømmingstatisikk*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>
[Funnet 27 August 2018].

FN-sambandet, u.d. *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>
[Funnet 5 September 2018].

Gjesdal, F., 2007. *Idunn*. [Internett]

Hentet fra:

https://www.idunn.no/file/pdf/33227485/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for%20 Eierkontroll_og_verdsettels.pdf

[Funnet 02 Oktober 2018].

Grande, A., 2016. *Britene vil ha norsk torsk*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2016/09/20/2144/Havbruk/britene-vil-ha-norsk-torsk>

[Funnet 06 September 2018].

Grieg Seafood ASA, u.d. *Om Grieg Saefood*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/>

[Funnet 01 Oktober 2018].

Helgesen-Eide, S., 2016. *Nå er "Eva Elisabeth" døpt*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.h-avis.no/bomlo/fiske/naringsliv/na-er-eva-elisabeth-dopt/s/5-62-225370>

[Funnet 10 September 2018].

Hovland, E. & Møller, D., 2010. *Åkeren kan òg være blå*. [Internett]

Hentet fra:

https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/176930/Fortellinger_kystNorge_Aaker.en.pdf?sequence=1

[Funnet 10 September 2018].

Hvamb, T., 2018. – *Det skal ikke være lov!*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.tv2.no/a/10028902/>

[Funnet 12 September 2018].

IAS, u.d. *IAS 41 Agriculture*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-41-agriculture/>

[Funnet 16 Oktober 2018].

Ilaks, 2017. *Russland forlenger importforbudet for fisk ut 2018*. [Internett]
Hentet fra: <https://ilaks.no/russland-forlenger-importforbudet-for-fisk-ut-2018/>
[Funnet 23 August 2018].

Iversen, A. & Hermansen, Ø., 2016. *Kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland*. [Internett]
Hentet fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2415194/Rapport%2B40-2016.pdf?sequence=3&isAllowed=y>
[Funnet 12 September 2018].

Jensen, P. M., 2017. *Økt fiske i Peru gir lavere mel- og oljepriser*. [Internett]
Hentet fra: <https://www.kyst.no/article/oekt-fiske-i-peru-gir-lavere-mel-og-oljepriser/>
[Funnet 23 August 2018].

Johansen, J. P., 2015. *SNL Fiskeoppdrett*. [Internett]
Hentet fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett>
[Funnet 21 August 2018].

Johansen, J. P., 2017. *Akvakultur*. [Internett]
Hentet fra: <https://snl.no/akvakultur>
[Funnet 21 August 2018].

Johnsen, J. P., 2009. *Ringnot*. [Internett]
Hentet fra <https://snl.no/ringnot>
[Funnet 06 September 2018].

Kristiansen, T., 2017. *Derfor var Kina rystet og rasende*. [Internett]
Hentet fra: <https://www.nrk.no/urix/derfor-var-kina-rystet-og-rasende-1.13576615>
[Funnet 23 August 2018].

Kvile, K., 2018. *Varmebehandling kan være vondt for laksen*. [Internett]
Hentet fra: <https://fiskeribladet.no/nyheter/?artikkel=59617>
[Funnet 10 September 2018].

Lakseeventyret. 2016. [Film] Regissert av NRK Brennpunkt. Norge: NRK.

Laksefakta, 2018. *HVA ER BÆREKRAFT?*. [Internett]
Hentet fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/hva-er-barekraft/>
[Funnet 05 September 2018].

Laksefakta, 2018. *Hvorfor rømmer laksen?*. [Internett]
Hentet fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>
[Funnet 27 August 2018].

Møgster, H. A., 2018. *Dei 15 mest vestlandske vestlendingane* [Intervju] (22 August 2018).
Melkevik, K., 2018. *Vi bør være glade for at laks og olje ikke er avhengige av hverandre*.
[Internett]
Hentet fra: <https://e24.no/kommentarer/holberg-grafen/vi-boer-vaere-glade-for-at-laks-og-olje-ikke-er-avhengige-av-hverandre/24236665>
[Funnet 16 Oktober 2018].

Miljødirektoratet, 2015. *Fiskeoppdrett*. [Internett]
Hentet fra: <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>
[Funnet 21 August 2018].

Miljødirektoratet, 2017. *Forurensningsmyndighetenes forventninger til oppdrett i sjø*.
[Internett]
Hentet fra: <http://www.miljodirektoratet.no/no/Publikasjoner/2017/April-2017/Forurensningsmyndighetenes-forventninger-til-oppdrettsanlegg-i-sjo/>
[Funnet 24 August 2018].

Miljødirektoratet, 2017. *Forurensningsmyndighetenes forventninger til oppdrettsanlegg i sjø*.
[Internett]
Hentet fra: <http://www.miljodirektoratet.no/no/Publikasjoner/2017/April-2017/Forurensningsmyndighetenes-forventninger-til-oppdrettsanlegg-i-sjo/>
[Funnet 23 August 2018].

Miljøstatus, u.d. *Utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett*. [Internett]
Hentet fra: <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/>
[Funnet 06 September 2018].

Myrset, O., 2015. *Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land*. [Internett]
Hentet fra: http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-paland_39673/
[Funnet 06 September 2018].

Myrset, O., 2015. *Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land*. [Internett]
Hentet fra: <https://sysla.no/fisk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land/>
[Funnet 01 Oktober 2018].

Nærings- og fiskeridepartementet, 2005. *Om lov om akvakultur*. [Internett]
Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/otprp-nr-61-2004-2005-/id398345/>
[Funnet 23 August 2018].

Nodland, E., 2016. *Dette er de 20 største oppdrettsselskapene i verden*. [Internett]
Hentet fra: <https://ilaks.no/dette-er-de-20-storste-oppdrettsselskapene-i-verden/>
[Funnet 13 September 2018].

Norges Bank, 2018. *Pengepolitisk rapport 3. 2018*, s.l.: Norges Bank.
Norges bank, u.d. *Styringsrenten*. [Internett]
Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
[Funnet 27 August 2018].

Norges sjømatråd, 2017. *Norsk laks er helt fri for antibiotika*. [Internett]
Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norsk-laks-er-helt-fri-for-antibiotika/>
[Funnet 27 August 2018].

Norges sjømatråd, 2018. *Kinesiske myndigheter stoppet i januar 2011 handelen med fiskemel fra Norge, med begrunnelse i at norsk fiskemel ikke oppfylte kravet om «traditional trade» med Kina..* [Internett]
Hentet fra: <https://seafood.no/markedsadgang/myndighetskrav-per-land/kina/eksport-av-fiskemel/>
[Funnet 31 August 2018].

Norges sjømatråd, 2018. *Sjømateksport for rekordhøye 94,5 milliarder i 2017*. [Internett]
Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-rekordhoye-945-milliarder-i-2017/>
[Funnet 21 August 2018].

Norges sjømatråd, 2018. *Sjømatnasjonen Norge 2018*. [Internett]
Hentet fra: <https://sjomatnasjonen.seafood.no>
[Funnet 06 September 2018].

Norges sjømatråd, 2018. *Sjømatnasjonen Norge 2018*. [Internett]
Hentet fra: <https://sjomatnasjonen.seafood.no>
[Funnet 12 September 2018].

Norges sjømatråd, 2018. *Sterk etterspørsel gir rekordhøy pris for laksen*. [Internett]
Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sterk-etterspørsel-gir-rekordhoy-pris-for-laksen/>
[Funnet 10 September 2018].

Norges sjømatråd, 2018. *Økt volum og redusert verdi for eksporten av pelagisk fisk i 2017*. [Internett]
Hentet fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/okt-volum-og-reduisert-verdi-for-eksporten-av-pelagisk-fisk-i-2017/>
[Funnet 21 August 2018].

Norway Royal Salmon ASA, 2018. *Årsrapport 2017*, s.l.: s.n.
Oljedirektoratet, 2010. *Beskrivelse av relevante fiskeredskap og fiskeriaktivitet i Norges økonomiske sone*. [Internett]
Hentet fra: <http://www.npd.no/no/Seismikk/Relevante-fiskeredskap-og-fiskeriaktivitet-/#Trål>
[Funnet 06 September 2018].

Oslo Børs, 2017. *Årsstatistikk*. [Internett]
Hentet fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk>
[Funnet 18 Oktober 2018].

Oslo Børs, 2018. <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>. [Internett]

Hentet fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/OSEBX.OSE/overview>
[Funnet 15 September 2018].

Pedersen, B., 2018. *hydrogenperoksid*. [Internett]
Hentet fra: <https://snl.no/hydrogenperoksid>
[Funnet 06 September 2018].

Pelagia AS, u.d. *About us*. [Internett]
Hentet fra: <https://pelagia.com/about/>
[Funnet 04 September 2018].

Plantex, u.d. *Fishmeal and Fish Oil*. [Internett]
Hentet fra: <http://www.plantex.com.au/irm/content/fishmeal-and-fish-oil1.aspx?RID=343>
[Funnet 12 September 2018].

PwC, 2017. *Risikopremien i det norske markedet 2017*. [Internett]
Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2017.html>
[Funnet 15 Oktober 2018].

Ratikainen, I. I., 2018. *SNL Pelagisk*. [Internett]
Hentet fra: <https://snl.no/pelagisk>
[Funnet 21 August 2018].

Regjeringen, 2016. *Norge er EUs viktigste sjømatpartner*. [Internett]
Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/norge-er-eus-viktigste-sjomatpartner/id2517048/>
[Funnet 06 September 2018].

Sander, K., u.d. *Konkurransefortrinn*. [Internett]
Hentet fra: <https://estudie.no/konkurransefortrinn-2/>
[Funnet 02 Oktober 2018].

SSB, 2018. *Norges viktigste handelspartnere*. [Internett]
Available at: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/norges-viktigste->

handelspartnere

[Funnet 23 August 2018].

Svåsand, T., Skilbrei, O., Agnalt, A. L. & Kristiansen, T. S., u.d. *Havbeite og kultivering av ville bestander*. [Internett]

Hentet fra: <http://www.imr.no/Dokumenter/YQFNSYBUHGPM.pdf>

[Funnet 21 August 2018].

Thonhaugen, M., 2017. *Sandberg: – Jeg har jo gitt oppdretterne tilbud om større fleksibilitet*. [Internett]

Hentet fra: https://www.nrk.no/nordland/sandberg_-_jeg-har-jo-gitt-oppdretterne-tilbud-om-storre-fleksibilitet-1.13347621

[Funnet 12 September 2018].

Trana, K. & Sae-Khow, N., 2018. *Lusegift farligere enn antatt – over 120.000 tonn dumpet i havet de siste årene*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.nrk.no/trondelag/ny-forskning-viser-at-lusegiften-hydrogenperoksid-er-langt-farligere-for-miljoet-enn-antatt-1.14196994>

[Funnet 10 September 2018].

Universitetet i Bergen, u.d. *Havbruk*. [Internett]

Hentet fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

[Funnet 21 August 2018].

Veterinærinstituttet, 2016. *Infeksiøs lakseanemi*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/infeksios-lakseanemi-ila>

[Funnet 24 August 2018].

Veterinærinstituttet, u.d. *Lakselus*. [Internett]

Hentet fra: <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>

[Funnet 27 August 2018].

Figurliste

Figur 2.1 Verdikjeden til Austevoll Seafood ASA (Austevoll Seafood ASA, 2018).....	13
Figur 2.2 Organisasjonskart (Austevoll Seafood ASA, 2018).....	14
Figur 2.3 «El Ninòs påvirkning av fangst de siste år (Austevoll Seafood ASA, 2018).....	16
Figur 2.4 Aksjekurs til AUSS sammenlignet med OSEBX over de siste 5 år.....	18
Figur 2.5 Totale produksjonskostnaders relative utvikling, referanseår 2006 (Iversen & Hermansen, 2016)	21
Figur 2.6 Produksjonskostnader i NOK per kg i Norge og konkurrerende land (Iversen & Hermansen, 2016)	21
Figur 2.7 Ingredienser i norsk laksefôr fra 1990 til 2016 (Aas, et al., 2018).....	23
Figur 2.8 Fôrproducenters markedsandel (Marine Harvest, 2016)	23
Figur 2.9 De største eksportmarkedene (Norges sjømatråd, 2018)	24
Figur 2.10 Verdiutviklingen på norsk sjømateksport de siste årene (Norges sjømatråd, 2018)	24
Figur 2.11 Verdien av sjømateksport fordelt etter art (Norges sjømatråd, 2018).....	25
Figur 2.12 Markedsfordeling av de 20 største oppdrettsselskapene (Nodland, 2016).....	26
Figur 2.13 Prisprognose (Norges sjømatråd, 2018).....	30
Figur 2.14 Utvikling i laksepris «Fish Pool Index».....	31
Figur 2.15 Prognose av framtidig styringsrente (Norges bank, u.d.).....	32
Figur 3.1 Rammeverket for den fundamentale verdsettelsen (Knivsflå, 2018).....	44
Figur 4.1 Porters femkreftermodell (Knudsen, 2005).....	52
Figur 4.2 Tabellarisk framstilling av Porters fem konkurransekrefter	58
Figur 4.3 VRIO-analyseverktøy (Knivsflå, 2018)	59
Figur 4.4 Tabellarisk framstilling av VRIO-analysen	63
Figur 4.5 Strategisk fordel oppsummering	65
Figur 4.6 SWOT-analyse	67
Figur 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2018)	68
Figur 5.2 Tabulert resultatregnskap over analyseperioden 2013-2018T (inkludert 2012 for å få med endringstall)	72
Figur 5.3 Tabulert presentasjon av AUSS sine eiendeler i perioden 2012-2018T	72
Figur 5.4 Tabulert presentasjon av AUSS sin egenkapital og gjeld i perioden 2012-2018T ..	73
Figur 5.5 Endring i egenkapital til AUSS i perioden 2012-2018T	73
Figur 5.6 Trailing av resultatregnskap for AUSS i 2018T.....	78
Figur 5.7 Steg i omgrupperingen av resultatet.....	79
Figur 5.8 Fullstendig nettoresultat for AUSS i perioden 2012-2018T	80

Figur 5.9 Fordeling av det fullstendige nettoresultat	81
Figur 5.10 Omgruppert balanse med tilhørende resultat	81
Figur 5.11 Fullstendig driftsresultat før skatt for AUSS i perioden 2012-2018T	82
Figur 5.12 Fullstendig finansresultat før skatt for AUSS i perioden 2012-2018T	83
Figur 5.13 Unormalt driftsresultat før skatt for AUSS i perioden 2012-2018T	84
Figur 5.14 Unormalt finansresultat for AUSS i perioden 2012-2018T	84
Figur 5.15 Utviklingen av skattesatsene	85
Figur 5.16 Fordeling av skattekostnader i perioden 2012-2018T	86
Figur 5.17 Steg i omgruppering av balansen	87
Figur 5.18 Sammenheng mellom IFRS og omgrupperingen	88
Figur 5.19 Totalkapital omgjort til sysselsatt kapital	89
Figur 5.20 Sysselsatt kapital til AUSS i perioden 2012-2018T	90
Figur 5.21 Utregning av netto driftskapital	90
Figur 5.22 Omgruppert kontantstrøm til AUSS i analyseperioden	91
Figur 5.23 Effekt av justering av målefeil i resultatregnskapet og balansen	94
Figur 5.24 Omgruppert og justert resultatregnskap AUSS over analyseperioden 2013-2018T	94
Figur 5.25 Omgruppert og justert sysselsatt kapital (balanse) AUSS over analyseperioden 2013-2018T	94
Figur 5.26 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) AUSS over analyseperioden 2013-2018T	95
Figur 5.27 Omgruppert og justert netto driftskapital (balanse) AUSS over analyseperioden 2013-2018T	95
Figur 5.28 Tidsvektning av regnskapstallene til AUSS over analyseperioden 2013-2018T	96
Figur 6.1 Vekting av bransjegjennomsnittet over analyseperioden 2013-2018T	97
Figur 6.2 Likviditetsgrad 1 for AUSS og bransje med illustrerende graf	98
Figur 6.3 Likviditetsgrad 2 for AUSS og bransje med illustrerende graf	100
Figur 6.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad for AUSS og bransje med illustrerende graf	101
Figur 6.5 Rentedekningsgrad for AUSS og bransje med illustrerende graf	102
Figur 6.6 Fri kontantstrøm til egenkapitalen	103
Figur 6.7 Egenkapitalprosent for AUSS og bransje med illustrerende graf	106
Figur 6.8 Netto driftsrentabilitet for AUSS og bransje med illustrerende graf	107
Figur 6.9 Finansieringsstrukturen til AUSS med hele tall	108
Figur 6.10 Finansieringsstrukturen til AUSS i prosent	108
Figur 6.11 Finansieringsstrukturen til bransjen i prosent	108

Figur 6.12 Nøkkelverdier og konkurssannsynlighet for den syntetiske rating (Knivsflå, 2018).	111
Figur 6.13 Syntetisk rating for AUSS og bransje	111
Figur 7.1 Risikofri rente etter skatt	116
Figur 7.2 Risikopremie for analyseperioden (Knivsflå, 2018)	117
Figur 7.3 Regresjonsanalyse	119
Figur 7.4 Utregnet og justert beta for AUSS og komparative selskaper.	120
Figur 7.5 Årlig egenkapitalbeta for AUSS	121
Figur 7.6 Egenkapitalkrav og minoritetskrav	123
Figur 7.7 Netto finansielt gjeldskrav	124
Figur 7.8 Netto finansiell gjeldsbeta	124
Figur 7.9 Kredittrisikopremie (Knivsflå, 2018)	125
Figur 7.10 Finansielt gjeldskrav	125
Figur 7.11 Finansiell gjeldsbeta	126
Figur 7.12 Finansielt eiendelskrav	126
Figur 7.13 Fordringsbeta	127
Figur 7.14 Finansiell eiendelsbeta	127
Figur 7.15 Netto driftskrav	128
Figur 7.16 Netto driftsbeta	128
Figur 7.17 Grafisk sammenligning mellom AUSS og bransjen ved netto driftskrav	128
Figur 7.18 Dekomponerte krav	129
Figur 8.1 Superrentabilitet for AUSS over analyseperioden	131
Figur 8.2 Superrentabilitet for AUSS og bransjen over analyseperioden	131
Figur 8.3 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Knivsflå, 2018)	133
Figur 8.4 Dekomponert driftsfordel over analyseperioden	133
Figur 8.5 Dekomponert «ren» driftsfordel over analyseperioden	134
Figur 8.6 Dekomponert rentabilitetsulempe til AUSS over analyseperioden	135
Figur 8.7 Marginfordelen til AUSS over analyseperioden	135
Figur 8.8 «Common-size»-analyse over analyseperioden	136
Figur 8.9 Sammenligning av driftskostnader i AUSS og den relative bransje	137
Figur 8.10 Omløpsfordelen til AUSS over analyseperioden	137
Figur 8.11 Gearingfordelen til AUSS over analyseperioden	139
Figur 8.12 Driftsfordelen til AUSS over analyseperioden	140
Figur 8.13 Finansieringsfordelen til AUSS over analyseperioden	141

Figur 8.14 Finansieringsfordelen til AUSS knyttet til finansiell gjeld over analyseperioden	141
Figur 8.15 Finansieringsfordelen til AUSS knyttet til finansielle eiendeler over analyseperioden.....	141
Figur 8.16 Finansieringsfordelen til AUSS knyttet til minoritetsinteresser over analyseperioden.....	142
Figur 8.17 Finansieringsfordelen til AUSS over analyseperioden	143
Figur 8.18 Samlet strategisk fordel for AUSS over analyseperioden.....	143
Figur 8.19 Oppsummering av tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel for AUSS.....	143
Figur 9.1 Rammeverk for framtidsregnskapet (Knivsflå, 2018).....	145
Figur 9.2 Driftsinntektsvekst for AUSS og bransje med grafisk framstilling	146
Figur 9.3 Enkelt budsjetteringsrammeverk (Penman, 2013)	148
Figur 9.4 Forventet driftsinntektsvekst for budsjettperioden.....	151
Figur 9.5 Forventet netto driftseiendeler i budsjettperioden.....	152
Figur 9.6 Forventet netto driftsresultat i budsjettperioden.....	153
Figur 9.7 Finansiell gjeldsdel for AUSS og bransje gjennom analyseperioden	154
Figur 9.8 Forventet finansiell gjeld i budsjettperioden.....	154
Figur 9.9 Finansiell eiendelsdel for AUSS og bransje gjennom analyseperiode.....	155
Figur 9.10 Forventet finansielle eiendeler i budsjettperioden	155
Figur 9.11 Forventet netto finanskostnader i budsjettperioden	156
Figur 9.12 Forventede netto finansinntekter for budsjettperioden.....	157
Figur 9.13 Minoritetsdel for AUSS og bransje gjennom analyseperiode.....	157
Figur 9.14 Forventet minoritetsinteresse for budsjettperioden	158
Figur 9.15 Forventa netto minoritetsresultat for budsjettperioden	159
Figur 9.16 Budsjettert framtidig resultatregnskap	159
Figur 9.17 Budsjettert framtidbalanse til sysselsatt kapital.....	160
Figur 9.18 Budsjettert framtidbalanse til netto driftskapital	160
Figur 9.19 Budsjetterte framtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen	160
Figur 10.1 Renteprognose (Norges Bank, 2018)	161
Figur 10.2 Budsjettert risikofri rente	162
Figur 10.3 Budsjettert markedsrisikopremie.....	162
Figur 10.4 Illikviditetsrisiko inklusivt utbyttetillegg for budsjettperioden.....	163
Figur 10.5 Årlig egenkapitalbeta for budsjettperioden	163
Figur 10.6 Egenkapitalkrav og minoritetskrav for budsjettperioden.....	164
Figur 10.7 Framtidig syntetisk rating for budsjettperioden	165

Figur 10.8 Finansielt gjeldskrav for budsjettperioden	165
Figur 10.9 Finansielt eiendelskrav for budsjettperioden.....	166
Figur 10.10 Netto finansielt gjeldskrav for budsjettperioden	166
Figur 10.11 Netto driftskrav for budsjettperioden	167
Figur 10.12 Estimert strategisk fordel for budsjettperioden	167
Figur 10.13 Netto driftskrav sammenlignet med netto driftsrentabilitet for budsjettperioden	168
Figur 10.14 Estimert superrentabilitet for budsjettperioden	168
Figur 10.15 Egenkapitalkrav sammenlignet med egenkapitalrentabilitet for budsjettperioden	169
Figur 11.1 Verdien av egenkapital ved bruk av FKE-modellen	171
Figur 11.2 Verdien av egenkapital ved bruk av SPE-modellen.....	172
Figur 11.3 Verdien av egenkapital ved bruk av Δ SPE-modellen.....	172
Figur 11.4 Virkelig verdi for minoritetsinteresse ved superprofitt til minoritetsinteresse-modellen.....	173
Figur 11.5 Virkelig verdi for egenkapitalen ved fri kontantstrøm fra drift-modellen	174
Figur 11.6 Virkelig verdi for egenkapitalen ved superprofitt fra drift-modellen	175
Figur 11.7 Virkelig verdi for egenkapitalen ved superprofittveksten fra drift-modellen	175
Figur 11.8 Oppsummering av første verdiestimat per aksje for AUSS	176
Figur 11.9 Stegene i konvergeringsprosessen til endelig verdiestimat.....	176
Figur 11.10 Konvergeringsprosessen.....	177
Figur 11.11 Verdiestimat ved konvergeringsprosessen	177
Figur 11.12 Budsjett drivere med tilhørende standardavvik.....	180
Figur 11.13 Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.....	181
Figur 11.14 Forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for finansielle verdidrivere	182
Figur 11.15 Resultat fra Monte Carlo-simulering basert på 100 000 trekninger.....	183
Figur 11.16 Statistisk data fra Monte Carlo-simulering	184
Figur 11.17 Oversikt over kritiske faktorer som forklarer variasjon i verdiestimatet	185
Figur 11.18 Oppsidepotensial for verdiestimatet.....	186
Figur 11.19 Nedsiderisiko for verdiestimatet	186
Figur 11.20 Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsveksten i budsjettperioden.....	188
Figur 11.21 Sensitivitetsanalyse for netto driftsmargin i budsjettperioden	189
Figur 11.22 Sensitivitetsanalyse for omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperioden	190

Figur 11.23 Sensitivitetsanalyse for NIBOR-renten i "steady state"	191
Figur 11.24 Sensitivitetsanalyse for egenkapitalbetaen i "steady state"	192
Figur 12.1 Stegene i komparativ verdsettelse etter multiplikatormodellen (Penman, 2013).	195
Figur 12.2 Markedsverdi og nøkkeltall for den komparative bransje.....	196
Figur 12.3 EV/EBITDA-multiplikatorer og tilhørende verdiestimat for AUSS.....	198
Figur 12.4 EV/EBIT-multiplikatorer og tilhørende verdiestimat for AUSS	199
Figur 12.5 Komparativt verdiestimat for AUSS	199
Figur 13.1 Anbefalt handlingsstrategi utledet fra vårt endelige verdiestimat.....	202